

**T.C.
SELÇUK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
İŞLETME BİLİM DALI**

**ÜLKE RİSKİNİN FİRMA DEĞERİ ÜZERİNE ETKİSİ:
İ.M.K.B'YE KAYITLI FİRMALAR ÜZERİNDE
BİR UYGULAMA**

Alper Veli Çam

DOKTORA TEZİ

**Danışman
Prof. Dr. Osman OKKA**

Konya – 2010



T.C.
SELÇUK ÜNİVERSİTESİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü



BİLİMSEL ETİK SAYFASI

Öğrencinin

Adı Soyadı	ALPER VELİ ÇAM		
Numarası	064127001009		
Ana Bilim / Bilim Dalı	İŞLETME / İŞLETME		
Programı	Tezli Yüksek Lisans <input type="checkbox"/>	Doktora	<input checked="" type="checkbox"/>
Tezin Adı	Ülke Riskinin Firma Değeri Üzerine Etkisi: İMKB'ye Kayıtlı Firmalar Üzerinde Bir Uygulama		

Bu tezin proje safhasından sonuçlanmasına kadarki bütün süreçlerde bilimsel etiğe ve akademik kurallara özenle riayet edildiğini, tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada başkalarının eserlerinden yararlanılması durumunda bilimsel kurallara uygun olarak atıf yapıldığını bildiririm.

Alper Veli ÇAM



T.C.
SELÇUK ÜNİVERSİTESİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü



DOKTORA TEZİ KABUL FORMU

Alper Veli ÇAM tarafından hazırlanan ÜLKE RİSKİNİN FİRMA DEĞERİ ÜZERİNE ETKİSİ : İMKB'YE KAYITLI FİRMALAR ÜZERİNDE BİR UYGULAMA başlıklı bu çalışma ...14.../10.../2010 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda oybirliği/oyçokluğu ile başarılı bulunarak, jürimiz tarafından doktora tezi olarak kabul edilmiştir.

Ünvanı, Adı Soyadı		İmza
Prof. Dr. Osman OKKA	Başkan	<i>Osman Okka</i>
Prof. Dr. İzzet GÜMÜŞ	Üye	<i>İzzet Gümüş</i>
Prof. Dr. Fehmi Karasıoğlu	Üye	<i>Fehmi Karasıoğlu</i>
Prof. Dr. İbrahim AKBAY	Üye	<i>İbrahim Akbay</i>
Doç. Dr. Mikail ALTAN	Üye	<i>Mikail Altan</i>



T.C.
SELÇUK ÜNİVERSİTESİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü



Öğrencinin	Adı Soyadı	Alper Veli ÇAM	Numarası : 064127001009
	Ana Bilim / Bilim Dalı	İşletme / İşletme	
	Danışmanı	Prof. Dr. Osman OKKA	
Tezin Adı		Ülke Riskinin Firma Değeri Üzerine Etkisi: İMKB'ye Kayıtlı Firmalar Üzerinde Bir Uygulama	

ÖZET

Günümüzde, yatırımların sınır ötesine taşınmasıyla, rasyonel hareket ettiğini varsaydığımız yatırımcılar sistematik, sistematik olmayan ve sistemik risklere ilaveten ülke riskini de dikkate almak zorunda kalmışlardır. Daha çok makro açıdan iktisat literatüründe incelenen ülke riski; esasında bir ülkedeki ekonomik, finansal ve sosyo-politik gelişmelerin bir yansımasıdır ve firmanın piyasa değerinin maksimum kılınmasını amaç edinmiş olan firmaları da etkilemektedir. Önceleri sistematik riskin bir unsuru olarak ele alınan ülke riski, günümüzde sahip olduğu önemle birlikte sistematik riskten bağımsız olarak değerlendirilmektedir.

Ülke riskiyle firma değeri arasındaki ilişkiyi ortaya çıkarmayı konu edinmiş olan bu çalışmanın amacı; 2000-2009 yılları arasında ülke riskinin İMKB'deki firmaların değerini ne ölçüde etkilediğini tespit etmektir. Bu amaç doğrultusunda ilgili dönemlerde İMKB 100 endeksinde sürekli yer alan firmaların 3'er aylık verileri ile International Country Risk Guide (ICRG)'den elde edilen ülke riski primleri panel veri analizi yöntemi kullanılarak test edilmiştir.

Sonuç olarak, gerek ülke riskinin gerekse ülke riskinin temel bileşenlerini oluşturan ekonomik, finansal ve sosyo-politik risk primlerinin firmaların değerini negatif etkilediği tespit edilmiştir.



T.C.
SELÇUK ÜNİVERSİTESİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü



Öğrencinin	Adı Soyadı	Alper Veli ÇAM	Numarası : 064127001009
	Ana Bilim / Bilim Dalı	İşletme / İşletme	
	Danışmanı	Prof. Dr. Osman OKKA	
Tezin İngilizce Adı		The Effect of Country Risk on Firm Value: An Application on Istanbul Stock Exchange Registered Companies	

SUMMARY

At present, cross-border transportation of investments, assuming that investors act rationally have had to take into consideration country risk in addition to systematic, non-systematic and systemic risks. More macro-economic literature surveyed country risk perspective, essentially reflection of economic, financial and socio-political developments in a country and effect the companies whose mission is meant to make the maximum of the company's market value. Initially country risk which is considered as an element of systematic risk, is considered as independent from systematic risk with its emphasis today.

The aim of this study which has the subject the relationship between firm value and country risk, to determine the impact of country risk on firm value of ISE firms between 2000-2009. For this purpose, the 3-month periods data of the firms consistently in ISE 100 index with country risk premiums which is obtained from the International Country Risk Guide (ICRG), was tested using panel data analysis method.

As a result, both country risk and the basic components of country risk that the economic, financial and socio-political risk premium negatively affect the value of the firms have been identified.

İÇİNDEKİLER

Bilimsel Etik Sayfası.....	ii
Doktora Tezi Kabul Formu.....	iii
Özet.....	iv
Summary.....	v
İçindekiler.....	vi
Kısaltmalar Sayfası.....	x
Tablolar Listesi.....	xi
Şekiller Listesi.....	xii
Giriş.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

ÜLKE RİSK ANALİZİ

1.1. SİSTEMATİK, SİSTEMATİK OLMAYAN VE SİSTEMİK RİSK.....	5
1.1.1. Sistematik Risk	6
1.1.1.1. Piyasa Riski	7
1.1.1.2. Enflasyon Riski.....	7
1.1.1.3. Kur Riski.....	8
1.1.1.4. Faiz Oranı Riski.....	9
1.1.1.5. Politik Risk.....	9
1.1.2. Sistematik Olmayan Risk.....	11
1.1.2.1. Finansal Risk.....	12
1.1.2.2. Yönetim Riski.....	12
1.1.2.3. Sektör Riski.....	13
1.1.3. Sistemik Risk.....	14
1.2. ÜLKE RİSKİ.....	14
1.2.1. Son Yüzyılda Ülke Riskinin Gelişimi	16
1.2.2. Ülke Riskini Belirleyen Faktörler.....	19
1.2.2.1. Ekonomik Risk Faktörleri ve Göstergeleri.....	20

1.2.2.2. Sosyo-Politik Risk Faktörleri ve Göstergeleri.....	22
1.2.2.3. Finansal Risk Faktörleri ve Göstergeleri.....	24
1.3.ÜLKE RİSKİNİN ÖLÇÜLMESİ.....	26
1.3.1. Ülke Riskini Ölçen Kurumlar.....	28
1.3.1.1. Derecelendirme Şirketleri.....	29
1.3.1.1.1. Standart & Poor’s Derecelendirme Şirketi.....	31
1.3.1.1.2. Moody’s Investors Derecelendirme Şirketi.....	31
1.3.1.1.3. Fitch Derecelendirme Şirketi.....	33
1.3.1.2. Ülke Riski Ölçüm Kuruluşları.....	34
1.3.1.2.1. Business Environment Risk Intelligence.....	35
1.3.1.2.2. Institutional Investor.....	35
1.3.1.2.3. Euromoney	36
1.3.1.2.4. Economist Intelligence Unit.....	37
1.3.1.2.5. International Country Risk Guide.....	38
1.3.2. Ülke Riskinin Ölçümünde Kullanılan Yöntemler.....	41
1.3.2.1. Tam Kalitatif Yöntemler.....	41
1.3.2.2. İstatistik Verileri ile Yapısal Kalitatif Yöntemler.....	42
1.3.2.3. Kontrol Listesi ile Yapısal Kalitatif Yöntemler.....	43
1.3.2.4. Kantitatif Yöntemler.....	44
1.3.2.4.1. Diskriminant Analizler.....	45
1.3.2.4.2. Temel Bileşenler Analizi.....	45
1.3.2.4.3. Logit ve Probit Analizler.....	46
1.3.2.5.4. Classification and Regression Tree (CART) Yöntemi.....	47

İKİNCİ BÖLÜM

ÜLKE RİSKİ ETKİSİNDE FİRMA DEĞERİ

2.1. DEĞER, FİYAT VE DEĞERLEME KAVRAMLARI	49
2.2. KAPSAMI VE ÖNEMİ AÇISINDAN FİRMA DEĞERİ	52
2.3. FİRMALARDA DEĞER YARATAN UNSURLAR	55
2.3.1. Nakit Akımları ve Nakit Akımlarının Tahmin Dönemi.....	56
2.3.2. Paranın Zaman Değeri	57
2.3.3. Entellektüel Sermaye	58

2.3.4. Kârlılık Durumu ve Temettü Dağıtım Politikası	59
2.3.5. İşletme (Çalışma) Sermayesi ve Likidite	60
2.3.6. Faaliyet Kaldırıcı ve Finansal Kaldıraç	62
2.3.7. Sermaye Yapısı	63
2.3.8. Makroekonomik Değişkenler ve Hükümet Politikaları.....	65
2.4. FİRMA DEĞERLEMESİNDE KULLANILAN YÖNTEMLER.....	68
2.4.1. Defter Değeri	70
2.4.2. Tasfiye Değeri	71
2.4.3. İşleyen Teşebbüs Değeri	72
2.4.4. Piyasa Değeri / Defter Değeri	73
2.4.5. Fiyat / Kazanç Oranı	74
2.4.6. Marka Değeri	75
2.4.7. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi	76
2.4.8. İndirgenmiş Kâr Payları Yöntemi	77
2.4.9. Ekonomik Katma Değer Yöntemi	78
2.5. ÜLKE RİSKİNİN FİRMA DEĞERİ İLE İLİŞKİSİ	80

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ÜLKE RİSKİNİN FİRMA DEĞERİ ÜZERİNE

ETKİSİNİN EKONOMETRİK ANALİZİ

3.1. ARAŞTIRMANIN KONUSU, AMACI VE KAPSAMI	86
3.2. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ	87
3.3. ARAŞTIRMADA KULLANILAN MODEL VE DEĞİŞKENLERİN TANITILMASI.....	91
3.3.1. Bağımlı Değişkenlerin Tanıtılması	92
3.3.2. Bağımsız Değişkenlerin Tanıtılması	94
3.3.3. Kontrol Değişkenlerinin Tanıtılması.....	95
3.4. MODEL ÇALIŞMASINA İLİŞKİN BULGULAR	97
3.4.1. Tanımlayıcı (Temel) İstatistiklerin Yorumlanması	97
3.4.2. Değişkenler Arasındaki İlişkinin Yorumlanması	98
3.4.3. Model Uygulamasının Ana Regresyon Sonuçları	98
DEĞERLENDİRME, SONUÇ VE ÖNERİLER.....	102

Kaynakça.....	110
Ekler	137
Özgeçmiş.....	212

KISALTMALAR

BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu
BERI	: Business Environment Risk Intelligence
BoA	: Bank of America World Information Services
BUY	: Aktif Büyüklük
CBRS	: Canadian Bond Rating Service
CRIS	: Control Risks Information Services
DBRS	: Dominion Bond Rating Service
Duff	: Duff and Phelps Credit Rating Corporation
EIU	: Economist Intelligence Unit
ERP	: Ekonomik Risk Primi
EUROMY	: Euromoney
Fitch	: Fitch Investors Service
FDEG	: Firma Değeri
FKALD	: Finansal Kaldıraç
FRP	: Finansal Risk Primi
FVÖK	: Faiz ve Vergiden Önceki Kâr
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
GSYH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
IBCA	: IBCA Ltd.
ICRG	: International Country Risk Guide
JBRI	: Japanese Bond Rating Institute
JCRA	: Japanese Credit Rating Agency
MM	: Modigliani-Miller
Moody	: Moody's Investor Service
NIS	: Nippon Investors Service Inc.
NİSA	: Net İşletme Sermayesi / Aktif Toplamı
PRP	: Politik Risk Primi
S & P	: Standard and Poor's Corporation
TBB	: Türkiye Bankalar Birliği
Thom	: Thomson Bank Watch
URP	: Ülke Risk Primi

TABLOLAR

Tablo 1.1. Seçilmiş Derecelendirme Şirketleri.....	30
Tablo 1.2. Moody's Ekonomik ve Finansal Risk Göstergeleri.....	32
Tablo 1.3. Fitch'in Temel Ülke Riski Göstergeleri.....	33
Tablo 1.4. Institutional Investor Ülke Riski Derecelendirmesinde Kritik Faktörler.....	36
Tablo 1.5. Euromoney Ülke Riski Ölçümü.....	37
Tablo 1.6. EIU Ülke Riski ve Tahminleri İçin Kullandığı Faktörler.....	38
Tablo 1.7. ICRG Ülke Riski Hesaplamasında Kullanılan Faktörler.....	40
Tablo 1.8. Kontrol Listesi Sisteminin İçerdiği Göstergeler.....	43
Tablo 2.1: Firma Değerlemesinde Temel Yaklaşımlar.....	
Tablo 3.1. Modeldeki Kontrol Değişkenlerinin Kullanıldığı Firma Değeri Konulu Çalışmalar.....	96
Tablo 3.2. Modeldeki Değişkenlerin Tanımlanması ve Beklenti İşaretleri.....	96
Tablo 3.3. Tanımlayıcı İstatistikler.....	97
Tablo 3.4. Değişkenler Arasındaki İlişki.....	98
Tablo 3.5. Panel Veri Sonuçları.....	99

ŞEKİLLER

Şekil 1.1: Ülke Riskinin Yönetimsel Yapısı.....	18
Şekil 1.2. Dış Ülke Risk Faktörlerinin Ağırlık Yüzdeleri.....	25
Şekil 1.3. Ülke Riski Ölçümünün Döngüsü.....	27
Şekil 2.1. Firmaların Değerini Etkileyen Değişkenler.....	53
Şekil 2.2. Firmanın Gelir Tablosu ve Kaldıraçlar.....	62
Şekil 2.3. Uluslararası Firmaların Diğer Firmalardan Sermaye Maliyetlerini Farklı Kılan Faktörler.....	81

GİRİŞ

1973 yılında Bretton-Woods kararlarından sonra dünya toplumlarının, ekonomilerinin ve piyasaların giderek yoğun şekilde bütünleşmesi, belirsizliği ve karmaşıklığı artırırken, yeni fırsatları da beraberinde getirmiştir. Yatırımları aracılığıyla fırsatları kâra dönüştürmek isteyen yatırımcı kişi ya da kuruluşların, böyle ortamlarda göz önünde bulundurmaları gereken faktörlerin sayısına ve bu faktörlerin değişen yapısına daha fazla önem vermeleri gerekmektedir.

Ekonomilerde belirsizliğin ve değişen faktörlerin oluşturduğu risklerin yapısı ve türleri de çeşitlilik kazanmıştır. Bu sebeple rasyonel hareket ettiğini kabul ettiğimiz yatırımcıların oluşabilecek bütün makro ve mikro riskleri göz önüne almaları, bunları değerlendirmeleri ve yatırım kararlarını alırken bu risk analizlerinin sonuçlarına göre hareket etmeleri gerekir. Normal şartlar altında bir ülke içerisinde yatırım yapan yatırımcı sistematik riski (piyasa, enflasyon, kur, faiz oranı ve politik risk), sistematik olmayan riski (finansal, yönetim ve sektör riski) ve kriz dönemlerinin sonucunda ortaya çıkan sistemik riski nazara alırken, eğer bu yatırımcı başka bir ülkede yatırımda bulunuyorsa o ülkenin riskini de (ülke riski) nazara almak zorundadır. Sistematik, sistematik olmayan ve sistemik riski tahmin etmek bir dereceye kadar kolayken ülke riskini belirlemek daha yoğun bir çaba gerektirmektedir.

Bir ülkede yaşanan ekonomik, politik, sosyal ve finansal gelişmelerin sonuçları ülke riskine yansımaktadır. Ülke riski, o ülkedeki yatırımların geleceği hakkında önemli bir gösterge olarak kullanıldığından, ülkeyi ve o ülkedeki firmaları etkilemektedir. Aynı zamanda ülke riski rasyonel hareket eden yabancı yatırımcıları etkilediğinden, risk alıcı yatırımcılar hariç, diğer yatırımcıların bu ülkede yatırım yapmalarını ve uluslararası sermayenin bu ülkeye gelmesini de önemli ölçüde etkilemektedir. Yabancı yatırımcıların ve sermayenin ülke riski notu yüksek ülkeleri tercih etmeleri sebebiyle bu ülkelerin uluslararası sermayeden alacağı pay düşük kalmaktadır. Diğer bir ifadeyle ülke riskinin yüksek olması, doğrudan yabancı yatırımların ilgili ülkeye olan girişini olumsuz etkilemektedir.

Makro açıdan yaşanan bu gelişmeler, ekonomik yaşamın önemli aktörlerinden biri olan firmaları da önemli ölçüde etkilemektedir. “Firma değeri” kavramının önem kazanmasıyla birlikte firmaların ana amacı, firmanın pazar değerinin maksimum kılınması olarak yeniden şekillenmiştir. Bunun anlamı, ortakların firmada bulunan paylarının pazar değerinin maksimize edilmesidir. Firma değerinin maksimize edilmesi ortaklar, yatırımcılar ve toplum açısından önemli bir amaç haline gelmektedir.

Bununla birlikte firmaların, likidite durumu, sermaye yapısı, kârlılık hedefleri, ileriye yönelik projeleri, teknolojiye uyum sağlaması vb. konularda alacakları kararlar firma değerini etkilemektedir. Bu sebeple firmaların alacakları kararlara etki edecek faktörlerin belirlenmesi, bu faktörlere bağlı olarak oluşabilecek olası senaryoların ortaya çıkarılması ve senaryolar çerçevesinde gerekli tedbirlerin alınması veya alınmaması da, firmaların değerini etkileyecektir. Firmalar sınır ötesi faaliyetlerde bulunuyorlarsa firma riskine ülke riski de dâhil olacaktır. İlgili ülkenin makro ve mikro ekonomik faaliyetleri, para ve sermaye politikaları, maliye politikaları, sosyal ve siyasi gelişmeleri vb.’den doğacak riskler de firmanın toplam riski üzerine ilave edileceğinden firmanın risk katsayısı yani betası (β) yükselecektir.

Kısaca, makroekonomik, politik ve finansal değişkenlerin şekillendirdiği ülke riski notları, bir ülkenin sermaye piyasası ve o piyasada faaliyet gösteren firmalarla yakından ilişkilidir ve ülke riskinin değişmesi, firmaların değerlerini etkilemektedir. Bu takdirde soru şöyle olmaktadır: Ülke riski nedir, nasıl ölçülür ve firma değeri üzerindeki etkileri neler olur? Bu soruların cevaplandırılması konunun özünü teşkil etmektedir.

Bu çerçevede çalışmanın amacı; ülke riskinin firmaların değeri üzerindeki etkisinin teorik yapısını incelemek ve İMKB’deki firmalar üzerinde ülke riskinin firma değerini ne ölçüde etkilediğini ekonometrik bir çalışmayla ortaya koymaktır.

Çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde; yatırımcıların kararlarını şekillendiren risk kavramı, riskin yapısı, ülke riski ile ülke riski ölçümünde kullanılan yöntemler teorik olarak incelenecektir.

İkinci bölümde; firma değerinin belirlenmesi ele alınacak ve bu konudaki yöntemler incelenecektir. Buna ilaveten ülke riski üzerinde durulacak ve ülke riskinin firma değeri üzerindeki etkisi ölçülmeye çalışılacaktır.

Üçüncü bölümde; 2000–2009 yıllarını kapsayan on yıllık dönemde ülke riskinin İMKB'deki firmalarının değeri üzerindeki etkileri, oluşturulan ekonomik modelle ölçülerek, ortaya çıkan sonuçlar değerlendirilecektir.

Son bölümde çalışma özetlenerek gerekli değerlendirmeler yapılacak ve öneriler sunulacaktır.

BİRİNCİ BÖLÜM

ÜLKE RİSKİ VE ANALİZİ

Günümüzde iletişimin de hiç olmadığı kadar gelişmesi ve kullanılmasıyla birlikte, dünya ekonomisi neredeyse tek Pazar haline gelmiş, daha önceleri milli ekonomilere daha çok bağımlı olan firmalar, ithalat, ihracat, yatırımlar yoluyla uluslar arası firmalar haline gelmişlerdir. Ulusal ekonomi içerisinde firmaların sahip oldukları sistematik, sistematik olmayan ve sistemik risklere bu kez ülke riskleri de dahil olmuştur. Firmanın beta katsayısı bu risklerin bir fonksiyonu haline gelmiştir. Yani;

$$\text{Firma riski } (\beta) = f(\text{sistematik risk, sistematik olmayan risk, sistemik risk, ülke riski}) \quad (1.1)$$

yazılabilir.

Firma sahipleri, yatırımcılar ve risk analizcileri bir firmanın riskini değerlendirirken 1.1 nolu formülde yer alan faktörleri ayrı ayrı ele alıp değerlendirip sonrada kümülatif firma riskini hesaplaması gerekir. Aksi halde bulunacak β sayısı firmanın gerçek risk değerini vermeyecektir. Günümüzde mikro açıdan sistematik, sistematik olmayan ve sistemik riske, makro açıdan ülke riskinin de eklenmesiyle yatırımcıların bilgi ihtiyaçları da artmış ve çeşitli kurumlar tarafından ülkelerin kapsamlı risk analizleri yapılmaya başlanmıştır. Bu noktada ise ülke riskinin belirlenmesinde dikkate alınan faktörler, göstergeler ve kullanılan yöntemler birbirinden farklı olduğundan aynı ülke için farklı ülke riski değerlendirmeleri yapılmaktadır.

Bu bölümde makro ve mikro anlamda yani sistematik, sistematik olmayan ve sistemik risk kısaca ele aldıktan sonra ülke riski üzerinde durulacaktır.

1.1. SİSTEMATİK, SİSTEMATİK OLMAYAN VE SİSTEMİK RİSK

Sistematik, sistematik olmayan ve sistemik riske girmeden önce genel olarak riskin ne olduğunun kısaca açıklanması faydalı olacaktır. Yaşamın doğasında bilinmeyenler ve bu bilinmeyenlere bağlı olarak da belirsizlikler mevcuttur. Belirsizlik, içinde bir çok fırsat ve tehdidi barındırırken, kaos ortamlarındaysa belirsizliğin süresi ve şiddeti değişebilmektedir. Riskte, olayların gerçekleşme olasılıkları belirlenebilirken, belirsizlikte bu olasılıkların belirlenmesi dahi imkânsızlaşmaktadır. Bununla beraber Bayesian istatistiğin gelişmesiyle birlikte belirsizlik yerini riske bırakmıştır. Bu durumda istatistikî dağılımlar ve sübjektif olasılık teorisi uygulanarak belirsizlik durumlarında dahi bir olayın, bir yatırımın vb. riskinin belirli olasılıklarla veya belirli aralıklarda belirlenmesi imkân dâhiline girmiştir (Okka, 2006: 480). Diğer bir ifadeyle belirsizlik; gelecekte oluşabilecek koşullar tanımlanabildiği ve olasılıkları hesaplanabildiği ölçüde riske dönüşmektedir (Ede, 2007: 4) ve bu iki kavram birlikte birbirlerinin yerine kullanılmaktadır. Beklenen değerden olumlu ya da olumsuz sapma olarak bilinen risk, çoğu kez beklenen değerden olumsuz sapma olarak algılanmakta ve bu sapma firmaları zarara uğratabilmektedir (Aydeniz, 2008: 4).

İstenmeyen olayların meydana gelme olasılığı olarak ifade edebileceğimiz risk kavramına farklı disiplinlerde farklı anlamlar yüklenmiştir. Bankacılık açısından risk; kredilerin geri ödenememe ve bankanın zarar etme ihtimalidir. (Hempel, 1994: 67). Firma açısından risk; yapılan yatırımın geri dönmeme ihtimali yani beklenen getirinin gerçekleşen getiriden farklı olma olasılığıdır (Jones, 1998: 10).

Riskin doğumunu gerçekleştiren oldukça fazla faktör vardır. Ekonomiden gelen faiz oranı riski, kur riski, enflasyon riskinden vb.den başlamak üzere firmanın kendisinden doğan yönetim, finansal risk, sektör riski vb. firmanın risk derecesini etkilemekte ve firmanın beklenen getiri oranı üzerinde etkili olmaktadır. Firma riskinin belirlenmesinde bu risklerin göreceli paylarının ölçülmesi firmanın belirleyeceği politikalar açısından önemlidir.

Finans teorisinde risk, kaynaklarına göre sınıflandırılmaktadır. Bunlar; sistematik risk, sistematik olmayan risk ve sistemik risktir. O halde sistematik, sistematik olmayan ve sistemik risk ne anlama gelmektedir?

1.1.1. Sistematik Risk

Sistematik risk; piyasa içerisindeki tüm menkul kıymetleri etkileyebilen, sistemden kaynaklanan ve firmanın kontrolü dışında meydana gelen risk olarak tanımlanmaktadır (Frank ve Modigliani, 1995: 194) (Okka, 2009a: 367). Piyasayı etkileyen faktörlerin etkisiyle ortaya çıkan bu risk, bütün menkul değerleri aynı yönde etkilemekte ve bütün firmalara benzer şekilde yansımaktadır. Sistematik riskin kaynağı piyasa aktörleri olduğu için firmanın bu risk konusunda bir tasarrufu yoktur ve portföy yöntemini kullanarak bu risk üzerinde bir kontrol sağlayamaz.

Sistematik risk; ülkenin ekonomik, politik ve sosyal yaşamın yapısı ve değişkenliği ile hükümetlerin takip ettikleri politikaların bir sonucu olarak ortaya çıktığından, piyasalar ile piyasalarda işlem gören firmaları ve hisse senetlerini etkilemektedir (Akgüç, 1998: 865). Bu açıdan değerlendirildiğinde sistematik risk, ülke riski kapsamında değerlendirilen birçok faktörü de barındırmaktadır.

Enflasyon, resesyon, ve faiz oranı gibi faktörler genel ekonomiyi ve tüm hisse senedi fiyatlarını aynı yönde fakat farklı büyüklükte etkilemekte buna bağlı olarak da bu hareketlerin sıklığı, devamlılığı ve büyüklüğü sistematik riskin derecesini belirlemektedir (Ugan, 1997: 54). Çeşitlendirme ile ortadan kaldırılamayan ancak etkisi azaltılabilen sistematik riskin derecesi büyük ölçüde aşağıdaki faktörlere bağlı olarak meydana gelmektedir.(Erdoğan, 2006: 4):

- Vergi oranlarının arttırılması,
- Devletin kamu harcama politikası,
- Enflasyondaki değişim,
- Faiz oranlarının değişmesi,
- Sıkı para politikası uygulanması,
- Dış ticaret sınırlandırmaları ve kur politikaları,
- Enerji politikaları vb.

Bu faktörlere bağılı olarak sistematik riskin bileşenlerini aşağıda başlıklar altında inceleyebiliriz:

1.1.1.1. Piyasa Riski

Döviz, tahvil, hisse senedi gibi pazarlanabilir varlıkların fiyatlarındaki değışmeler sonucunda ortaya çıkan piyasa riski (Cuthbertson and Nitzsche, 2001: 599); önceden tahmin edilmesi güç olan ve bütün menkul değerleri aynı derecede etkileyen risktir (Maheu and McCurdy, 2007: 561).

Ekonomilerin bütünleşmesi, türev ürünlerinin gelişimi, iletişimin hızı makro ve mikro ekonomik faktörler bağılı bu riskin önemini de değiştirmiştir. Sistematik riskin oluşumunda firmaların birey olarak etkileri bulunmamaktadır.

Piyasa riski, zaman içinde ulusal veya uluslararası herhangi bir olay ile de oluşabilmektedir. Ülkenin içinde bulunduğu ekonomik durum kadar uluslararası alanda meydana gelen gelişmeler de piyasa riskinin derecesini değiştirebilmektedir. 2008 mortgage krizi bu konu için önemli bir örnektir. ABD’de çıkan bu krizden ve riskten bütün ekonomiler farklı derecelerde etkilenmişlerdir. 2008 krizi türev ürünlerinden çıktığı için, genelde türev ürünleri ile etkisi azaltılabilecek bu krizin, bazı hallerde, azaltılamayacağı da görülmüştür.

1.1.1.2. Enflasyon Riski

Enflasyon; ülkedeki arzın talebi karşılayamaması sebebiyle fiyatlar genel seviyesinin yükselmesi ve ekonominin daha üst bir fiyat seviyesinde dengeye gelmesi yani dengeyi sağlayan paranın satın alma gücünün azalması ve fiyatlar genel seviyesinin yükselmesidir.(Hudson, 1982: 2) (Frisch, 1983: 9) (Ball, 2009: 17).

Genel fiyat seviyesindeki değışmelere bağılı olarak, paranın satın alma gücü düşer ve varlıkların Pazar değeri yükselir. Paranın satın alma gücünün düşmesi ve varlıkların Pazar değerinin yükselmesi büyük ölçüde firmaların toplam satın alma güçlerini azaltır. İşte firmayı zayıflatan ve satın alma gücünü azaltan bu değışim enflasyon riskinin temilini oluşturur (Francis, 1986: 242). Firmada enflasyon riskine maruz olan kalemler; nakit, alacak hesapları, kredi maliyetinin yükselmesi gibi faktörlerdir.

Enflasyon sadece bir ülke geneli için değil, sermaye piyasaları içinde ciddi bir risk oluşturmaktadır. Enflasyonist ortamlarda etkisini daha da arttıran bu risk, bir ülkedeki olası genel bir krizinde habercisi niteliğinde de olabilir. Enflasyon riski ülkemizde son 40 yıldır devam etmektedir ve önemli bir göstergedir.

Enflasyon riski; firmaların yatırım bütçelerini, yatırımın tutarlarını ve özellikle yatırımın gelecekteki nakit girişlerini önemli ölçüde etkiler. Sabit giderlerini artırır, firma içi faaliyetleri aksatır, alacak, stok, yatırım, kredi politikalarını değiştirir. Bunların sonucu önemli bir risk oluşur. Gelecek bulutlu olduğu için firmalar önlerini göremezler.

Yatırım hesapları bu dönemlerde milli para birimi ile değil, dolar, euro gibi daha sabit para birimleriyle hesaplanır. (Turner, 2001: 118). Sermaye piyasalarında işlem yapan kişi ya da kuruluşların enflasyon beklentileri birbirinden farklıdır ve sermaye piyasası yatırımlarında vadenin artması enflasyon riskini de arttıracaktır. Bu sebeple yatırımlarda vadenin kısaltılması enflasyon riskini bir derece azaltacaktır.

1.1.1.3. Kur Riski

Kur riski; yabancı para cinsinden yatırımlarda para değerinin düşmesi veya yükselmesi sonucunda ortaya çıkan ve yatırımın kârlılığını etkileyen sistematik bir risktir (Korkmaz ve Ceylan, 2007: 501). Uluslararası ticaret yapan veya yurt dışından kaynak sağlayan firmalar bu riskten daha fazla etkilenmektedir. Bu bakımdan kur riski, sistematik risk grubu içerisinde firmaları etkileyen önemli bir risk olarak görüldüğünden, firmalar bu riski elimine etmek için daha fazla çaba göstermektedir (Taylor, 2000 : 293).

Kur riski firmalar üzerinde faaliyet, işlem ve dönüşüm etkisi olmak üzere üç çeşit etkiye sahiptir (Eiteman vd., 1998): Bunlardan faaliyet etkisi firmanın nakit akımlarını dolayısıyla da firmaların değerini değiştirebilmektedir. Örneğin, ihracatçı bir firma döviz kurunun aşırı değerlenmesi durumunda, fiyatlarını artırmazsa, enflasyondan dolayı maliyetleri artacak ve gelirleri yerli para karşılığı reel anlamda azalarak firmanın nakit akımı değişecektir (Çukur ve Topuz, 2004: 21).

Dönüşüm etkisi; farklı kur bölgelerinde faaliyette bulunan şirketlerin, yıl sonunda finansal tablolarının konsolidasyonu esnasında ortaya çıkan riski ifade eder. İşlem etkisiyse; yabancı para cinsinden yapılan vadeli işlemlerde kontrat tarihindeki kurla, işlem tarihindeki kurun farklılaşması sonucu borcun yüksek maliyetten döndürülmek zorunda kalınması veya tamamen döndürülememesi durumunda ortaya çıkan ortaya çıkan riski ifade etmektedir (Fatehi, 1996:480) (Çukur, 2008: 27) (Çaşkurlu, 2007: 54). Kur riskinin yatırımlar üzerinde ciddi etkisi olduğu bilinmekle beraber, kur riskinin üç temel etkisinden biri olan dönüşüm riskinin, özellikle firmalar üzerinde daha olumsuz sonuçlar ortaya çıkarabileceğini söylenebilir.

1.1.1.4. Faiz Oranı Riski

Faiz oranlarındaki değişmelerin firmaların sabit ödeme yükümlülükleri üzerinde hasıl ettikleri ağırlık faiz oranı riskini oluşturmaktadır. Firmalar bir taraftan mevcut borçları için daha yüksek oranda faiz ödemeye mecbur olurlarken, diğer yönden alacakları krediler için daha yüksek bir maliyet ödemek zorunda kalmaktadırlar. Bu risk firmanın etkinliğini büyük ölçüde değiştirmekte ve iflasa kadar varabilecek finansal olaylara sebebiyet vermektedir.

Ayrıca faiz oranı riski para ve sermaye pazarlarında da önemli etkiler meydana getirmektedir. Mesela faiz oranlarındaki değişiklikler, hisse senedi fiyatları üzerinde doğrudan etkiye sahiptir ve faiz oranındaki değişimlerle hisse senedi fiyatları arasında ters yönlü bir ilişki vardır. Bu bağlamda bir ekonomide faizlerin yüksek olması hisse senetlerinin fiyatını düşürecek ve hisse senetlerine olan talebi azaltacaktır (Barak, 2008: 52-53). Faiz oranı riski tahvil gibi sabit getiri oranlı menkul değerler üzerinde daha da etkilidir. Faiz oranları yükseldikçe tahvil fiyatları azalacak ve bir noktadan sonra menfi yatırım olayı meydana gelecektir.

1.1.1.5. Politik Risk

Ulusal ya da uluslararası siyasi koşullardaki değişmelerin sonucunda yatırımın veya hisse senedinin getirisinde meydana gelecek olası kayıpları yansıtan politik risk (Francis, 1986: 210) (Baker, 1998: 126) (Holt, 1998: 121); yatırımcıların kararlarını önemli derecede etkilemektedir. Politik riskin kaynağını oluşturan

ekonomik ve siyasi kriz, savaş durumu, ideolojik farklılaşmalar, terör vb. faktörler, aynı zamanda ülke riski hesaplamalarında dikkate alınan faktörlerinde yüksek bir yüzdesini oluşturmaktadır.

Bir ülkede siyasi koşulların değişmesi kadar ekonomik sisteminde radikal olarak değişerek yerli ya da yabancı işletmelerin devletleştirilmesi, firmaları ve yatırımcıları benzer bazı risklerle karşı karşıya bırakmaktadır (Aydın, 2004: 247). Bu noktada, çoğu kez politik riskle aynı anlamda kullanılan veya politik riskin içerisinde incelenen “hükümrancılık riski” devreye girmektedir.

Hükümrancılık riski; büyük ekonomik krizlerde firmaları etkileyen önemli bir risktir ve şöyle tanımlanmaktadır:

“Yurtdışında herhangi bir ülkedeki herhangi bir işletmeye verilen kredilerin geri ödenmesinde borçlu taraf borcunu ödemek istemesine rağmen kendi ülkesindeki hükümetin bunu engellemesi veya yasaklaması sonucu karşılaşılan riske hükümrancılık riski denir.” (Korkmaz ve Ceylan, 2007: 36).

Ev sahibi hükümetin hakim güç olarak tek taraflı yükümlülüklerini tanımaması ve yerel firmaların yükümlülüklerini yerine getirmesini engelleme olasılığını ortaya çıkarmak için kullanılan hükümrancılık riski aşağıdaki bileşenleri içermektedir (Beenhakker, 2001: 51).

- Ülkenin ödemeler dengesindeki beklenen eğilim,
- Ülkenin döviz yükümlülüklerinin miktarı,
- Ülkenin siyasi istikrarı,
- Ülkenin döviz rezervlerinin şimdiki ve gelecekteki muhtemel miktarı.

Bu açıklamalar çerçevesinde hükümrancılık riskinin, borçlu tarafın ülkesindeki değişikliklerin borcu ödeyememe konusunda borçluyu, alacağını tahsil edememe konusunda da alacaklıyı olumsuz etkilediğini söylenebilir. Politik risk ile hükümrancılık riskini ayıran temel özellik ise, devlet müdahalesidir. Hükümrancılık riskinde devlet politikalarındaki ani değişimler sonucunda firmaların faaliyetlerine müdahale söz konusuysa, politik risk, bir ülkede yaşanan politik gelişmelerin firmaya yansımalarıdır.

Politik risk, siyasi gelişmelere bağlı olarak yorumlansa da, politika ve ekonominin birlikte değerlendirilmesi daha gerçekçi sonuçlar ortaya çıkaracaktır. Bir ülkede ekonomik sıkıntılar nedeniyle politik istikrar bozulabileceği gibi, politika değişiklikleri sonucunda ekonomik sıkıntılarında meydana gelebileceği unutulmamalıdır. Bu sebeple politik riskin kaynağını sadece siyasi gelişmelere dayandırmak yanlış olacaktır. Politik faktörler ülke riskinin de önemli bir bölümünü oluşturduğundan, politik riske ait açıklamalar ülke riski ile ilgili değerlendirmelerimizde daha ayrıntılı açıklanacaktır.

Sistemik riskle ilgili açıklamaları tamamlamadan önce Türkiye’de sistemik riskin durumu ile kısa bir bilgi verilmesi faydalı olacaktır. Yapılan çalışmalarda, gelişmiş ülke ekonomileri ile karşılaştırıldığında Türkiye’deki hisse senetlerinin yüksek sistemik risk taşıdıkları ve sistemik riskin kaynaklarını oluşturan faiz, enflasyon ve döviz kuru vb. değişkenlerden hisse senedi fiyatlarının hemen etkilendiği ortaya konulmuştur. (Korkmaz ve Ceylan, 2007: 493). Bu durum gelişmekte olan ülkelerin başında sayılan ülkemizde yatırımların, gelişmekte olan ülkelere nazaran sistemik risk açısından daha hassas olduğunun bir göstergesidir.

1.1.2. Sistemik Olmayan Risk

Firmanın toplam riski belirlenirken sistemik riskin yanında sistemik olmayan risk de göz önünde bulundurulur. Piyasa dışı risk, kontrol edilebilir risk gibi çeşitli adlarla da literatürde yer alan (Jones, 1998: 220) sistemik olmayan risk; toplam riskin firmaya ya da firmanın ilgili olduğu endüstri koluna ait kısmıdır (Turanlı vd., 2002: 2).

Her ne kadar sistemik olmayan risk açıklanırken, bu tür riskin diğer firmaları etkilemediği ve sadece ilgili firmaya has olduğu belirtilse de, iş riskine bağlı olarak birden fazla firmanın değerinde değişiklikler meydana gelebilmektedir. Örneğin, aynı sektörde faaliyet gösteren firmaların birinin kârında meydana gelen değişimler, sektördeki firmaların hisse senedi değerini etkileyebilmektedir (Korkmaz ve Ceylan, 2007: 503). Bu sebeple sistemik olmayan riskin kaynaklarının bilinmesi, bu risk hakkında daha net açıklamalar yapmamıza yardımcı olacaktır.

Sistemik olmayan riskin kaynakları genel olarak aşağıdaki faktörlerden kaynaklanmaktadır (Okka, 2009a: 368):

- Yönetim yeteneği ve firma ile ilgili kararlar,
- Grevler,
- Hammadde sağlama imkanları,
- Teknoloji, üretim, pazarlama ve insan kaynakları yapısı verimliliği,
- Çevre düzenlemeleri,
- İç ve dış rekabet ve bezerleri.

Bu faktörlere bağlı olarak ortaya çıkan sistemik olmayan riski; finansal risk, yönetim riski ve sektör riski olarak üç başlıkta inceleyebiliriz.

1.1.2.1. Finansal Risk

Finansal risk; firma gelirlerinin borçlanma sonucunda sürekliliğini kaybetmesi, firmaların ekonomik değişikliklere adapte olamayarak faiz ve kâr payı ödemelerini gerçekleştirememesi tehlikesini ifade etmektedir (Gallagher and Andrew, 1997: 146) (Keown vd. 2005: 1508) (Sarıkamış, 1998: 150).

Finansal riskin esas kaynağı firmaların uyguladığı politika ve stratejilerdir. Firma sahip ya da yöneticilerin vereceği kararlar bir firma açısından finansal riskin de derecesini şekillendirecektir.

Finansal riskin ortadan kaldırılması veya azaltılması tamamen firmanın yönetim becerisi ile orantılıdır (Corrigan, 1998: 252). Yönetim becerisine paralel olarak, teknolojik gelişmelerin firmaya uyarlanması, sermaye artışlarında borç sermayenin kullanılmaması, ihracatın artırılması gibi yöneticiler tarafından alınacak kararlar finansal riskin azaltılmasında etkili olacaktır. Bu sebeple finansal riskin, firma tarafından izlenmesi, kontrol edilmesi ve firma üzerindeki etkisinin doğru ölçülmesi gerekmektedir (Çağdaş ve Gürsoy, 2003: 56).

1.1.2.2. Yönetim Riski

Firmalarda mali başarısızlıklar ile ilgili yapılan çalışmaların bir çoğu, başarısızlıkların temelinde yönetim hatalarından kaynaklanan faktörlerin etkili

olduğunu ortaya koymuştur. Bu sebeple yönetim riski yatırımlarda son derece önemlidir. Yönetim riski esas itibarıyla finansal riskin bir türevidir. Zira finansal riskin derecesi yöneticilerin uyguladıkları politikalarla değişmektedir. Yönetim riski de işletme yönetiminin yönetim performansı sonucu ortaya çıkmaktadır.

Yönetim riski; yatırım yapılan işletmenin, yönetim yetersizliğinden kaynaklanan, yöneticilerin bilgi ve tecrübe eksikliği sonucunda ortaya çıkan risktir (Madura, 2006: 3-4) (Kuğu, 2004: 146). Yönetim riskinin azaltılabilmesi için işletme yöneticilerin riskin varlığını kabul etmesi ve ortaya çıkması halinde bu riski kontrol altına alacak tedbirleri alması gerekmektedir.

1.1.2.3. Sektör Riski

Firmaların faaliyet gösterdiği sektördeki çeşitli gelişmeler, söz konusu firmalarının hisse senetlerinde ve firma değerlerinde önemli değişikliklere yol açmaktadır. Sektörde hammadde sıkıntısının artması, yasal düzenlemelerin getirilmesi veya mevcut düzenlemelerin değişmesi, tüketici beklentilerindeki değişimler gibi çeşitli faktörler sektör riskinin kaynaklarını oluşturmaktadır. Bu açıdan değerlendirildiğinde sektör riski varlıkların değerleri üzerine önemli bilgiler sağlamaktadır (Solberg, 2001: 20). Sektör riskinin neticesinde sektördeki firmaların hisse senetlerine yatırım yapan kişi ya da kuruluşlar gelir kaybına uğrayabilmektedirler (Jones vd., 1977). Hükümetler, firmaların kısa ve uzun dönemli kârlılıklarını etkileyen, firmalar tarafından kabul edilen gümrük tarifelerini ve sektördeki rekabeti koruyan mevzuatları etkinleştirilerek uyguladığında sektör riski düşük düzeyde kalacaktır (Hines, 1997: 17).

Sistemik olmayan riskler, sistemik risklerin aksine yatırımcı açısından iyi bir portföy çeşitlendirilmesi ile ortadan kaldırılabılır veya etkisi en aza indirilebilir. Bu açıdan sistemik olmayan riske, “*kontrol edilebilir risk*” anlamını yüklememiz yanlış olmayacaktır.

1.1.3.Sistemik Risk

Yatırımlar açısından üzerinde durulması gereken diğer bir risk ise sistemik risktir. Sistemik olayların birleşmesi sonucu ortaya çıkan sistemik risk (De Bandt and Hatmann, 2000: 11); piyasa katılımcılarının katlanması gereken, piyasadaki kurumsal ve yapısal düzenlemelerden kaynaklanan ve genellikle krizler sonrası ortaya çıkan olası zararları kapsayan risk olarak ifade edilmektedir (Kayacan ve Gürbüz, 2001: 12). Ekonominin tamamını etkileyen, ülkeler arasında aktarılan sistemik risk, ekonomik krizlerin ülke ekonomilerinde ortaya çıkardığı etkilerden dolayı “küresel risk” olarak da adlandırılmaya başlanmıştır (Kahyaoğlu, 2007: 64). Sistemik riskin ölçümü zor olduğu için firma üzerine etkisi de tam olarak hesaplanamamaktadır (Kishali ve Pehlivanlı, 2006: 77).

Sistemik olaylar, sistemik riskle güçlü ilişki içinde olup, eş zamanlı olarak özellikle finansal kurumları daha çok etkilemektedir (De Bandt and Hartmann, 1998: 41). Son yaşanan global ekonomik kriz sonrası dünya da ortaya çıkan gelişmeler, sistemik riskin derecesinin çok kuvvetli olduğunun en güncel örneğidir.

Genel olarak yatırımcılar bir ülkede yapacakları yatırımlarda sistematik, sistematik olmayan ve sistemik riski dikkate almaktadır. Yatırımlar sınır ötesine taşındığında ise bu mikro risklere ek olarak devreye ülke riski girmektedir. O halde ülke riski nedir, kaynakları nelerdir ve nasıl ölçülür?

1.2.ÜLKE RİSKİ

Bir ülkenin ekonomi ve finans yönetimindeki değişiklikler ülkedeki firmalar üzerinde önemli etkiler yapmaktadır (Hoti and McAleer, 2005: 3). Buna ilaveten bir ülkedeki siyasi ve sosyal değişiklikler de farklı derecede ama önemli sayılabilecek etkilere yol açabilmektedir. Gerek ulusal gerekse uluslararası yatırımcılar açısından bu etkilerin ortaya çıkaracağı olumsuz sonuçların önceden belirlenebilmesi ve yatırımlara bu doğrultuda yön verilmesi ülke riski kavramını ön plana çıkarmaktadır.

Makro açıdan ülke riski; borçlu bir ülke kontrolünde olan ve sınır ötesi borçlanma ilişkisinden ortaya çıkan zarara maruz kalınma olasılığını (Nagy, 1979: 13) ve bir ülkenin dış borçlarını çeşitli nedenlerle ödeyememesi veya ödemek

istememesi sonucunda ortaya çıkan ve diğer genel risklerden bağımsız riski ifade etmektedir (Hoti ve McAleer, 2004: 541). Finans literatüründe ülke riski, bir ülkenin cari ve gelecek borçlarını karşılayabilmesi için gerekli döviz sağlayabilme olasılığı ile ilişkilendirilerek tanımlanmaktadır (Kosmidou and Zopounidis, 2004: 30).

Tanımlar incelendiğinde ülke riskinin, bir ülkedeki kredi yükümlülüklerine ya da o ülkedeki yatırımlar üzerinde önemli etkiye sahip ekonomik, siyasi ve sosyal koşullara bağlı tüm riskleri içerdiği görülmektedir (Yapraklı ve Güngör, 2007: 200) İktisat literatüründe makro açıdan ele alınan ülke riski, mikro açıdan ele alındığında bir ülkedeki piyasa aktörlerini de yakından ilgilendirmektedir. Ülke riski o ülkede bulunan firmaları doğrudan etkilediği gibi o ülke firmalarıyla ilişki içerisinde bulunan veya ülkeye yatırım yapan başka ülke firmaların da etkiler. Ülkenin uyguladığı döviz politikaları, ülkedeki enflasyon oranı, vergi oranları, kısıtlamalar, yabancı ülke firmalarına karşı düşmanca davranışlar vb. riskler yabancı firmalar için o ülkenin risk kaynaklarıdır. Bir taraftan ülke riski, yabancı ülkeye ait borçlu, ithalatçı veya kurumsal ortağın, alacaklı, ihracatçı veya yatırımcıya, sözleşmeye dayalı yükümlülüklerini yerine getirememesi olasılığından ileri gelmektedir (Günaydın, 2006: 1). Bu yükümlülüklerin yerine getirilememesi özellikle karşı tarafı olumsuz yönde etkileyecektir.

Ülke riski sermaye yatırımları üzerinde oldukça etkilidir. Sermaye yatırımlarını, borç, portföy yatırımları ve doğrudan yabancı yatırımlar şeklinde üç grupta incelemek yaygın olan bir kullanımdır. Borç, doğrudan borç vermeyi ya da bir ülkedeki özel sektörden tahvil almayı kapsarken, portföy yatırımları, ilgili ülkedeki firmaların hisse senetlerini satın alma yolu ile yapılan yatırımları kapsamaktadır (Kesbiç vd. 2005: 69). Doğrudan yabancı yatırımlar ise, yabancı bir firma tarafından, varlıkların kullanım hakkını kazanmak için yabancı bir ülkede varlık edinme şeklinde yapılan yatırımları kapsamaktadır (Vaughan, 1995). Hangi türde olursa olsun bu sermaye yatırımları ülke riskinin derecesine göre şekillendirilmektedir ve ülke riski doğrultusunda yatırımlara yön verilmesi gerekmektedir.

Ülke riski, bir ülkedeki yatırımların geleceği hakkında önemli bir gösterge olarak kullanılabilir. Düşük ülke riskine sahip güzel bir dengeden yüksek ülke

riskine sahip kötü bir dengeye gidiş, finansal krizin belirtisi olarak görülebilmektedir (Andrade ve Teles, 2006: 1271). Farklı bir görüş açısından ülke riski, finansal krizlerin bir belirtisi değil, sadece genel ekonominin belirli bir durumunu tasvir etmektedir (Schroeder, 2008: 498).

Ülke riski kavramı hakkında söyleyeceklerimizi tamamlamadan önce ülke riski ile hükümlanlık riskinin farklı kavramlar olduğunu belirtmekte yarar vardır. Ülke riski ile hükümlanlık riski çoğu zaman aynı kavramlar gibi kullanılmaktadır. Hükümlanlık riski, teknik olarak ülke riskinin tamamlayıcısı konumundadır (Cohen and Basagni, 1981: 112). Hükümlanlık riski, daha öncede bahsettiğimiz gibi borçlu tarafın ülkesindeki hükümetin engellemesi sonucu borcunu ödeyememesinden doğan riski ifade etmekteyken, ülke riski bu riske ek olarak, borçlunun borcunu ödememesi veya ödeyememesi riskini de kapsamaktadır. Hükümlanlık riski ile ülke riski süreç içerisinde beraber kullanılsa da günümüzde iki kavram kesin çizgilerle birbirinden ayrılmıştır. Ülke riskinin nasıl belirlendiğini ortaya koymadan önce ülke riskinin son yüz yılda nasıl şekillendiğinin bilinmesi faydalı olacaktır.

1.2.1. Son Yüzyılda Ülke Riskinin Gelişimi

Ülke riskinin geçmişi sınırlar ötesi borç verme işlemlerine dayanmaktadır. 15. yy'da devletler ikili ilişkilerine dayanarak borç verme sürecine girişmişlerdir. O günün şartlarında ülkelerin finansal durumu hakkında bilgilerin yetersizliği, tecrübe eksikliği veya yetersiz değerlendirmeler sonucunda borç veren ülkeler bir çok zarara uğramıştır. Süreç içerisinde bu durum devam etmiş ve küreselleşmeye bağlı olarak 20. yy'da ülke riski daha da önemli hale gelmiştir.

Ülke riski kavramı bugünkü anlamıyla kullanılmaya başlamadan önce özellikle bankalar açısından 1950'li yıllarda transfer riski ön plana çıkmıştır. Kredi alan ülke ya da kişinin kredi borçlarını ödemesi için gerekli yabancı parayı sağlama ve sözleşme hükümlerini yerine getirme yetisi olarak tanımlanan transfer riski, riskin sınır ötesine taşınmasında büyük rol oynamıştır (TBB, 1999: 7). 1950'li yılların ardından riskin ölçülmesi çalışmalarına başlanmış ve çeşitli parametreler geliştirilmiştir. 1960'lı yıllarda politik risk olarak adlandırılmaya başlanan ülke riski,

önemini giderek arttırmış ve bir çok çalışmada araştırma konusu olarak literatürdeki yerini almaya başlamıştır. Özellikle 1960'lı ve 1970'li yıllarda bankaların sınır ötesi kredilerde karşılaştıkları zararları ölçmek ve tanımlamak için ülke riskine farklı açıdan yaklaşılmaya başlanmıştır (Clark, 2002: 257).

1973 yılında Bretton Woods Anlaşmasının bozulmasıyla, makroekonomik göstergelerde ciddi değişimler, faiz oranlarında, döviz kurlarında ve mal fiyatlarında ise çarpıcı dalgalanmalar meydana gelmiştir (Stern and JR, 2003: 346). 1970'li yıllarda buna ek olarak, az gelişmiş ülkelerin sınır ötesi borçlarındaki hızlı artış uluslararası finans literatüründe ülke riskinin büyük önem kazanmasını sağlamıştır (Adar vd., 2008: 118).

1980'lerde bir ülkede yapılacak olan yatırımlarda karşılaşılabilecek riskler, dalgalanan faiz oranları, bankaların uzun ve kısa vadeli kredi sağlama kapasitesi, kâr yaratmayan projelerin durumu ve ilgili ülkenin para politikalarındaki ani değişime bağlı olarak şekillenmekteydi (Germidis and Michalet, 1984: 20). Bu tarihten itibaren tüm bu bileşenleri kapsayan ülke riski literatürde yerini almaya başlamıştır.

Ülke riskinin belirlenebilmesi için ilk ciddi çalışma ise 1960'lı yıllara dayanmaktadır. 1968 yılında Dünya Bankası bu misyonu üstlenerek dış borç ödeyebilme yeteneğini ölçen ve ülkelerin ödemeler dengesini etkileyen faktörler üzerine sistematik bir araştırma yapmıştır. Yapılan bu araştırma ile ülkelerin kısa ve uzun dönemde borç ödeyebilme yeteneklerinin göstergeleri ortaya çıkartılmıştır (Nath, 2008: 5).

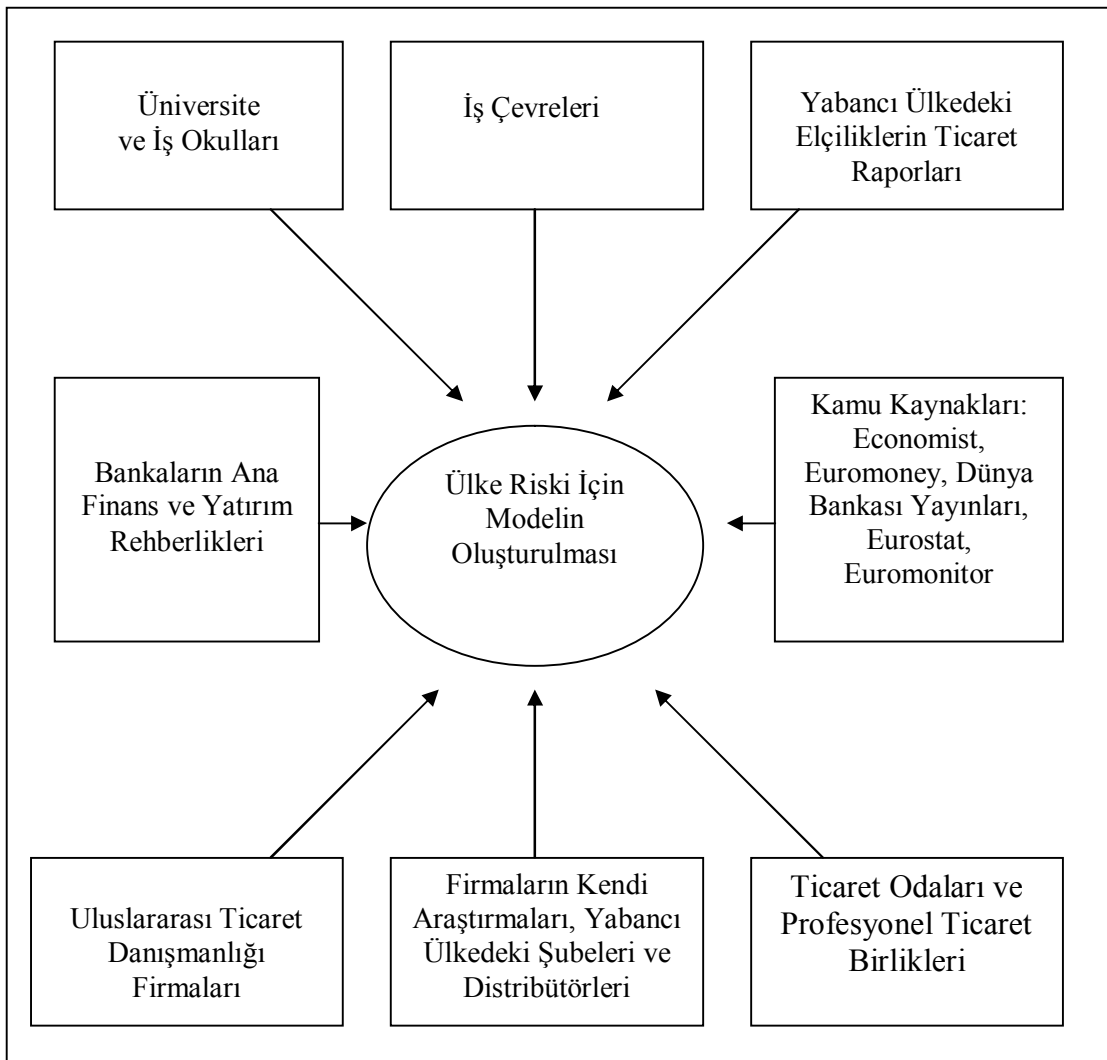
1979 yılında ülke riski analizi karmaşık sınırlandırmalar ve terminoloji altında yeni bir disiplin altında oluşturulmaya çalışılmıştır (Merna and Al-Thani, 2008: 97). Nagy (1979), ülke riskinin bir ülkenin ekonomik, sosyal ve politik yapısı hakkında önemli bilgiler taşıdığını ortaya koyarak ülke riskinin bugünkü anlamıyla kullanılmasına öncülük etmiştir.

Süreç içerisinde transfer riski, politik risk, hükümlerlik riski, ekonomik risk ve finansal risk adları altında incelenen ülke riski, hükümetlerin finansal yükümlülüklerini yerine getirmesinde ve kabiliyetlerini ölçmede önemli bir gösterge

olarak kullanılmaya başlanmıştır (Clark, 2002: 257). İlk etapta sadece sınır ötesi kredilerde zarara uğrayan bankalar ve akademisyenler için ilgi alanı olan ülke riski Şekil 1.1’de görüldüğü gibi zaman içerisinde bir çok çevrenin ilgi alanına girmeyi başarmıştır.

Şekil 1.1’de görüldüğü gibi ülke riski, ticaretle ilgili her türlü çevrenin ilgi alanına girmiş ve çıkarılan yayın ve raporlar ile yapılan araştırmalarda yer edinmeye başlamıştır. Bu yapı aynı zamanda ülke riski için oluşturulacak modellerde ve uygulamalarda bilgi kaynaklarını yansıtmaktadır.

Şekil 1.1. Ülke Riskinin Yönetimsel Yapısı



Kaynak: Agarwal vd., 2002: 27

1.2.2. Ülke Riskini Belirleyen Faktörler

Sermaye piyasalarında riskin belirlenmesi, finansal kararlar ve yatırım kararlarıyla ilişkili riskin analizini ve ölçülmesini kapsayan bir süreçtir (Siegel and Shim, 2000: 4). Ülke riskinin belirlenmesi de buna benzer bir süreci kapsamaktadır. Bu süreç ülke riskini belirleyen faktörlerin tespit edilmesini, bu faktörlere bağlı olarak çeşitli yöntemlerin geliştirilmesini, riskin ölçülmesini ve analizini kapsamaktadır.

Ülke riskinin belirlenmesine yönelik yapılan ilk çalışmalar politik kavramlar üzerinde şekillenmiştir. Daha sonra yapılan çalışmalara ekonomik faktörlerde dahil edilmiştir. 1980'lerden sonra ise sosyal faktörlerin de ülke riskini belirlemede rol oynadığı tespit edilmiş ve analizlerde kullanılmaya başlanmıştır.

Nagy (1979), ülke riskinin belirlenmesinde politik, ekonomik ve sosyal faktörlerin etkinliğini tespit etmiştir. Hefferman (1986) bankalar üzerinde yaptığı çalışmada ülke riskini belirleyen faktörleri ekonomik faktörler ve sosyo-politik faktörler olarak iki grupta incelemiştir. Son yıllarda yapılan çalışmaların hemen hepsinde politik, ekonomik, finansal ve sosyal faktörler ayrı ayrı ele alınmıştır. Ülke riski ölçümü yapan kurum ya da kuruluşlarda analizlerini, gelişmelere uygun olarak süreç içerisinde güncellemişlerdir.

Ülke riskini oluşturan sosyal, politik, finansal ve ekonomik faktörler birbirleri ile ilişkilidir ve birbirlerini etkileyebilmektedirler. Örneğin, ekonomideki belirsizliklerin artması, politik eğilimlerin yarattığı borç ödemedeki çekimsizliği artırırken, politik gerginliklerde ekonomik güçlüklerle ve ödeme sorunlarına yol açabilir (Başar, 2006: 210). Bu açıdan ülke riskini belirlemede hangi faktörlerin etkili olduğunun ve hangi göstergelerin kullanıldığının bilinmesi gerekmektedir.

Çalışmamızda ülke riski faktörleri, ekonomik, sosyo-politik ve finansal faktörler olmak üzere üç grupta incelenmiştir.

1.2.2.1.Ekonomik Risk Faktörleri ve Göstergeleri

Bir ülkenin ekonomik dengesi hakkında yorum yapabilmek için bir çok değişken kullanılmaktadır. (Ledgerwood, 1999: 26). Makroekonomik değişkenler olarak adlandırılan bu değişkenler, finans literatüründe bir çok alanda kullanılmaktadır.

Ekonomik risk faktörleri genel olarak makroekonomik değişkenlerin ülke riski içerisinde gösterilmesidir. Makroekonomik değişkenlerin bir çoğu ülke riski analizlerinde ekonomik risk faktörleri başlığı altında incelenmektedir. Bilindiği üzere makroekonomik değişkenlerin ölçülebilir ve karşılaştırılabilir olması, sadece ülke riski analizinde değil bir çok analizde bu değişkenlerin kullanılabilirliğini arttırmıştır.

Bu değişkenlerin diğer bir özelliği de olası bir finansal krizin boyutunu belirlemede önemli bir gösterge olmasıdır. Uluslararası ve makroekonomik ekonomi göstergeleri ile birlikte bazı finansal faktörler Latin Amerika'daki krizin öngörülmesinde anahtar rol oynamıştır (Parisi ve Friedmann, 2008: 113).

Piyasaların globalleşmesi ve firmaların uluslararası işlemlerini fazlaştırmaları, özellikle piyasa riskinin öne çıkmasına neden olmuştur. Ülke riski içinde önemli paya sahip olan döviz kuru ve faiz oranı değişimlerinden kaynaklanan riskler daha etkin hale gelmiştir (Yücel vd., 2007: 107). Sistemik riskler arasında da gösterilen bu tür riskler, ülke riskinin hesaplamalarında ekonomik risk faktörleri altında önemli rol oynamaktadır. Bunun yanında borçlu bir ülkenin borcunu geri ödememe olasılığı ilgili ülke ekonomisinin geçmiş performansı ve ekonominin gelecekteki istikrarı ile yakından ilişkilidir (Kaya, 2006:17) Bu sebeple ekonominin genel durumu hakkında yapılacak analiz ve yorumlarda ekonomik risk faktörleri büyük önem taşımaktadır.

Yapılan analizlerde kullanılan ekonomik risk faktörlerin göstergeleri aşağıdaki gibi sıralanabilir (Sealy, 2001: 67).

- Kişi başı Gayri Safi Milli Hasıla(GSMH) veya Gayri Safi Yurtiçi Hasıla(GSYH),

- GSMH veya GSYH'deki büyüme,
- Yıllık enflasyon oranı,
- Ödemeler dengesinin GSMH veya GSYH'ye oranı,
- Cari işlemler dengesinin GSMH veya GSYH'ye oranı.

Diğer bir çalışmada ise ülke riski ölçümünde kullanılan ekonomik değişkenler, kişi başı milli gelir, GSMH'daki büyüme, enflasyon, mali denge, dış denge, dış borç, ekonomik gelişmişlik düzeyi ve ülkenin temerrüt düzeyi olarak ifade edilmiştir (Emir, 2004: 75-76)

Ödemeler dengesi bir ülkenin yıl içerisinde dış ülkelere yaptığı ödemeler ile dış ülkelere gelen ödemeleri kapsayan bir göstergedir. Ülke riski ölçümlerinde, ödemeler dengesi bileşenlerini oluşturan kalemlerden elde edilen oranlar sıklıkla kullanılmaktadır. Ödemeler dengesini oluşturan bileşenlerin GSMH ve GSYH ile ilişkisini gösteren oranlar ülke riskini belirleme çalışmalarında göz önünde bulundurulmaktadır. Bu oranlar ülke riskinin yönünü belirlemede önemli göstergelerdir. Örneğin, cari işlemler dengesinin GSMY'ye olan oranının pozitif olması ülke riskini azaltıcı bir etki yapmaktadır. Ödemeler dengesinin alt bileşenlerinden olan ihracat ve göstergesi olarak ihracat artış hızı da ülke riski belirleme çalışmalarında kullanılmaktadır (Krayunbuehl, 1985: 57-58).

Ekonomik gelişmişlik düzeyi ile borç servis oranı da ekonomik risk faktörlerinin göstergeleri olarak ülke riskini belirleme çalışmalarında kullanılmaktadır. Kişi başı milli geliri bir ülkenin ekonomik gücünün diğer bir ifadeyle ekonomik gelişmişlik düzeyinin bir göstergesi olarak bir çok analizde kullanılmaktadır. Ülke riski analizlerinde ise, ekonomik gelişmişlik düzeyinin göstergesi olarak kişi başı GSMY, kişi başı GSYH ve kişi başı milli gelir kullanılmaktadır (Yıldırım ve Karaman, 2005: 54). Diğer taraftan borç karşılama oranı olarak da adlandırılan ve ülke ihracat gelirlerinin ne oranda borçlanma giderlerine ayrıldığını gösteren borç servis oranı; borç yükü hesaplamalarında ve ülke riski ölçümlerinde kullanılmaktadır (Sarı, 2004: 10).

Önemli makroekonomik ve ekonomik risk faktörü göstergelerinden biride enflasyon oranıdır. Enflasyonun yüksek olduğu ekonomilerde menkul kıymet yatırımları ve firmaların mali yapıları olumsuz etkilenmekte ve risk artmaktadır (Zengin, 2009: 77). Bunun yanında enflasyon, bir ülkenin dış ticaretini dolayısıyla da döviz girişlerini etkilemektedir.

Enflasyon, ekonomik risk faktörü göstergesi olarak ülke riski analizlerinde kullanılsa da dolaylı yoldan politik etkiler de yapabilmektedir. Enflasyonun yüksek olduğu dönemlerde kamuoyunda yaratacağı hoşnutsuzluk, zamanla politik istikrarsızlığa yol açabilmektedir (Emir, 2004: 75).

1.2.2.2.Sosyo-Politik Risk Faktörleri ve Göstergeleri

Bir ülkedeki politik olaylar, yatırımcıların para kaybetmelerine veya yatırımlarından beklenenden daha az kazanmalarına neden olmaktadır (Emir ve Bank, 2009: 59). Bir ülkenin ekonomik ve sosyal yapısında yapılan değişiklikler, beklenmedik savaş hali, seçim yılı olması, uygulanan yeni ekonomi politikaları ve politik faaliyetlerin artması gibi birçok değişiklik, sermaye piyasasında hisse senetlerinin değerinde düşüslere sebep olabilmektedir (Barak, 2008: 20).

1980’li yıllara kadar ülke riskinin unsurları daha çok kavramsal ve politik farklılıkları kapsamına rağmen, bu tarihten itibaren ekonomik ve sosyal farklılıklarda ülke riskinin önemli unsurları olarak literatürdeki yerini almaya başlamıştır (Watson vd., 1986: 29). Özellikle gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasalarındaki siyasi ve ekonomik istikrarsızlıklar, bu piyasalardan kaynak sağlayacak olanların yüklendiği maliyetleri yükseltmektedir (Süner, 2004: 2). Bu durum ilgili ülkelerin ülke riskine olumsuz yansımaktadır.

Politik risk ülkenin politik çevresinin bir ölçümüdür. Bu ölçüm, bürokrasi kalitesi, demokratik sorumluluk, etnik gerilim, askeri politika, kamu düzeni, yolsuzluk iç ve dış anlaşmazlık, sosyoekonomik durum ve hükümet kararlılığı gibi bir çok değeri içermektedir (Hassan vd., 2003: 65). Bununla beraber politik risk faktörleri, literatürde genel olarak aşağıdaki bileşenlerden oluşmaktadır (Merna and Al-Thani, 2008: 100).

- Hükümet dengesi,
- Yatırım ortamı,
- İç çatışma ve politikaya askerin müdahalesi,
- Dış çatışma,
- Yolsuzluk,
- Dini veya diğer etnik gerginlik,
- Politik sistem ve ekonomi yönetimi,
- Kanunlar,
- Demokrasi ve bürokrasinin kalitesi.

Sosyo-Politik gelişmeler sonucunda ülkenin borçlu bir ülke haline gelmesi, ülke riskini ciddi anlamda yükseltecektir. Bu durumda borçlu ülke açısından ortaya çıkabilecek çeşitli senaryolarda ülke riskinin derecesi değişecektir. Bu pozisyondaki bir ülkenin karşılaşılabilecek muhtemel senaryolar aşağıdaki gibi sıralanabilir (Beenhakker, 2001: 52).

- Borçların yeniden yapılandırılması,
- Kemer sıkma politikalarının uygulanması,
- Devalüasyon,
- Doğrudan yabancı yatırımları teşvik edici politikalar uygulanması,
- Dış borçların geri ödenmeyip borçlu olan ülkede alacaklı tarafından yapılacak yatırımlara dönüştürülmesi.

Bunların yanında üzerinde durulması gereken önemli bir noktada bu faktörlerin hesaplamalarda nicel olarak nasıl kullanılacağıdır. Sosyo-Politik risk faktörlerin nicel olarak ifade edilmesini sağlamak için bir çok model ve analiz geliştirilmiştir. Bu faktörlerin göstergesi olarak kullanılacak değişkenler ve bu değişkenlerin nicel ifadelerine dönüştürülmesi ise çoğu kez subjektif kararları beraberinde getirmektedir. Subjektif kararlardan uzak durmak için seçilen göstergeler ise politik riski tam olarak yansıtmayabilir. Örneğin, Rivoli ve Brewer (1997) yaptıkları çalışmada politik risk faktörlerinin objektif göstergeleri olarak aşağıdaki değişkenleri kullanmışlardır.

- Son 20 yılda hükümet değişikliklerinin sayısı,
- Yönetim gruplarındaki değişiklik sayısı (Hükümet veya asker)

- Politik skorlar
- Kukla değişken olarak her yılki silahlı çatışmaların sayısı.

Objektif göstergeler ülke riski ölçümlerinin daha bilimsel olmasını sağlamakla beraber, politik risk faktörlerinin göstergeleri belirlenirken subjektif göstergeleri dikkate almamanın, ülke riskinin yanlış ölçümü ile sonuçlanabileceği dikkat edilmesi gereken bir ayrıntıdır.

Politik risk faktörlerin ülke riski içindeki payı, ülkelerin gelişmişlik düzeyine bağlı olarak değişebilmektedir. Gelişmiş ülkeler düzeyinden, az gelişmiş ülkeler düzeyine indikçe politik risk faktörlerinin daha etkili sonuçlar ortaya çıkardığını söyleyebiliriz. Örneğin, az gelişmiş ülkelerin borçlarını zamanında geri ödeyemeyeceğine ilişkin kaygılar arttığında, kredi verenin karşı karşıya olduğu risk artacaktır. Bu durum krediler için daha yüksek faiz ödenmesi ve ülke riskinin artması ile sonuçlanır (Mankiw, 2009: 394)

1.2.2.3.Finansal Risk Faktörleri ve Göstergeleri

Ülke riski hesaplamalarında kullanılan faktörlerden bazıları finansal risk faktörleri başlığı altında toplanmıştır. Finansal risk faktörleri, sistematik riski etkileyen faktörlerle benzerlik göstermektedir. Bunun yanında ülke riski ölçümü yapan kurum ve kuruluşların bazıları finansal risk faktörlerini, ekonomik risk faktörleri ile birlikte ele alarak hesaplamalarında kullanmışlardır.

Finansal risk faktörleri, bir ülkenin yurtdışı resmi, ticari ve finansal borçlarını ödeyebilme kabiliyetini, dış borç/GSYH, dış borç servisi/ ihracat, ithalata ödenen likidite, faiz oranı ve döviz kuru gibi değişkenlere bağlı olarak ölçme imkanı sunmaktadır (Yapraklı ve Güngör, 2007: 200-201).

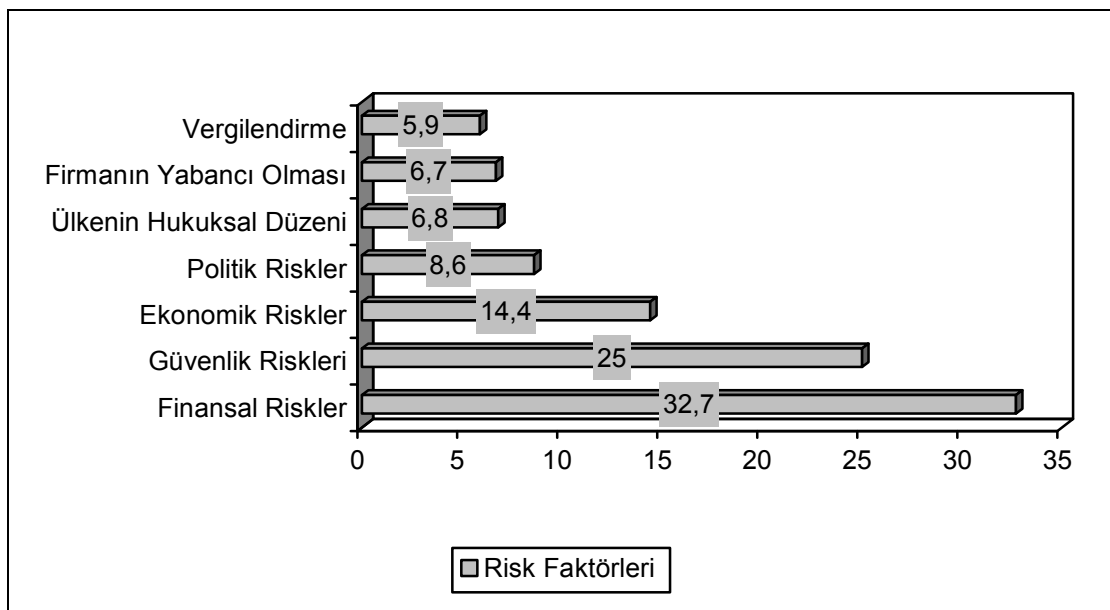
Yatırımcılar, finansal faktörlere bağlı olarak ellerindeki varlıkların ve verdikleri borçların değerleri değiştğinde bu risklerle karşılaşmaktadırlar (Mandacı, 2003: 70). Bu sebeple bu riski oluşturan faktörlerin belirlenmesi ve analizlerde kullanılması yatırımcıların alacakları kararlarda etkili olacaktır. Finansal risk faktörlerinin göstergeleri, ekonomik risk faktörlerinde olduğu gibi sayısal verilerle objektif olarak

ortaya konulabilmektedir. Finansal risk faktörlerinin göstergeleri analiz yapan kurum ya da kuruluşlara göre değişmekle birlikte hemen hemen tüm ülke riski analizlerinde döviz kuru değişkeni kullanılmaktadır.

Finansal risk faktörleri arasında kullanılan döviz kuru sadece ülke riski açısından değil, uluslararası finans ile ilgili yapılan bir çok çalışmada kullanılan önemli bir göstergedir. Bazı çalışmalarda, yatırımcıların riski dikkate almaması, döviz kurlarındaki değişikliklere bağlı olarak rasyonel beklentilerde karşılaşılan başarısızlığın delili olarak sunulmuştur (Froot and Frankel, 1993: 359). Bunun yanında uluslararası ticaretteki geleneksel görüşe göre ihracatçılar, döviz kuru riski arttığında ihracatlarını azaltma yoluna gideceklerdir ve bu durumdan firmanın yanında ülkede etkilenecektir. (Tunçsiper ve Öksüzler, 2006: 2) Diyebiliriz ki, finansal risk faktörlerinin varlığı ve bunların sonuçları sadece yatırımcıları değil, ülkeleri ve firmaları da etkilemektedir.

Günhan ve Arditi (2005), Delphi metodu ve APH ölçeğini kullanarak ABD’de uluslararası alanda faaliyetler gösteren firmaların uluslararası operasyonlardan sorumlu üst düzey yöneticileri ile yaptıkları anket sonucunda, firmaların risk getirici faktörlere verdikleri ağırlıklarla ilgili sonuçlar Şekil 1.2’de gösterilmiştir.

Şekil 1.2. Dış Ülke Risk Faktörlerinin Ağırlık Yüzdeleri



Kaynak: Gürhan ve Arditi, 2005: 83

Şekil 1.2’de görüldüğü gibi üst düzey yöneticiler uluslar arası yatırımlarda % 32,7 ile en çok finansal risk faktörlerini dikkate almaktayken, % 5,9 ile en az vergilendirmeyi dikkate almaktadırlar. Yapılan çalışmada ülke riski faktörleri içerisinde gruplandırılan ekonomik risk faktörleri % 14,4, politik risk faktörleri ise % 8,6 pay almıştır. Bu çalışmadaki vergi, güvenlik riski ve hukuksal düzen gibi birçok faktör zamanla politik risk faktörleri arasında değerlendirilmeye başlamıştır.

Ülke riskinin süreç içerisinde nasıl şekillendiği ve ülke riski ölçümünde hangi faktörlerin dikkate alındığı belirlendikten sonra ülke riski ölçümünün nasıl yapıldığı bölümün bundan sonraki kısmında ele alınacaktır.

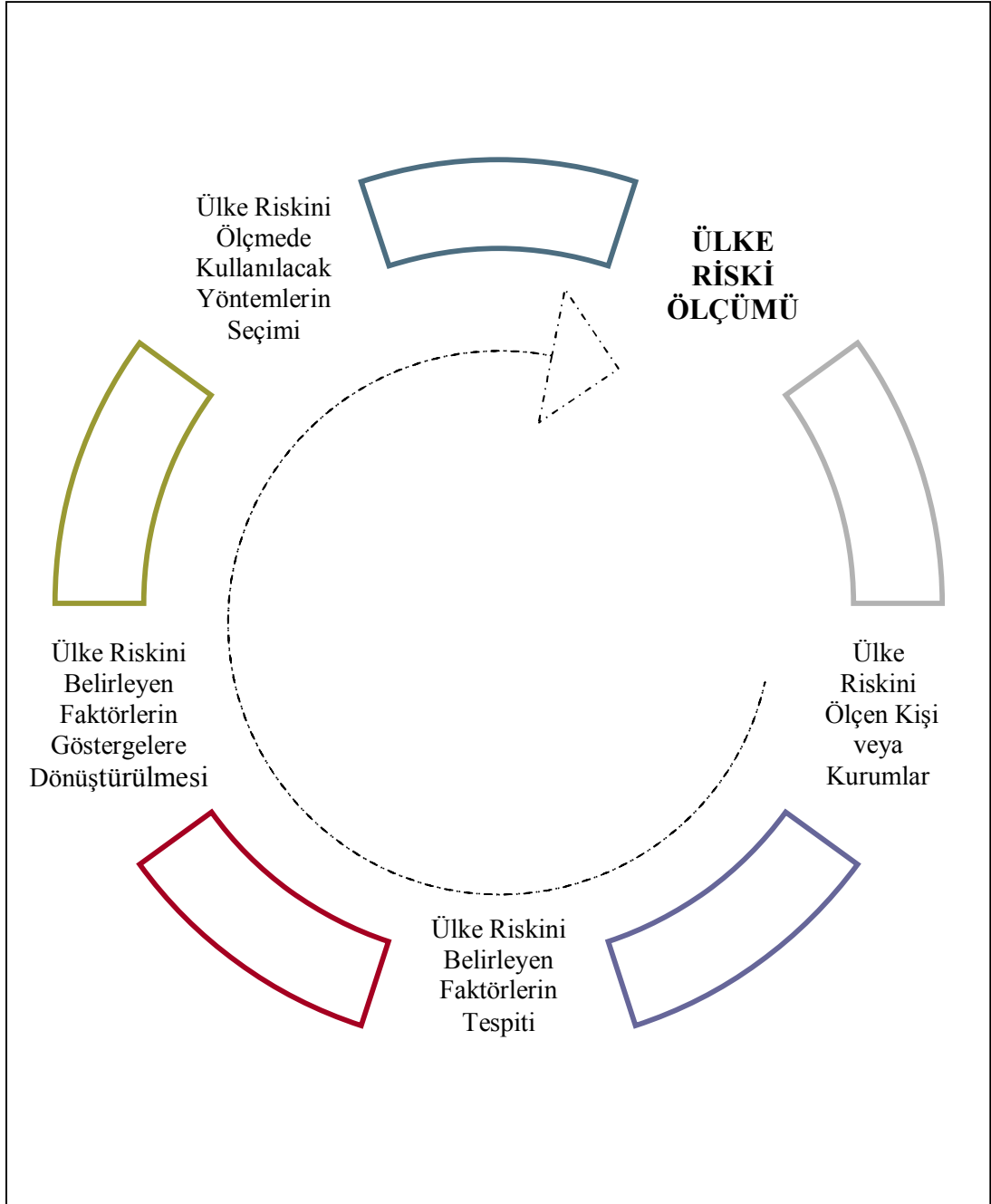
1.3.ÜLKE RİSKİNİN ÖLÇÜLMESİ

Bir ülkenin ülke riskinin ölçülmesi ve analizinin yapılması oldukça güç ve uzmanlık isteyen bir iş olmasına rağmen, ülke risk analizlerinin gelişmeye başlaması ile birlikte oluşan standart kriterler, ülke risk ölçümünü daha kolay hale getirmiştir (Bezirci, 1998: 22). Ülke riskinin ölçülmesi çalışmaları derecelendirme kavramını da beraberinde getirmiştir. Derecelendirme, borçlu tarafın anapara ve faiz yükümlülüklerini ödeme isteğini ve yeteneğini zamanında ve tam olarak yerine getirebilme kapasitesini mali analizlerle ölçen bir araçtır (Kılıç, 1989: 8).

Ülke riskinin, çeşitli rakam ve sembollerle derecelendirilmesi makroekonomik göstergelerin, sosyal ve politik faktörlerle birlikte ele alınarak, dış borçların zamanında geri ödenebilme gücünün değerlendirilmesi amacıyla yapılmaktadır (Halıcı, 2005: 10). Ülkelerin derecelendirilmesinin temel amacı, ülkenin sosyal, politik ve ekonomik yapısını inceleyerek içerdiği risk faktörlerini, kredibilitelerini ve borçlarını ödeyebilme kapasitesini tespit etmektir (Emir, 2004: 78). Bu açıdan yaklaşıldığında derecelendirme ülke riskinin ölçümünde kullanılan bir yöntemdir.

Bir ülke riskinin ölçülebilmesi için birçok unsurun bir araya gelmesi gerekmektedir. Bu unsurlar ülke riski ölçümünü yapacak kurum ve kuruluşlar, ülke riskini oluşturan alt faktörlerin tespiti, bu faktörleri temsil eden göstergelerin belirlenmesi ve kullanılacak yöntemlerin tespit edilmesi şeklinde sıralanabilir. Bu döngüyü oluşturan yapı Şekil 1.3’de gösterilmeye çalışılmıştır.

Şekil 1.3. Ülke Riski Ölçümünün Döngüsü



Bu döngü içerisinde ülke riskinin unsurları arasında yer alan ekonomik, sosyo-politik ve finansal faktörlerden hangilerinin kullanılacağı ve bu faktörlerin sayısal olarak nasıl ifade edileceği tartışma konusudur. Ülke riski ölçümlerinde, ülke riskini oluşturan faktörlerin nicel olarak gösterilmesi gerekmektedir. Ekonomik risk faktörleri ile finansal risk faktörleri nicel olarak ifade edilebilmektedir. Ancak ülke

riskinin önemli bir unsurunu oluşturan sosyo-politik risk faktörlerinin nicel olarak ifade edilmesi son derece güçtür. Geliştirilen model ve tekniklerle nitel göstergeler nicel olarak gösterilmeye çalışılmaktadır. Bu noktada ise ülke riski ölçümü yapan kurumların güvenilirliği ve kullandıkları yöntemler önem kazanmaktadır.

Ülke riski ölçümü yapan kurumlar, ülke riski ölçümünde benzer faktörleri dikkate almakla beraber, gerek kullandıkları model ve yöntemler gerekse analizi yapan kişilerin bilgi ve tecrübelerine göre farklı göstergeleri kullanabilmektedirler.

Dünya Bankası tarafından ilk yapılan ülke riski ölçümlerinde kısa dönem göstergeleri olarak ihracat büyüme oranı, borç ödemelerin ihracata oranı ve yabancı para rezervlerinin ithalata oranı kullanılırken, uzun dönem göstergeleri olarak gayri safi yurtiçi hasılanın büyüme oranı, yatırımların gayri safi yurtiçi hasılaya oranı, ihracatın gayri safi yurtiçi hasılaya oranı ve fiyat artış oranı kullanılmıştır (Nath, 2008: 5).

Ülke riskinin ölçümünde dikkate alınan faktörler ve bu faktörlerin göstergeleri, “*Ülke Riskini Belirleyen Faktörler*” başlığı altında açıklanmıştır. Ülke riski ölçüm döngüsünün daha iyi anlaşılabilmesi için ülke riski ölçen kurumlar ile kullanılan yöntemlerin bilinmesi gerekmektedir.

1.3.1. Ülke Riskini Ölçen Kurumlar

Borç veren firma veya bankaların bir kısmı, ülke riski ölçümlerini kendileri gerçekleştirmede, bir kısmı ise çeşitli kurum ya da kuruluşlar tarafından hazırlanan ülke riski notlarına göre hareket etmektedirler. Benzer şekilde uluslararası finans alanında yapılan çalışmalarda ve ülkeler tarafından hazırlanan tanıtım veya araştırma raporlarında, çeşitli kurumlar tarafından belirlenen ülke notları sıklıkla kullanılmaktadır.

Ülkelerin risk düzeylerine göre sınıflandırılması, yatırımcılara karşılaşılabilecekleri risk açısından bir karşılaştırma yapma imkanı sunmakta, ülkelerinde, aldıkları notlara göre uluslararası kredi piyasalarına erişimini kolaylaştırmaktadır (Kesbiç vd., 2005: 74). Bu bağlamda ülke riskini ölçen

kurumların kullandıkları yöntem ve modeller, analizlerde kullandıkları veriler, bu verilerin objektifliği ve kurumların tecrübesi, yapılacak çalışmalarda ulaşılabilecek sonuçları ve yatırımcıların alacakları kararları etkileyecektir.

1968 yılında Dünya Bankası tarafından yapılan ilk resmi risk ölçümü çalışmalarından günümüze kadar bir çok firma, banka, kurum ve kuruluş, çeşitli yöntemlerle ülke riski ölçümü yapmaya çalışmıştır. Bunlardan bir kısmı derecelendirme şirketleri olarak faaliyetlerini devam ettirmekte ve bu şirketlerin belirledikleri ülke notları bir çok alanda belirleyici olmaktadır. Diğer taraftan ise çeşitli özel kuruluşlar, bankalar ve kuruluşlara bağlı dergiler belirli aralıklarla ülke risk notlarını açıklamaktadırlar.

Ülke riskini ölçen kurumların yayınladıkları ülke notları aşağıda sayılan nedenlere bağlı olarak farklılıklar göstermektedir. Bunlar;

- Dikkate aldıkları faktörler ve faktörleri temsil eden göstergeler,
- Kullanılan metodoloji,
- Nicel faktörlere verilen puanlama,
- Benzer faktörlere verilen farklı ağırlıklar.

Çalışmamızda bu sayılan farklılıklar göz önüne alınarak ülke riski ölçüm kurumları açıklanmaya çalışılacaktır.

1.3.1.1. Derecelendirme Şirketleri

Uluslararası alanda faaliyet gösteren derecelendirme şirketleri, genelde ülkelerin merkezi yönetimlerinin ve Merkez Bankalarının, özelde ise borçluların, menkul kıymetlerin veya ihraççı kurumların geri ödeme kabiliyetini veya isteğini, yatırım yapılabilirlik derecelerini, bankalarının mali yapılarının sağlamlığını ve borç ödeme güçlerini periyodik olarak değerlendirip verdikleri notları uluslararası kamuoyuna duyuran ve uluslararası piyasalarda kabul görmüş kuruluşlardır (BDDK, 2004). Birbirinden farklı metodolojiler kullanarak ülkelerin risklerini ölçen

derecelendirme şirketleri elde ettikleri bu bilgileri belirli dönemlerde yayınlamaktadırlar.

Derecelendirme şirketlerinin, taraflarına sağladıkları bilgi, bu bilgiye ihtiyacı olanların bağımsız araştırma yapmasını ortadan kaldırmakta, harcanan emek ve işlem maliyeti azaltmakta ve kaynakların daha verimli kullanılabilmesini sağlamaktadır (Halıcı, 2005: 74). Bunun yanında risk ölçümünde farklı veri ve metodoloji kullanan bu şirketlerin nicel olmayan faktörleri analizlerine dahil etmeleri, aynı ülkeye farklı kredi notu verilmesi ile sonuçlanabilmektedir. Bu sebeple derecelendirme şirketlerinin yaptıkları ölçümlerde hangi faktörlere ve ne ölçüde ağırlık verdikleri önemlidir (Kerbiç vd., 2005: 75).

Finansal piyasalarda çok sayıda derecelendirme şirketi faaliyet göstermekle birlikte, bunlardan bazıları yaptıkları çalışmalarla genel kabul görmüştür. Faaliyet gösteren belli başlı derecelendirme şirketleri Tablo 1.1’de gösterilmiştir.

Tablo 1.1. Seçilmiş Derecelendirme Şirketleri

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

Kaynak: Cantor ve Parker: 1994: 2

Bu şirketlerden önde gelen ilk üçü, risk ölçümünde dikkate aldıkları faktörler göz önünde bulundurularak kısaca açıklanmaya çalışılacaktır.

1.3.1.1.1. Standart & Poor's Derecelendirme Şirketi

A.B.D'de kurulan ve derecelendirme şirketleri arasında en köklü kuruluşlardan biri olan S & P'in ülke risk değerlendirme modelinin temelinde politik ve ekonomik faktörler büyük rol oynamaktadır (Erkul: 2009:63). S&P şirketi her üç aylık dönemler ile yayınladığı "Uluslararası Risk Raporu" adı altında ülkelerin genel, finans, iş ve politik risklerini değerlendirerek bir sıralama yapmaktadır (Kara, 2005: 4).

S & P şirketinin ülke notları, nicel ve nitel metotların birleşiminden oluşmaktadır. Şirket ülke riskini belirlerken, politik risk, gelirselsel ve ekonomik yapı, ekonomik büyüme gözlemi, mali esneklik, kamu borç yükü, şarta bağlı yükümlülükler, para istikrarı, likidite, kamu ve özel sektör dış borç yükü olmak üzere 10 ana faktörü göz önünde bulundurmaktadır (Aktaran: Aşkar: 2008: 16). Bu faktörlerin detayları Ek-1'de sunulmuştur.

1.3.1.1.2. Moody's Investors Derecelendirme Şirketi

Derecelendirme sistemi 1909 yılında John Moddy tarafından ortaya çıkarılmış olan Moody's notları yatırımcılara menkul kıymetlerin dereceleri hakkında basit bir sistem sağlamaktadır. Şirket dokuz farklı sembol kullanarak en düşük kredi riskinden, en yüksek kredi riskine göre derecelendirme yapmaktadır. (Moody's: 2009: 1).

Bir derece ölçümü yapılırken belirli risk faktörleri sektörden sektöre değişkenlik gösterir. Bu sebeple Moody's sektörler bazında derecelendirme metodolojileri geliştirmiştir (Meydan: 2010: 75).

S & P ve Moody's değişenlere farklı ağırlıklar vermekle birlikte büyük ölçüde aynı faktörleri dikkate almakta ve değerlendirdikleri ülkelere genellikle aynı puanı vermektedirler. Bunun yanında Moody's, olumsuz faktör olarak dış borca daha çok, borçtaki temerrüt geçmişine ise daha az ağırlık vermektedir (Emir, 2004: 76)

Moody's Investor'un politik faktörler yanında dikkate aldığı ekonomik ve finansal risk göstergeleri Tablo 1.2'de gösterilmiştir.

Tablo 1.2. Moody's Ekonomik ve Finansal Risk Göstergeleri

Ekonomik Yapı ve Performans

Nominal GSYH

Nüfus

Kişi Başı GSYH

Nominal GSYH'deki Yüzde Değişim

Reel GSYİ'deki Yüzde Değişim

Enflasyon

Brüt Yatırım / GSYH

Brüt Tasarruf / GSYH

İthalattaki Yüzde Değişim

İhracattaki Yüzde Değişim

Ekonominin Açıklığı

Hükümet Etkinliği

Dış Ödemeler ve Borç

Nominal Döviz Kuru (1 \$ Karşılığı Yerel Para)

Döviz Kurundaki Yüzde Değişim

Cari Denge

Dış Borç

Kısa Vadeli Dış Borç / Toplam Dış Borç

Dış Borç / GSYİH

Dış Borç / Cari Hesap Alacakları

Dış Borç Faiz Ödemeleri

Dış Borç Amortismanları

Net Doğrudan Yabancı Yatımlar / GSYİH

Resmi Rezervler

Yerel Bankaların Net Yabancı Varlıkları

Kaynak: Bouchet: 2008: 14

1.3.1.1.3. Fitch Derecelendirme Şirketi

Fitch üç büyük derecelendirme şirketinden biridir ve gerek ülke notlarını gerekse kredi notlarını dört ana faktör etrafında yapılandırmıştır. Bunlar (FITCH, 2008: 5):

- Makroekonomik performans ve beklentiler,
- Makroekonomik dengenin ve maliyenin riskini içeren ekonominin yapısal göstergeleri (Politik risk, kurumsal göstergeler),
- Kamu borçlarının sürdürülebilirliğini ve yapısını içeren kamu maliyesi (mali finans),
- Nakit akımları, cari denge ve uluslar arası ticaret dengesinin sürdürülebilirliğine odaklanan dış finansmandır (dış borç düzeyi ve yapısı).

Şirket 13 başlık altında 100'den fazla değişkeni kullanarak risk modelini oluşturmakta ve ülkelere yüzdesel notlar vermektedir (Kara, 2006: 44) Fitch'in derecelendirmede dikkate aldığı ana faktörler Tablo 1.3'de gösterilmiştir.

Tablo 1.3. Fitch'in Temel Ülke Riski Göstergeleri

Demografik, eğitim ve yapısal faktörler
 İşgücü piyasası analizi
 Üretim ve ticaret yapısı
 Özel sektör dinamikleri
 Arz ve talep dengesi
 Ödemeler dengesi
 Orta vadeli büyüme sınırlamaları analizi
 Makroekonomik politika
 Ticaret ve yabancı yatırım politikası
 Bankacılık ve finans
 Dış yükümlülükler
 Devlet politikaları
 Uluslararası pozisyon

Kaynak : Gür, 2000: 131

Yukarıda sayılan derecelendirme kuruluşlarına ilaveten ayrıca ülke riskini ölçen başka kuruluşlar da vardır. Aşağıda bunlara temas edilecektir.

1.3.1.2. Ülke Riski Ölçüm Kuruluşları

Ülke riskine ihtiyaç duyan çevreler bilgi ihtiyaçlarını ülke risk notlarını belirleyen derecelendirme şirketlerinden elde edebilecekleri gibi, çeşitli kuruluşlar tarafından hazırlanan endekslerden de karşılayabilmektedirler. Günümüzde birçok kuruluş ülke riski ölçümü yapmakta ve çeşitli dönemlerde ülke riski endeksi olarak bu ölçümlerini yayımlamaktadırlar.

Ülke riski ölçümü yapan başlıca kuruluşlar aşağıdaki gibidir (Claude vd., 1996: 29-30):

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

Yukarıda sayılan kuruluşlar farklı veya benzer bir çok faktörü dikkate alarak ülke riski ölçümü yapmaktadırlar. Derecelendirme şirketlerinde olduğu gibi, ülke riski ölçümü yapan bu kuruluşların da başlıcaları, ülke riski ölçümünde dikkate aldıkları faktörler ve bu faktörlere verdikleri önem açısından kısaca incelenecektir.

1.3.1.2.1. Business Environment Risk Intelligence

1966 yılında kurulan BERI Enstitüsü, yılda üç kez 140 ülkeyi kapsayan, ülkelerin ekonomik, finansal, parasal ve politik gelişmeleri kapsayan “BERI Index” yayınlamaktadır (BERI, 2010).

BERI, politik risk endeksi, operasyonel risk endeksi ve R-faktör olarak üç ayrı endeks ve bunların birleşiminden oluşan ülke riski endeksi yayınlamaktadır. BERI tarafından yayınlanan ülke riski endeksi bir ülkedeki bütün farklı riskleri ve ülke riski göstergelerinin bileşiminden oluşmaktadır (Hoti and McAleer, 2005: 102).

BERI ülke riski hesaplamalarında, ekonomik politikaların başarısı, dış borç yapısı, para transfer yasaları, ihtilal olasılığı ve hükümetin dış borç ödeme ciddiyetini kapsayan niteliksel faktörlere % 25 ağırlık verirken, dış borç ödeme kapasitesi, döviz kazancı, dış borç, döviz rezervleri gibi niceliksel faktörlere % 50 ağırlık vermektedir. BERI bunun yanında çevresel faktörlere de % 25 ağırlık vererek, birleşik ülke riskini hesaplamaktadır (Bezirci, 1998: 52).

1.3.1.2.2. Institutional Investor

Institutional Investor, 135’den fazla ülkeyi kapsayan ülke riski notlarını yılda iki kez yayınlamaktadır. Institutional Investor’un ülke riski notları, geçmiş bir yıl ile geçmiş altı aydaki değişiklikleri içeren genel ve bölgesel listelerden oluşmaktadır (Brink, 2004: 60).

Institutional Investor, diğer kuruluşlardan farklı olarak anket yöntemi kullanarak, uluslararası bankalardan ilgili ülke için 0-100 arası puan vermesini istemektedir. Daha sonra ağırlıklı ortalama ve çeşitli istatistiksel yöntemler kullanarak her ülke için ülke riskini hesaplamaktadır. Bankaların hangi faktörleri dikkate alarak puanlama yaptıklarını belirlemek için bankalardan hangi faktörlere not verdiklerini gösteren listeler istenmekte ve listeler ülke riski notları ile birlikte sunulmaktadır (Baktur ve Duman, 1999: 2).

Institutional Investor’un ülke riski ölçümlerinde önem verdiği faktörler Tablo 1.4’de gösterilmiştir.

Tablo 1.4. Institutional Investor Ülke Riski Derecelendirmesinde Kritik Faktörler

Ekonomik Görünüm
Borç Servisi
Finansal Rezervler / Cari Hesap
Mali Politika
Politik Görünüm
Sermaye Piyasalarına Giriş
Ticaret Dengesi
Portföy Yatırımlarının Akışı
Doğrudan Yabancı Yatırımlar

Kaynak: Claude vd., 1996: 41

1.3.1.2.3. Euromoney

Euromoney Dergisi en az riske (100) en çok riske (0) vererek dünya da kabul görmüş bir ölçekle ülke riskini değerlendirmektedir (Bruner, 2004: 359). Euromoney Dergisi ülke riskini 9 farklı kategoride değerlendirmekte ve yılda bir kez ülke notlarını yayınlamaktadır.

Euromoney Dergisi'nin ülke riskini belirlerken kullandıkları faktörler ve bu faktörlerin ağırlıkları Tablo 1.5'de gösterilmiştir.

Tablo 1.5. Euromoney Ülke Riski Ölçümü

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

Kaynak: Euromoney, 2007: 2

1.3.1.2.4. Economist Intelligence Unit

EIU, ülke riski ölçüm hizmeti veren bir kuruluştur. EIU, hesaplamalarını dört risk grubunda toplamış ve her bir gruba farklı ağırlık vermiştir. Kurum üç ayda bir yaptığı hesaplamalarla, politik riske % 22, ekonomik politika riskine % 28, ekonomik yapı riskine % 27 ve likidite riskine % 23 ağırlık vererek ülke riski notunu oluşturmaktadır (Krayenbuehl, 2001: 122).

EIU, ülke riskinin yanında ülke tahminlerini de yayınlamaktadır. Ülke riski servisi 90'dan fazla ülkenin orta ve kısa vadeli ekonomik kredi itibarının ölçümünü, ülke tahminleri ise 58 ülkenin ekonomik, politik ve ticaret trendini içeren orta vadeli görünümü vermektedir (EIU, 2008).

EIU'nun yayınladığı bu raporların dayandığı başlıca faktörler Tablo 1.6'da sunulmuştur.

Tablo 1.6. EIU Ülke Riski ve Tahminleri İçin Kullandığı Faktörler

Ülke Riski Raporu	Ülke Tahmin Raporu
Yerel finansal marketlerin analizi	Çevre sorunları
Ekonomik büyüme ve finansal göstergeler	Döviz kuru kontrolleri
Ticaret, politika ve politikal tehditleri içeren kredi derecelendirmeleri	Yabancı yatırımlar
Uluslararası finansal akımlar	Yabancı ticaret ve ödemeler
Borç veren ve yatırımcıların ibresi	GSMH büyümesi ve bileşenleri
Dış finansmanın iki yıllık projeksiyonu	Sanayi politikası
	Altyapı
	Faiz ve döviz kuru oranları
	Politik manzara
	Vergi rejimleri
	10 yıllık büyüme resmi
	Ücret ve fiyat artışları

Kaynak: EIU, 2008: 1

1.3.1.2.5. International Country Risk Guide

ICRG, 1980 yılında faaliyete geçen politik, finansal, ekonomik ve bu üç faktörün birleşimini de içeren 4 farklı kategoride ülke riskini ölçen bir kuruluştur. ICRG geliştirdiği modelle hesapladığı ülke risklerini aylık yayınlamaktadır.

ICRG, politik riski subjektif kriterlerle, ekonomik riski verileri işleyerek matematiksel olarak, finansal riski ise hem matematiksel hem de subjektif kriterlere göre hesaplamaktadır (Erkul, 2009:74). ICRG'nin ülke riski primlerini, düzenli ve aylık olarak her ülke için standart kriterlere göre belirlemesi ülkeler arası

karşılaştırmalar yapmayı kolaylaştırmaktadır. Son zamanlarda yapılan çalışmalarda ICRG ülke riski primlerin diğer ülke riski ölçüm kuruluşlarının yayınladıkları ülke riski notlarına oranla daha fazla kullanılmaktadır.

ICRG, ülke riski hesaplamalarında 3 ana faktör (politik, finansal ve ekonomik) altında toplam 22 alt faktör dikkate almaktadır. Bu faktörler ve faktörlerin toplam risk primi içerisindeki payları Tablo 1.7’de gösterilmiştir.

Tablo 1.7’de görüldüğü gibi ICRG 3 ana grupta topladığı toplam 22 bileşeni ülke riski hesaplamalarında kullanmaktadır. Ayrıca her bir bileşen alt bileşenler dikkate alınarak oluşturulmaktadır. ICRG’nin ülke riski hesaplamasının ayrıntılı metodolojisi* Ek-2’de sunulmuştur.

* Çalışmanın uygulamasında kullanılan verilerin bir kısmı PRS Group tarafından yayınlanan International Country Risk Guide (ICRG)’den elde edilmiştir. Bu sebeple ICRG’nin metodolojisi PRS Group web sitesinden ayrıntılı olarak çevrilerek Ek- 2’de sunulmuştur.

Tablo 1.7. ICRG Ülke Riski Hesaplamasında Kullanılan Faktörler

Politik Risk Bileşenleri	Puanlar
Hükümet İstikrarı	12
Sosyoekonomik Koşullar	12
Yatırım Profili	12
İç Karışıklık	12
Dış Karışıklık	12
Yolsuzluk	6
Politikalara Askerin Etkisi	6
Dinsel Gerilimler	6
Kanun ve Düzenlemeler	6
Etnik Gerilimler	6
Demokratik Sorumluluklar	6
Bürokrasi Kalitesi	4
TOPLAM	<u>100</u>
Ekonomik Risk Bileşenleri	
Kişi Başı GSMH	5
Reel GSMH Büyümesi	10
Yıllık Enflasyon Oranı	10
GSMH'nin Yüzdesi Olarak Bütçe Dengesi	10
GSMH'nin Yüzdesi Olarak Cari Hesap	15
TOPLAM	<u>50</u>
Finansal Risk Bileşenleri	
GSMH'nin Yüzdesi Olarak Dış Borç	10
İhracatın Yüzdesi Olarak Dış Borç Servisi	10
İhracatın Yüzdesi Olarak Cari Hesap	15
İthalat Yapıldığı Aylarda Net Uluslararası Likidite	5
Döviz Kuru İstikrarı	10
TOPLAM	<u>50</u>
Üç Ana Bileşen Toplam Puan	200

Kaynak: PRS, 2009: 1-20.

Ülke riski analizinin tam olarak anlaşılabilmesi için ülke riski ölçüm kurumları, dikkate aldıkları faktörler ve kullandıkları göstergelerin yanında, ülke riskinin ölçümünde hangi yöntemlerin kullanıldığının da kısaca açıklanması faydalı olacaktır.

1.3.2. Ülke Riskinin Ölçümünde Kullanılan Yöntemler

Ülkelerin dış borçlarının artması, bazı ülkelerin borç ödemedeki karşılaştıkları güçlükler, borçların durdurulmasının veya yavaşlatılmasının ortaya çıkarabileceği bir bunalım, ülke riski ölçüm kurumlarını daha duyarlı olmaya ve ülke riskini ölçmede yeni yöntemler geliştirmeye zorlamıştır (Akgüç, 1985: 33).

Günümüzde ülke riskinin ölçülmesine yönelik gerek kalitatif gerekse kantitatif çok sayıda gösterge ve modelin kullanılması ülke riski analizini daha karmaşık bir hale getirmiştir. Ayrıca ülke riski ölçüm kurumları, gelişen dünya ekonomisine uyum sağlayabilmek için kullandıkları yöntemlerde değişiklik yapabilmektedir. Ülke riski ölçüm kurumları, metodolojilerinde kullandıkları kalitatif ve kantitatif göstergelerin bileşenlere göre birbirlerinden ayrılmaktadır (Mosley, 2003: 137).

Ülke riski ölçümünde genel olarak kalitatif, kantitatif ve bütünleşmiş (kalitatif ve kantitatif) yöntemler olarak üç farklı yöntem kullanılmaktadır (Krayenbuehl, 2001: 66). US Eximbank sınıflandırmasına göre dört çeşit ülke riski modeli vardır (Iranzo, 2008: 21):

- Tam Kalitatif
- Yapısal Kalitatif (İstatistik verileri ile)
- Yapısal Kalitatif (Kontrol listesi ile)
- Kantitatif (Ekonometri ve yüksek derecede istatistik)

1.3.2.1. Tam Kalitatif Yöntemler

Günümüzde ülkelerin risk derecelendirmesinde kullanılan çok sayıda istatistiksel bilgi olmasına rağmen, bu bilgilere düzenli ulaşımın olmaması, risk

priminin belirlenmesinde daha çok niteliksel değerlendirmelerin ön plana çıkmasına neden olmaktadır(AI, 2005: 20).

Tam kalitatif yöntemler, yabancı bir ülkedeki yatırımın geri dönme olasılığını etkileyen ekonomik, finansal ve sosyo-politik temelleri değerlendirmeyi amaçlayan sübjektif sistemlerdir (Bouchet vd., 2003: 50). Bazı analizlerde ise makroekonomik analizler kantitatif, politik analizler kalitatif olarak değerlendirilmektedir (Fabozzi and Pilaniru, 2002: 125).

Kalitatif derecelendirmeler genel olarak düzensiz veriler sağlamakta, mevcut hizmetlere ikame edilememekte ve oldukça fazla ek kullanmaktadır (Webster vd., 2006: 128-129). Yöntem, sübjektif değerlendirmelere dayandığından kullanıcılar açısından ülkelerin karşılaştırmalı analizi yapılması oldukça zordur. Bu sebeple sadece tam kalitatif yöntemleri kullanılarak yapılan ülke riski ölçümleri sağlıklı bilgiler sunmayabilir.

1.3.2.2. İstatistik Verileri ile Yapısal Kalitatif Yöntemler

Yapısal kalitatif yöntemler, uygun göstergelerin homojen listesini içeren standartlaşmış raporlara dayanan kararları içerir (Mentre, 1984: 7). Yapısal kalitatif yöntemler, temel ekonomik bilgileri içeren standartlaşmış ülke değerlerine dayanmaktadır. Bu açıdan, ülkelerin genel koşulları hakkında bazı kalitatif karşılaştırmalara imkan vermektedir (Cohen, 1981: 86). Bankalar, ülke riski hesaplamalarında ihtiyaçları doğrultusunda daha çok yapısal sistemler kullanmaktadırlar (Ciarrapico, 1992: 9).

Kalitatif analizler, risk analizlerinin belirli bir spektrumunu oluşturmaktadır. Risk analizlerinde öncelik kantitatif analizler olsa da, bu analizler yapısal ve yönetsel biçimlerde mesleki tecrübe ve deneyimlere dayanılarak gerçekleştirilir (Sayce vd., 2006: 157).

1.3.2.3. Kontrol Listesi ile Yapısal Kalitatif Yöntemler

Bir ülke hakkında yargıya ulaşmada, sunulan istatistiklerin bir dökümünü oluşturan kontrol listesi sistemi büyük rol oynamaktadır (Huang, 2007: 63). Kontrol listesi, bir ülkenin tüm politik ve finansal (makro ve mikro) göstergeleri hakkında sonuç sağlayan bir yöntemdir (Madura, 2009: 453). Bankalar ihtiyaçlarına göre, ülke riski ölçümünde kontrol listesindeki göstergelere farklı dereceler atamışlardır. Bu durum ağırlıklı kontrol listelerinin oluşmasıyla sonuçlanmıştır (Solberg, 1992: 28). ICRG'nin kullandığı kontrol listesi yöntemi ağırlıklı kontrol listesi yöntemine bir örnektir.

Kontrol listesi bir ülkenin ödemeler dengesi, ticaret politikası, dış borçları vb. değişkenleri içermektedir. Genel olarak kontrol listesi yönteminin içeriği Tablo 1.8'de sunulmuştur.

Tablo 1.8. Kontrol Listesi Sisteminin İçerdiği Göstergeler

İç Ekonomi ile İlgili Değişkenler	
GSMH	
Kişi başı GSMH	
Reel GSMH büyümesi	
Enflasyon oranı	
Yatırım / Gelir	
Para arzındaki büyüme	
Hükümetin net bütçe pozisyonu	
Dış Ekonomi ile İlgili Değişkenler	
İthalat ve ithalattaki büyüme	Borç servis oranı
İhracat ve ihracattaki büyüme	IMF borçları
Uluslararası rezervler	Borç servisi
Uluslararası rezervler / ithalat	Rezervlerdeki altının payı
Ticaret ve cari hesap dengesi	GSMH'deki ticaretin payı
Toplam dış borç	Ana ödemeler / dış borç
Toplam krediler içinde kısa vadeli kredilerin payı	
Sosyal ve Politik Değişkenler	
Politik istikrar	
İşsizlikteki geçmiş durum	
Uluslararası bankaların bölgesel derecelendirmeleri	

Kaynak: Aktaran: Cohen and Basagni, 1981: 88

Tablo 1.8'de görüldüğü gibi kontrol listesi sistemi birçok göstereyi içermektedir. Kontrol listesi içindeki göstergeler genelde benzer olmakla birlikte, bu

yöntemi kullanan kuruluşlar bu göstergelere farklı ağırlıklar vermektedirler. Ekonometri analizlerinde bu göstergeler sıklıkla kullanıldığından bu sistem ekonometri analizlerine bir çatı oluşturmaktadır. Her ne kadar bazı kullanıcılar tarafından yetersiz görülse de, kontrol listesi ile yapısal kantitatif yöntemler ülke riski analizlerinin temel yapılarını oluşturmaktadır (Solberg, 1992: 28).

1.3.2.4. Kantitatif Yöntemler

Kantitatif yöntemler ülke riski ölçümünde kesin ve standart değişkenler kullanmaktadır. Bu sebeple ülke riskinin karşılaştırmalı analizini yapmayı kolaylaştırması bu yöntemin en büyük avantajıdır (Lavy, 2001: 146). Bunun yanında uluslararası piyasaların karmaşık bir yapısının olması ve yatırım kararlarında psikolojik ön yargılardan kaçınması kantitatif yöntemlerin avantajı olarak görülmektedir (Wilcox, 1997: 62).

Kantitatif risk ölçümleri, sayısal risk hesaplamaları sağlamak ve spesifik amaçlar doğrultusunda kullanılmaktadır (Sumner vd., 2004: 10). Bu yöntemler her ne kadar sayısal sonuçlar içerse de ülke riski ölçümlerinde kendi başına yeterli olmayabilir. Nitekim yapılan çalışmalar incelendiğinde çalışmaların bazılarında, bağımlı değişkenlerle ilgili, verilerin kalitesiyle ilgili, istatistiksel prosedürlerin uygunluğu ile ilgili ve borç servis tahminlerinin uygulanabilirliği ile ilgili noksanlıklar bulunduğu görülmektedir (Saini and Bates, 1984: 341).

Uygun riskin ortaya çıkarılabilmesi için kapsamlı bir ülke riski analizi, hem yapısal kantitatif yöntemlere hem de kantitatif yöntemlere ihtiyaç duymaktadır (Solberg, 1988: 52). Bu sebeple kantitatif yöntemlerin neler olduğunun ortaya çıkarılması gerekmektedir.

Risk ölçümünde, diskriminant analizleri, Logit ve Probit modeller, regresyon analizleri, Monte Carlo simülasyonu, Value at Risk (VAR), Temel Bileşenler Analizleri, parametrik olmayan hesaplamalar ve Neural Networks gibi birçok matematiksel ve ekonometrik model kullanılmaktadır. (Bouchet vd., 2003: 115) Ülke riski analizlerinde ise bu yöntemlerden bazıları uygulamalarda yerini almıştır.

1.3.2.4.1. Diskriminant Analizler

Ülke riskini hesaplamada kullanılan kantitatif yöntemlerden ilki diskriminant analizleridir. Belirli sayıdaki özelliği bilinen birimleri, gruplandırmak ve somut özetleyici bilgiler elde etme için yapılan diskriminant analizleri aşağıdaki amaçları gerçekleştirmek için yapılmaktadır (Albayrak, 2006: 309-311):

- İki veya daha çok grubun ortalamalarının anlamlı farklılık gösterip göstermediği belirlemek,
- İki veya daha fazla sayıdaki grubu birbirinden ayıran önemli değişkenleri saptamak,
- Değişkenlere göre birimleri (ülkeler, iller, firmalar vb.) diskriminant değerlerine göre sınıflandırmak için prosedürler geliştirmek,
- Bağımsız değişkenler tarafından şekillendirilen gruplar arasındaki ayırıcı boyutlarının sayısını ve kompozisyonunu saptamak.

Bu belirtilen amaçlar çerçevesinde ülke riskini hesaplamada kullanılan faktörlerin gruplandırılması, faktörler arasındaki ilişkiler ve en önemli faktörler belirlenerek ülke riski hesaplamaları yapılmaktadır.

1.3.2.4.2. Temel Bileşenler Analizi

Temel bileşenler analizi, verilerin farklı en iyi açıklayan göstergeleri belirlemek için değişkenler setinin tarihsel varyans/kovaryans kullandığı matematiksel bir yöntemdir (Bouchet vd., 2003: 124). Bu analizde bir çok değişken, bu değişkenleri temsil eden daha az sayı da değişkene indirgenmektedir. Ülke riski hesaplamalarında sıklıkla kullanılan bu yöntemde birçok faktör ana faktörlere indirgenerek ülke riski hesaplamalarında kullanılmaktadır.

Temel bileşenler analizindeki temel amaç veri setindeki değişkenlerin ilişkilerini muhafaza ederek, bir veri setinde birbiri ile ilişkili olan çok sayıda değişkeni azaltmaktır (Jolliffe, 2002: 1). Bu amaç doğrultusunda ülke riski

hesaplamalarında dikkate alınan bir çok değişken, aralarındaki ilişkiler dikkate alınarak yönetilebilir daha az sayıda değişkene dönüştürülmektedir.

1.3.2.4.3. Logit ve Probit Analizler

İki uçlu bir bağımlı değişkenin davranışını açıklamak için normal dağılımları kullanan Logit modeller ile, normal dağılımdan türeyen Probit tahmin modelleri kullanılmaktadır (Qujarati, 2001: 563-564).

Probit modeller kantitatif değişkenlerin tabanına bağlı ve kümülatif normal dağılımları kullanmaktadır. Logit modeller ise kalitatif değişkenlerle ilişkileri zıttır ve binom dağılımları kullanmaktadır. Her iki modelde genel olarak aynı sonuçları vermesine rağmen, probit modelleri izlemek ve yorumlamak daha kolaydır (Mullineux and Murinde, 2003: 354).

Ülke riski hesaplamalarında borç servis oranı (x) ile fonksiyonu olan ödememe ihtimali (Y) arasındaki fonksiyonel ilişkiyi gösteren logit modeller, aşağıdaki gibi geliştirilerek farklı ekonomik göstergelerin değerleri içerecek şekilde birleştirilebilmektedir (Aktaran: Bezirci, 1998: 43-44).

$$Y = \frac{e^{\beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \dots}}{1 + e^{\beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \dots}} \quad (1.2)$$

- B₁ = Borç servis oranı değişkeni için logit tahmin
- x₁ = Belirlenen ülkenin borç servis oranı
- B₂ = İthalat / rezervler oranı için logit tahmin
- x₂ = Belirlenen ülke için ithalat / rezervler oranı
- B₃ = İhracattaki büyüme oranı değişkeni için logit tahmin
- x₃ = Belirlenen ülke için ihracattaki büyüme oranı
- e = Tabii logaritma tabanı 2,1718 değeri.

Yim ve Mitchell (2005) yaptıkları çalışmada farklı modellerde aynı verileri kullanarak ülke riski hesaplamalarında Logit ve Probit analizlerin daha sağlıklı sonuçlar verdiğini ortaya koymuşlardır.

1.3.2.5.4. Classification and Regression Tree (CART) Yöntemi

CART analizi karmaşık verilerdeki grupları ya da örnekleri ideal olarak uygun hale getiren parametrik olmayan bir tekniktir (Anderson vd., 2004: 91). Ülke riski analizlerinde de kullanılabilen CART yöntemi, ilişkileri basitçe açıklamak ve uygulamak için bir karar ağacı sunmaktadır (Fonarow vd. 2005: 573).

CART yönteminde bir faktör veya bir gösterge, ayırıcı faktörler ve bunların önemli değerlerini kapsayan gruplar içerisinde tespit edilerek tekrarlanır ve süreç ülkelerin tamamen homojen gruplara ayrılmasına kadar devam eder. Ortaya çıkan son ağaç ise ülkelerin ülke riski notlarını hesaplamada kullanılır (Nath, 2008: 11).

Örneğin İşcanoğlu vd., (2007) CART yöntemini uygulayarak yaptıkları çalışmada 16 açıklayıcı değişkeni, GSMH'nin yüzdesi olarak likit yükümlülükler, GSMH'nin yüzdesi olarak ticaret, tüketici fiyatları artışı, IMF kredilerinin kullanımı / GSMH, uzun dönem borçlar / GSMH ve toplam dış borç / toplam rezervler olmak üzere 6 önemli değişkende gruplandırmışlardır (İşcanoğlu, 2007: 8).

Piyasada söz sahibi derecelendirme kuruluşlarının kullandıkları analitik metotlar incelendiğinde , kuruluşların ülke riski hesaplamalarında belirli bir modele bağlı kalmadıkları görülmektedir. Bu kuruluşlar genel olarak ülke riskini farklı derecede etkileyen çok çeşitli kantitatif ve kalitatif göstergeler kullanmaktadırlar (Adams vd., 1999: 107). Bu doğrultuda başlıca ülke riski ölçüm kurumlarının dikkate aldıkları unsurlar Ek-3'de, bu kuruluşların kullandıkları yöntemlerin içeriği ise Ek-4'de sunulmuştur.

Ülke riski ölçüm kurumlarının uyguladıkları modeller, kullandıkları yöntemler, dikkate aldıkları değişkenler ve değişkenlere verdikleri ağırlıklar birbirlerinden farklıdır. Bunun yanında bazı kurumlar aylık not hesaplarırken bazıları üç aylık, altı aylık ve yıllık hesaplamalar yapmaktadır. Bu noktada önemli olan ülke riski hesaplamalarının hangi ilkeler göz önünde bulundurularak yapıldığıdır.

Başarılı bir derecelendirme sürecinde tarafsızlık, şeffaflık ve titizlik ilkelerine riayet edilmesi gerekmektedir (M. Langohr and T. Langorn, 2008:187). Bu ilkelere

uyulmadığı durumlarda kurumların yayınladıkları notlar, ülkeleri, firmaları ve yatırımcıları yanlış yönlendirecek ve ilgili kurumlara olan güven azalacaktır.

Buraya kadar ülke riski ve ülke riski analizi konusundaki gelişmeler üzerinde duruldu. Çalışmamız bundan sonraki bölümünde ülke riskinin etkisi altında firma değerinin nasıl şekilleneceği üzerinde durulacaktır.

İKİNCİ BÖLÜM

ÜLKE RİSKİ ETKİSİNDE FİRMA DEĞERİ

Yatırım yapılacak olan varlığın, gerçek değerinin ne olduğunu bilmek kadar, değeri etkileyen unsurları belirlemek ve bu unsurları doğru değerlendirmek de gerekir. Bu durum, firmanın pazar değerinin maksimum kılınmasını ana amaç edinmiş olan firmalar ile yatırımcılar açısından da önem arz etmektedir.

Firma değerlemesi yapılırken geçmiş dönem verilerine dayanılarak, gelecek dönemlere ilişkin sağlıklı analizler yapabilmek için, firma değerini etkileyen unsurların ortaya konulması ve firmanın gerçek değerinin belirlenmesi gerekir. Firmaların faaliyetlerinin sınır ötesine taşınmasıyla, firma riskine ülke riskinin de eklenmesi, ülke riskinin, firma değerini etkileyen bir unsur olarak analizlere dahil edilmesini zorunlu kılmıştır.

Çalışmanın bu bölümünde; firma değeri kavramı, firma değerlemesinde yaklaşımlar ve kullanılan yöntemler ile ülke riskinin firma değeri üzerindeki olumlu ve olumsuz etkileri incelenmeye çalışılacaktır.

2.1. DEĞER, FİYAT VE DEĞERLEME KAVRAMLARI

Finansal ve reel varlıklar, fiyatlarının yanında değerlere de sahiptirler. Fiyatlar, piyasadaki arz ve talebe göre oluşurken, genellikle varlıkların gerçek değerini yansıtmamaktadır. Bu açıdan birbirinden farklı olan “değer” ve “fiyat” kavramları çoğu kez aynı mânada algılanmakta ve kullanılmaktadır. Özellikle tam rekabetçi piyasalarda fiyat ve değer kavramları benzer anlamda kullanılsa da, uygulamada bu kavramlar birbirinden farklı anlamlarda kullanılmaktadır.

Fiyat; mal ya da hizmetin satın alınmasında ödenen paradır ve çeşitli nedenlere bağlı olarak değişiklik gösterdiğinden her zaman mal ya da hizmetin gerçek değerini ortaya koymayabilir. Diğer bir ifadeyle fiyat, bir varlığın gerçek değerinin altında ya da üstünde oluşabilir. O halde değer kavramı neyi ifade etmektedir?

Sözlük anlamıyla değer; “Bir şeyin önemini belirlemeye yarayan soyut ölçü, bir şeyin değdiği karşılık, kıymet” olarak tanımlanmakta (TDK, 2010) ve belirli bir zamanda varlıklar için ödenecek olan olası fiyatın bir tahmini olarak görülmektedir. (Koller, 1994: 88). Çalışmamız açısından değer kavramının iktisadi ve idari açıdan neler ifade ettiğinin ortaya koyulması da gerekmektedir. İktisat bilimi açısından değer; bazen belirli bir varlığın yararını (kullanım değeri) ifade ederken, bazen de bu varlığa sahip olunması durumunda elde edilen satın alma gücünü (değişim değeri) ifade etmektedir (Özevren, 2008: 2). Kullanım değeri; varlığın yararı göreceli olduğundan, kişiden kişiye değişen sübjektif bir değeri yansıtmaktadır. Değişim değeri ise bir varlığı elde edebilmek için gerekli para veya benzeri araçlarla ölçülebilen bir olgudur.

İşletme bilimi açısından değer; varlığın karşılığında alınabilecek değer olarak tanımlanmakta ve firmaların yönetim şekillerinin analiz edilmesinde kullanılan bir araç olarak görülmektedir (Ercan vd., 2003: 1). İşletmelerde değer kavramı, firma değeri, marka değeri, hissedar değeri, müşteri değeri vb. birçok ifadede kullanılmaktadır. Dolayısıyla değere hangi açıdan yaklaşıldığı ve ne amaçla kullanılacağı önemlidir. Fiyat ve değer kavramları ile birlikte kullanılan diğer bir kavram ise “değerleme” kavramıdır.

Değerleme işlemi, varlıkların gerçek değerlerinin belirlenmesi amacıyla yapılan faaliyetleri ve süreci kapsamaktadır. Değerleme; bir varlığın kendinden bekleneni sağlama derecesini araştırmak ve kıymetini belirlemek amacıyla söz konusu varlık hakkında görüş bildirmektir (Beyers, 2006: 1). Finans sözlüklerinde değerlendirme; varlıkların ve borçların potansiyel piyasa değerlerinin hesaplanmasını içeren bir süreçtir (Wikipedia, 2009). Değerleme faaliyetlerinin başlangıcı, bir varlığın piyasa değeri ile gerçek değerinin farklı olabileceği olasılığına dayanmaktadır. Bu olasılık, değerlendirme faaliyetinde bulunacak kişi ya da kurumları bir varlığın piyasa fiyatından farklı fiyat tahmininde buldurmaya yönlendirmektedir. Peki bu olasılık her varlık için geçerli midir? Elbetteki her varlık için bahsettiğimiz bu olasılık geçerli değildir. Örneğin, bir gram altının veya halka arz edilmiş olan bir firmanın bir adet hisse senedinin piyasa değeri, gerçek değeri yansıtabilir. Ancak kullanılmış bir araba için

takdir edilen piyasa değeri ile gerçek değeri arasında fark olacaktır. Dolayısıyla varlığın niteliğine, kullanımına veya benzer nedenlere bağlı olarak bahsettiğimiz olasılık ortaya çıkabilmektedir.

Fiyatlama ise, değerlemeden sonraki aşamadır. Fiyatlama; bir varlığın belirli bir zamandaki piyasadaki değerinin parasal olarak ifade edilmesidir. Bu tanımlamalardan sonra bir varlığın değerinin, fiyatından farklı olmasının nedenlerini aşağıdaki gibi sıralayabiliriz (Stanley, 1964: 640):

- Ekonomideki belirsizlik ve eksik bilgi,
- Alıcı sayısının az olması,
- Tarafların rasyonel hareket etmemesi,
- Satışta pazarlığın gelişmemesi,
- Hükümet politikaları ve sınırlandırmaları,
- Tekel olabilmek için varlığa değerinden fazla fiyat biçilmesi,
- Ekonomik, siyasi, sosyal ve kültürel farklılıklar,
- Asimetrik bilginin varlığı.

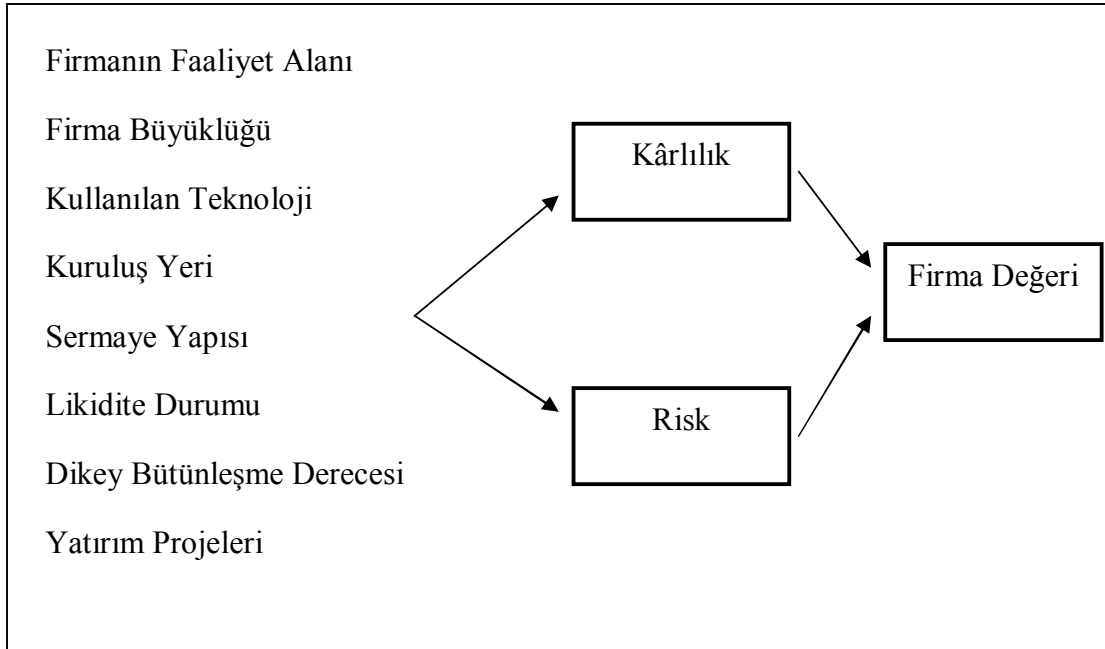
Görüldüğü gibi birçok nedene bağlı olarak değer fiyattan farklı olabilmektedir. Çeşitli nedenlere bağlı olarak yapılan değerlendirme ve fiyatlandırma faaliyetleri, ilgili varlığın olması gerekenden düşük veya yüksek değerlemesi ile sonuçlanabilir. Bunun yanında değerlendirme de kullanılan yöntemle bağlı olarak ortaya çıkabilecek farklı fiyatlamalar, varlığın değerini doğru olarak ortaya koymayabilir. Bu sebeple varlıkların değeri hesaplanırken, değerlemenin ve onun tamamlayıcı olan fiyatlamasının doğru yapılması, zamanlaması ve ilgili varlığın değerlemesine tesir eden faktörlerin belirlenmesi son derece önemlidir.

2.2. KAPSAMI VE ÖNEMİ AÇISINDAN FİRMA DEĞERİ

Firmalar açısından değer ne olduğu ve değer ölçülmesi oldukça kompleks bir konudur. Çünkü bir firmanın değeri, büyük ölçüde firmanın içinde bulunduğu duruma (işleyen, özel veya iflas sürecinde bir firma mı?), değerlendirme ile ilgili kişilere (kimin için değer?, kime göre değer?), değerlendirme amacına (ne için değerlendirme yapılıyor?) ve değerlemede kullanılan tekniğine bağlı olarak değişecektir (Pereiro, 2002: 34). Bu sebeple firma değeri için farklı amaçlarla çok sayıda tanım yapılmıştır. Dar anlamda bir firmanın değeri, firmanın sahip olduğu varlık ve borçların piyasa değerleri toplamından farklı bir değer ortaya çıkarmamaktadır (Taner ve Akaya, 2003: 2) Finansal açıdan firma değeri, firmanın makul piyasa değeridir (Ertuğrul, 2008: 147). Makul piyasa değeri ise; firma hakkında tam bilgiye sahip olan alıcıların ve satıcıların, baskı altında olmadan, söz konusu firma için piyasada takdir ettikleri alım-satım değeridir (Brandford, 2000: 7). Firma değeri temelde firmanın nakit akımlarına bağlıdır (Brigham and Houston, 2007: 388). Bu açıdan yaklaşıldığında, gelecekteki nakit akımlarının miktarının, risk derecesinin, nakit akımlarının zamanlamasının ve yatırımcıların beklediği getiri oranının bir fonksiyonu olan firma değeri; firmanın sağlayacağı net nakit girişlerinin iskonto edilmesi suretiyle hesaplanan değer olarak da tanımlanmaktadır (Okka, 2009b, 276).

Kısaca, bir firmanın değeri gelecekte sağlayacağı muhtemel net nakit akışları ile bu akışların elde edilmesindeki risk derecesine bağlıdır. Günümüzde finansal kararların odak noktasını, firmanın net nakit girişlerini dolayısıyla da firmanın değerini etkileyen karar ve faaliyetleri oluşturmaktadır. Bir firmanın değerini kararların ve politikaların nasıl etkilediği Şekil 2.1’de gösterilmiştir.

Şekil 2.1. Firmaların Değerini Etkileyen Değişkenler



Kaynak: Aktaran: Karaca, 2007: 37

Şekil 2.1’de görüldüğü gibi alınacak kararlar ve uygulanacak politikalar sonucunda firmanın kârlılığı ve riski etkilenecektir. Firmanın kârlılığı ve riski ise firmanın değerini etkilemektedir.

Bilindiği gibi firma satın almalarında, birleşmelerinde ve firma hisselerinin halka arzında firma değerinin tespiti hayati önem taşımaktadır. Eğer bir firma satın alınacaksa firmaya ne kadar teklif edileceği, firmalar birleşecekse her firmanın toplam içerisindeki payının ve birleşme sonrası değer toplamının ne olacağı, firmanın hisse senetleri halka arz edilecekse hisse senetlerin değerinin ne olacağı firma değerlemesi sonucunda ortaya çıkacak değere göre değişecektir. Firma değerlendirmeyi gerekli kılan bu nedenlerin dışında birçok spesifik açıdan da firma değerinin önemi artmaktadır.

Firma değerinin doğru tespit edilmesi firmalar kadar yatırımcılar açısından da önemlidir. Zira firmanın hissedarları için yarattığı değer firmaların başarısının ölçümünde kullanılan önemli bir kriterdir. Firmanın gerçek değeri, firmanın gelecekteki kazanç gücü veya nakit akımları ile yakından ilişkilidir. Diğer bir

ifadeyle yatırımcılar arasında, firmaların geçmişteki performansına veya varlıklarına değil, firmaların gelecekteki kazanç beklentilerine yatırım yaparlar (Copeland vd., 2000: 51). Bu sebeple firmanın gerçek değerinin tespiti yatırımcılar açısından da önemlidir.

Firma değerini bir performans ölçüsü olarak ele aldığımızda da durum farklı değildir. Khanna ve Palepu (2000), yaptıkları çalışmada gelişmekte olan ekonomilerde firma değeri ile firmanın performansı arasında ilişkinin olduğunu ispatlamışlardır. Firmanın başarısını ölçen bir çok performans ölçüsü kullanılmakla beraber belki de hiç biri “firma değeri” kadar kapsamlı ve uzun dönemli değildir (Gürbüz ve Ergincan, 2008: 19). Zira performans ölçümünde kullanılan finansal oranlar, karşılaştırmalı analizler gibi birçok klasik yöntem firmanın geleceği hakkında bir görüş sağlasa da, genelde kısa dönemli ve anlık bilgiler sunmaktadır.

Firma değerini önemli kılan noktalardan biride, birden çok kişi ya da kuruluşun bu değerden etkilendiğidir. Bir firma değerinin tespit edilmesi sadece yöneticileri ve firma sahiplerini değil, çalışanlarını, toplumun belirli bir kesimini hatta toplumun tamamını (özellikle büyük ölçekli özelleştirme faaliyetlerinde ortaya çıkacak değer in toplum açısından merak edilmesi ve tartışılması bu duruma örnek olarak gösterilebilir) ilgilendirebilir.

Bunun yanında firmanın amacının ortaklarının varlıklarını maksimize edilmesi olduğu bilindiğine göre firmanın değerlerini arttırma çabaları, ortakların varlıklarının değerini arttırma faaliyetlerini de kapsayacaktır. Bu faaliyetler ister istemez firma ile ilgili diğer çıkar gruplarını da ilgilendirmektedir. Firma değerinin yükselmesi alacaklarının geri dönmesi açısından alacaklıları, vergilerin artması konusunda devleti, özlük haklarının artması açısından çalışanları, yatırım açısından firmanın tercihi konusunda da potansiyel yatırımcıları ilgilendirmektedir. Görüldüğü gibi firma değeri, kapsamı açısından oldukça farklı kişi ya da kuruluşları ilgilendirirken, ilgili kişi ya da kuruluşlar açısından farklı derecelerde öneme sahiptir.

Firma değerinin kapsamı ve önemi belirlendikten sonra firmalarda değer yaratan unsurların ortaya konulması ve tartışılması gerekmektedir.

2.3. FİRMALARDA DEĞER YARATAN UNSURLAR

Firmalarda değer yaratan unsurlar, firma değerini etkileyen değişkenler olarak tanımlanmaktadır (Koller, 1994: 91). Firma değerinin doğru olarak tespit edilebilmesi, ölçülebilmesi ve yönetilebilmesi için değer yaratan unsurların dolayısıyla firma değerine etki eden faktörlerin belirlenmesi gerekmektedir. Genel itibariyle firmanın nakit akımlarını ve sermaye maliyetini etkileyen her faktörün, farklı düzeylerde firma değerine etkisi bulunmaktadır (Demirkol, 2006: 13). Bunun yanında firmanın kârlılığını ve risk derecesini etkileyerek firmanın değerini etkileyen başlıca faktörleri geniş kapsamlı olarak aşağıdaki gibi sıralayabiliriz (Yazıcı, 1997: 15):

- Firmanın faaliyette bulunacağı sektör ve ekonominin genel durumu,
- Firmanın faaliyette bulunduğu sektöre giriş koşulları,
- Sektörün büyüklüğü ve büyüme hızı,
- Mal ve hizmet fiyatlarının tespiti ve gelecekteki seyri,
- Firmanın büyüklüğü ve kullanılan teknoloji,
- Firmanın faaliyette kullandığı makine ve teçhizatın niteliği,
- Araştırma geliştirme faaliyetleri,
- Firmanın şerefıyesi ve geçmişı,
- Firmanın kuruluş yeri,
- Firmanın sermaye yapısı ve likidite durumu,
- Firmanın geçmişteki kazançları ve potansiyel kazanç gücü,
- Firmanın geçmişteki temettü politikası ve temettü dağıtabılme kapasitesi,
- Firmanın gelecekteki ihtiyacı olan yatırım tutarı,

- Yatırımların ekonomik ömrü ve hurda değeri,
- Maliyetler içinde sabit ve değişken giderlerin oranı,
- Şirketin mal ve hizmetlerinin pazarlanabilirliği,
- Firmanın gerçekleştireceği yatırım projeleri,
- Makroekonomik gelişmeler,
- Hammadde fiyatlarının yükselme olasılığı.

Görüldüğü gibi bir çok unsur firma değeri üzerinde etkiye sahiptir. Değer yaratan unsurların firma değeri üzerine etkisi, firmanın yapısına, faaliyet gösterdiği sektöre, sektör içindeki konumuna ve genel ekonomik koşullara bağlı olarak değişiklik gösterecektir. Bu sebeple, değer yaratan unsurların her birinin ayrı ayrı değerlendirilmesi gerekmektedir (Ercan ve Ban, 2008: 337). Firmalar açısından değer yaratan unsurların başlıcaları kısaca açıklanmaya çalışılacaktır.

2.3.1. Nakit Akımları ve Nakit Akımlarının Tahmin Dönemi

Nakit akımları, firmanın başarı ve başarısızlığı, taahhütlerini yerine getirmesi, yatırımları ve değeri üzerinde etkilidir. Finansal yönetimdeki teknikler de nakit akımlarını bir araç olarak kullanır ve firmanın değerinin nasıl maksimize edileceği üzerinde durur (Okka, 2009b: 56). Dolayısıyla firmaya nakit girişi sağlayacak her türlü faaliyet firma değeri üzerinde etkili olacaktır. Nakit akımları ile firma değeri arasında genel olarak pozitif yönlü bir ilişki beklenir.

Firmaya borç verenler verdikleri borcun geri dönüşünü, firmaya yatırımda bulunanlar ise yaptıkları yatırımın getirisi olan kâr payını sağlayabilmek için firmanın nakit akımlarıyla yakından ilgilenecektir. Bunun yanında beklenen nakit akımlarının tahmini, değerlendirme modellerinin önemli bir parçasını oluşturmakta ve firma değerini hesaplamakta kullanılmaktadır (Madden, 1999: 69). Ancak tahmini nakit akımlarının tespit edilmesi oldukça zordur. Bunun sebeplerinin başında geleceğin belirsiz olması ve tahmin süresinin uzadıkça beklentilerden sapmanın fazla

olması gelmektedir. Bu açıdan nakit akımlarının kaç yıl süreyle hesaplamalara dahil edileceği gerek yatırımlar gerekse firma değeri açısından önemlidir.

Bir firma değeri nakit akımları dikkate alınarak hesaplanıyorsa, firmanın sınırlı yaşam süresinin ve nakit akımlarının kaç yıl süreyle tahmin edileceğinin kesin olarak cevaplandırılması gerekmektedir (Kruschwitz and Löffler, 2006: 7). Bu süre hesaplanırken firmanın hayat eğrisinin neresinde olduğu ve firmanın dengeye ulaştığı nokta olgunlaşma yılı olarak belirlenerek, olgunlaşma yılına kadar geçen süre hesaplamalarda tahmin dönemi olarak kullanılabilir (Chambers, 2005: 99). Tahmin dönemiyle ilgili kesin bir süre söylemek oldukça zor olmakla birlikte bu sürenin 5 yıldan az olmadığı veya net bugünkü değeri pozitif yapan sürenin dikkate alındığı uygulamalarda karşımıza çıkmaktadır.

2.3.2. Paranın Zaman Değeri

Paranın zaman değeri; bugünkü bir liranın, gelecekteki bir liradan daha değerli olduğu inancına dayanmaktadır (Okka, 2009b: 22). Benzer şekilde bu değer, gelecekte bir dolar ödemenin bugün bir dolar ödemekten daha iyi olduğu prensibine dayanmaktadır (Tuckman, 2002: 480). Paranın zaman değeri, paranın kullanım zamanındaki tercih nedeniyle ortaya çıkan bir değerdir ve enflasyon nedeniyle paranın değerinin düşmesinden farklı bir kavramdır. Paranın zaman değeri, paranın gelecekteki değerinin ve bugünkü değerinin hesaplanmasıyla değerlendirmelerde kullanılmaktadır.

Finansal araçların değerlendirilmesinde bugünkü değer hesaplanması önem taşımaktadır. Çünkü yatırımcılar araçlara yatırım yaparken kendilerine en yüksek getiriyi sağlayan yatırımı tercih edeceklerdir. Bu seçim finansal araçların bugünkü değerinin hesaplanması sonucu ortaya çıkacaktır. Paranın zaman değerinin firma değeri üzerindeki etkisi ise, paranın zaman değeri hesaplanırken kullanılan iskonto oranına ve süreye göre değişecektir. Hesaplama kullanılan oranın veya sürenin artması veya azalması paranın zaman değerini yani nakit akımlarının bugünkü değerini değiştirecektir.

2.3.3. Entellektüel Sermaye

Firmalarda maddi duran varlıkların yanında, maddi olmayan duran varlıklar da değer yaratıcı unsur olarak firma değerlemesinde dikkate alınmaktadır. Bilgi teknolojilerinin kullanımı, müşteri ilişkileri, firma itibarı, insan sermayesi vb. maddi olmayan varlıklar dikkate alınmadan yapılacak değerlendirmeler, firma değerini tam yansıtmayacaktır. Esasında şerefiye, kullanım hakları, imtiyazlar, patentler gibi bir kısım maddi olmayan varlıkları finansal tablolarda gösterilmektedir. Ancak bu tutarlar, bir firmanın maddi olmayan varlıklarının değerini tam olarak yansıtmamaktadır. Entellektüel sermayenin çıkış noktası da, firmanın defter değeri ile piyasa değeri arasındaki farkın, maddi olmayan varlıkları tam yansıtmadığı varsayımına dayanmaktadır.

Firmaların değerlerini önemli derecede etkileyen maddi olmayan bu varlıklar aşağıdaki gibi sıralanabilir (Chambers, 2005: 107).

- Firmanın ve hissedarlarının ünü ve imajı,
- Kuruluş yerinin uygunluğu,
- Firmanın Pazar payı,
- Firmanın sahip olduğu markalar,
- Firmanın teknoloji, know-how, lisans ve patent gibi varlıkları,
- Tekel avantajının olması,
- Firma yönetimi ve çalışanlarının berecileri.

Firmanın defter değeri, yukarıda sayılan maddi olmayan varlıkların bir bölümünü yansıtmaktadır. Ancak firmanın piyasa değeri, bir firmanın itibarı, teknolojik yeteneği, marka değeri ve yenilikçi yaklaşımları gibi bazı maddi olmayan varlıkları da yansıtır (Al-Ali, 2003: 6). Günümüzde firmalara önemli derecede değer katan bu maddi olmayan varlıkların tanımlanmasında “*entellektüel sermaye*” kavramı kullanılmaktadır. Entellektüel sermaye; daha değerli varlıklar üretebilmek için

firmanın patentleri, teknolojileri, itibarı, çalışanların yetenekleri, müşteri yaratma gücü vb. gibi onları şekillendirebilecek materyalleri içeren sistematik bir yaklaşımdır (Roos and Roos, 1998: 7-8). Firmaların sahip oldukları entellektüel sermaye unsurları, firmaların piyasa değerlerinin oluşmasında önemli bir faktör olarak görülmektedir. Bu unsurların varlığı, firma değerini etkileyen faktörler arasında entellektüel sermayenin kullanılmasını zorunlu kılmıştır.

Yapılan araştırmalarda entellektüel sermayenin, firma değeri üzerinde etkili olduğunu ortaya koymuştur. Değer yaratan bir unsur olarak entellektüel sermaye, bir taraftan firmaların değerini önemli ölçüde etkilerken diğer taraftan geleneksel firma değeri ölçüm yöntemlerinin (defter değeri, fiyat kazanç oranı, vb.) eksikliğini ortaya çıkarmaktadır (Demirkol, 2006: 121)

2.3.4. Kârlılık Durumu ve Temettü Dağıtım Politikası

Firmaların kârlılık durumu, kâr dağıtım politikaları ve geleceğe ilişkin kâr tahminleri ile firma değeri arasında önemli bir ilişki vardır (Foerster vd., 2009: 28).

Kârlılığı yüksek olan firmaların rekabet gücü ve imajı yüksek, riski ise düşüktür veya en azından az riskli firmalar olarak değerlendirilir. Firmanın riskinin az olması kârlılığı yüksek olan firmaların hisse senetlerine olan talebi arttıracaktır. Hisse senetleri talebi artan firmalarında piyasa değeri yükselecektir. Bunun yanında firmaların elde ettikleri kâra bağlı olarak temettü politikaları, yatırım kararları, geleceğe ilişkin kâr tahminleri ve hatta yatırımcıların kararları da şekillenecektir. Burada yatırımcılar açısından dikkat edilmesi gereken nokta, her kârlı firmanın değer yaratacağından hareketle yatırım kararı alınması olmalıdır. Bir firmanın kârlılığı dikkate alınarak yatırım kararı alınacaksa, benzer firmaların kârlılık durumu, endüstri ortalaması, firmanın hedefleri ve genel ekonomik koşullar dikkate alınarak firmanın kârının yeterli olup olmadığına karar verilmelidir.

Firmaların geleceğe ilişkin kâr tahminleri de firma değerinin belirlenmesinde önemli yer tutar. Çünkü yatırımcılar için esas olan, firmanın yükümlülüklerini karşıladıktan sonra hissedarlarına dağıtacağı tutardır. Bu sebeple yatırımcılar için geleceğe ilişkin kâr tahminlerinin bugünkü değeri, firmanın değeri konusunda

belirleyici rol oynayabilir. Ancak bir firma için geleceğe ilişkin kâr tahminlerinin bugünkü değerinin alınarak (İndirgenmiş Kâr Payları Yöntemi) firma değerinin hesaplanabilmesi için, geçmişte belirli bir temettü politikası izlemiş ve benzer politikaları gelecekte de izlemesi beklenen firmaların tercih edilmesi gerekmektedir (Chambers, 2005: 215). Aksi takdirde bu yöntemle göre hesaplanan firma değeri doğruyu yansıtmayacaktır.

Diğer taraftan finansal yönetimin en karmaşık konularından biri olan kâr dağıtım politikalarının firma değerini etkileyip etkilemediği konusunda bir birine zıt birçok teori geliştirilmiştir. Bunlardan ilki “*Temettü İlişkısizlik Teorisi*”dir. Bu teoriye göre bir firmanın temettü politikasının ne firmanın değeri nede sermaye maliyeti üzerinde herhangi bir etkisi bulunmamaktadır (Brigham, 1996: 2005). Bu teoriye karşıt teori ise “*Eldeki Kuş Temettü Politikası*”dır. Bu teori göre, yatırımcıların temettüye ağırlık vermesi ve temettü dağıtan şirketlerin hisse senetlerini tercihe yönlenmesi bu firmaların hisse senetlerinin piyasa fiyatını yükseltecektir (Okka, 2009b: 548). Ancak firmaların kârlarının tamamını temettü olarak dağıtmaları, yapacakları yatırımlardan fedakarlık yapacakları anlamına gelmektedir. Bu teorilerin yanı sıra firmalar temettü politikalarını oluştururken bazı dengeleri göz önünde bulundurmaları zorundadırlar. Firma yüksek oranda temettü öderse, yatırımlarını büyük ölçüde dış kaynaklardan finanse edecektir. Düşük oranda temettü öderse, yatırımları için dış kaynaklardan daha az yararlanacağından riski azalacaktır.

Firmaların, firma değerinin maksimizasyonu açısından temettü politikalarına yön verirken sayılan tüm faktörleri göz önünde bulundurmaları ve temettü kararlarında optimal dengeyi kurmaları gerekmektedir.

2.3.5. İşletme (Çalışma) Sermayesi ve Likidite

İşletme sermayesi ve bileşenlerinin yönetimi, firmanın kârlılığını ve riskini, dolayısıyla da firma değerini etkileyen bir unsurdur. Firmalar piyasa değerlerini maksimize edebilmek için ürettikleri mal ya da hizmetleri pazarlayarak nakde dönüştürmek ve bu işlemleri bir süreç halinde yürütmek zorundadırlar. Bu bağlamda

firmanın değerini doğrudan etkileyen üç önemli karar noktası; yatırım kararları, finanslama kararları ve işletme sermayesi kararlarıdır (Okka, 2009b: 581). Firmaların faaliyet alanına göre değişmekle birlikte, genel olarak kısa vadede dönen varlıklarına yaptıkları yatırımlar, toplam aktifler içerisinde önemli bir paya sahiptir. Bu sebeple finansal yöneticilerin zamanlarının büyük bir kısmını işletme sermayesi kararları almaktadır.

İşletme sermayesi bileşenlerini oluşturan, kasa ve pazarlanabilir menkul değerler, alacaklar ve stoklar gibi aktiflerin yönetimi, firmanın kârını etkileyerek firma değerini değiştirmektedir (Feldman, 2005: 51). Bu sebeple işletme sermayenin kontrolü, üretimin sürekliliği, yükümlülüklerin karşılanabilmesi, riskin azaltılması, kredi değerliliğinin artması ve faaliyetlerin kârlı sonuçlanması firmalar açısından büyük önem taşımaktadır (Akgüç, 1998: 201).

İşletme sermayesi politikası içerisinde değerlendirilen “*likidite*” , üzerinde ayrıca durulması gereken bir kavramdır. Bir firmada likidite eksikliği finansal yöneticilerin özgür hareket etmelerini kısıtlayıcı önemli bir değişkendir (Vijayakumar, 2001: 4). Genel olarak firmanın işletme sermayesi ne ölçüde büyükse, firmanın likiditesinin de o derecede büyük olduğu ve riskinin düşük olduğu kabul edilir. Bu sebeple likidite oranları firma riskinin ve değerinin ölçümünde bir değişken olarak kullanılmalıdır.

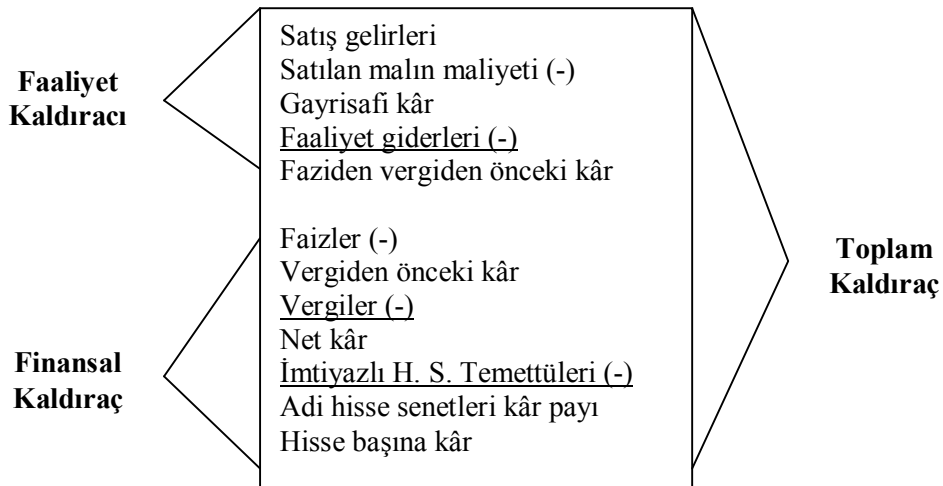
Firmaların varlıklarının paraya çevrilme derecesi olarak ifade edebileceğimiz likidite, firmaların kısa vadeli borçlarını ödeyebilme yeteneğinin ölçülmesinde ve çalışma sermayesinin yeterli olup olmadığının belirlenmesinde rol oynamaktadır. Likidite oranları bir taraftan firmaların kısa vadeli yükümlülükleri karşılayabilme gücünü ölçerken, diğer taraftan firmanın iş yaşamını sürdürebilmesi için gerekli nakdi sağlayabilme kapasitesini ölçmektedir. Bu, firmanın ek değer ortaya koyup koyamayacağı ile de yakından ilişkilidir (Moyer vd., 2009: 62-63). Zira firma yöneticileri firma değerini maksimum yapmak için likidite ve kârlılık arasında bir ikilem yaşarlar (Öz ve Güngör, 2007: 321). Gereğinden fazla nakit tutulması, firmanın kârlılığı azaltarak firma değeri üzerinde olumsuz bir etki yapacaktır.

2.3.6. Faaliyet Kaldırıcı ve Finansal Kaldıraç

Faaliyet kaldırıcı ile finansal kaldıraç, değer yaratan unsurlar arasında değerlendirilen kavramlardır. Faaliyet kaldırıcı; işletme riskinin bir ölçüsü olarak, satışlarda oluşan değişikliklerin faizden vergiden önceki kârda (FVÖK) meydana getireceği değişikliği ölçmektedir (Puxty and Dodds, 1988: 151). Faaliyet kaldırıcı firmanın sabit ve değişken giderleriyle ilişkilidir. Eğer firmanın sabit maliyetleri yüksekse, satışlardaki küçük bir düşüş, FVÖK’da büyük düşümlere neden olabilecektir. Dolayısıyla sabit giderler arttıkça faaliyet kaldırıcı artacaktır.

Finansal kaldıraç ise faizden ve vergiden önceki kârdeki yüzde değişimin hisse başına kârlardaki yüzde değişime oranıdır. Firmanın finansal giderleri ne kadar yüksekse, finansal kaldıraç derecesi (borç / öz sermaye oranı) de o derecede yüksektir. Borcun getirdiği faiz yükünün vergiden düşülebilmesi, hisse başı kârı değiştirecektir. Bu noktada finansal kaldıraç derecesine bağlı olarak finansal risk ortaya çıkacaktır (Okka, 2006: 721). Finansal kaldıraçtan büyük ölçüde faydalanan bir firma finansal riskinin artmasıyla birlikte, uzun dönemde faaliyetlerini sürdürebilme şansına sahipken, satışların kısa sürede azalmasıyla iflas sürecine girebilir (Güloğlu ve Bekçioğlu, 2002: 112). Faaliyet kaldırıcı ile finansal kaldıraçın gelir tablosu üzerinde görünümü Şekil 2.2’de gösterilmiştir.

Şekil 2.2: Firmanın Gelir Tablosu ve Kaldıraçlar



Kaynak: Okka, 2009b: 470

Şekil 2.2’de görüldüğü gibi faaliyet kaldırıcı gelir tablosunda faizlerden önceki bileşenlere, finansal kaldıraç ise faizden sonraki bileşenlere bağlı olarak oluşmaktadır. Hisse başı kârın oluşmasıyla bu dengeye kârlılıkla ilişkili olarak firma değeri de eklenecektir.

Bu hassas dengeye firma değerinin de girmesiyle, durum daha karmaşık bir hale gelmektedir. Daha önce de bahsettiğimiz gibi firmanın riski ve kârlılığı firmanın değeri ile yakından ilişkilidir. Tam bir görüş birliği olmamakla birlikte, finansal kararların da firmanın değerini etkilediği, firmalar için optimal bir sermaye yapısı olduğu, firmaların sermaye yapılarını* değiştirerek, daha teknik bir ifade ile finansal kaldıraç etkisini kullanarak, değerlerini yükseltebilecekleri daha yaygın biçimde benimsenmektedir. (Demirkol, 2006: 11).

2.3.7. Sermaye Yapısı

Firmaların sermaye bileşenleri tipik olarak öz sermaye ve borçlardan oluşmaktadır. Bu bileşenlerin her birinin, yatırım piyasalarındaki genel duruma, firmanın risk durumuna ve bileşenlerin kendine has özelliklerine bağlı olarak özel maliyetleri vardır (Feldman, 2005: 69). Bunun yanında firmaların öz sermaye ve borçlar arasında kuracağı denge firmanın riskine ve değerine etki edecektir (Rao and Stevens, 2007: 4). İşletme sermayesi ile ilgili açıklamalarımızda finanslama politikalarının firmanın değerine doğrudan etki eden üç önemli karar noktasından biri olduğundan bahsetmiştik. İşte bu finanslama kararları, “hangi sermaye yapısının firmanın değerini maksimum yapacağı üzerine” odaklanmıştır. Bununla ilgili temel olarak Net Gelir Yaklaşımı, Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı ve Modigliani-Miller Yaklaşımı olmak üzere dört yaklaşım bulunmaktadır.

Kaldıraç faktörünü aşırı derecede nazara alan net gelir yaklaşımı, firmanın borç sermaye maliyetinin değişmeyeceğini, dolayısıyla firmanın finansal kaldıraç derecesini yükselterek ağırlıklı sermaye maliyetini azaltıp, firma değerini yükseltebileceğini öne sürmektedir (Okka, 2009b: 480). Kaldıraç derecesinin artması

* Finansal kaldırıcının firma değerini nasıl etkilediğinin daha iyi anlaşılabilmesi için sermaye yapısı teorilerinin incelenmesinde yarar vardır. 2.3.7. “Sermaye Yapısı” alt başlığı altında sermaye yapısı teorileri kısaca açıklanmıştır.

firmanın finansal yükünün yani riskinin artması demektir. Firmanın riskinin artması da, ek borç maliyetlerini arttıracığından bu yaklaşım çoğu yazar tarafından eleştirilmektedir.

Net faaliyet geliri yaklaşımı ise net gelir yaklaşımının tersini savunmaktadır. Buna yaklaşıma göre, sermaye yapısındaki değişikliklerin firmanın değerini değiştirmeyeceğini, firmanın sermaye bileşimi ne olursa olsun firmanın değerinin sabit kalacağı savunulmaktadır (Ercan ve Ban, 2008: 231). Diğer bir ifade ile firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ve değeri, finansal kaldıraç derecesinden bağımsızdır.

Geleneksel yaklaşım ise net gelir yaklaşımı ile net faaliyet geliri yaklaşımının ortasında yer almaktadır. Bu yaklaşım, firmanın optimal sermaye yapısının olduğunu, finansal kaldıraçtan yararlanılarak sermaye maliyetinin düşebileceğini ve firma değerinin artabileceğini savunmaktadır (Chambers, 2005: 129). Geleneksel yaklaşım, net gelir yaklaşımında olduğu gibi firmaların, yabancı kaynaklarını belirli bir düzeye kadar çıkararak piyasa değerlerini arttırabilecekleri üzerine inşa edilmiştir. (Vernimmen vd., 2005: 659). Ancak geleneksel yaklaşımda, net gelir yaklaşımından farklı olarak, optimal sermaye yapısına ulaşıncaya kadar firmanın yabancı kaynak kullanabileceğini, optimal sermaye yapısına ulaştığında ise öz sermaye maliyeti yabancı kaynak maliyetine eşit olacağından, borçlanmanın firma değerini düşüreceğini varsaymaktadır.

Modern sermaye yapısı teorisi olarak kabul edilen, Franco Modigliani ve Metron Miller tarafından geliştirilen Modigliani-Miller (MM) yaklaşımı, katı varsayımlar altında firma değerinin, sermaye maliyetinden ve sermaye yapısından bağımsız olduğunu savunmaktadır (Stoltz vd., 2007: 119). MM'nin varsayımları şöyledir (Brigham, 1996: 230):

- 1- Hiçbir komisyoncu maliyeti yoktur.
- 2- Hiçbir gelir vergisi yoktur.
- 3- Bireysel yatırımcılar şirketlerle aynı faiz oranından borçlanabilirler.

- 4- Yatırımcılar, firmaların gelecekteki yatırımlarıyla ilgili bütün bilgiye sahiptirler.
- 5- Her türlü borç tutarında firmanın tüm borcu risklidir ve oran değişmemektedir.
- 6- FVÖK borç kullanımından etkilenmemektedir.

Bu varsayımlar altında MM, yaklaşımlarını “*arbitraj*” ile desteklemişlerdir. MM yaklaşımına göre benzer iki finansal varlığın fiyatının aynı olması gerekir. Zira bu firmaların hisse senetleri değeri farklı olursa yatırımcı pahalıyı satıp, ucuz olanı satın alacaktır. Bu durum iki firmanın hisse senedi değeri eşit olana kadar devam edecektir. Dolayısıyla sağladıkları getiride eşit olacaktır (Chandra, 2008: 483)

MM yaklaşımı dayandığı varsayımlar yüzünden birçok eleştiriye maruz kalmıştır. Çünkü varsayımlarına göre oluşturdukları modeller gerçek hayattaki uygulamalardan soyut kalmıştır. Bu katı varsayımlar daha sonra gerek araştırmacılar gerekse MM tarafından yumuşatılarak teori genişletilmiştir. MM görüşlerine önce kurumlar vergisini daha sonra da gelir vergisini eklemişlerdir. Bu eklemelerden sonra ABD firmaları üzerinde yaptıkları çalışmada, finansal kaldıraç düzeyi ile firma değeri arasında ilişki olmadığı tezini yinelemişlerdir (Kabakçı, 2008: 169).

2.3.8. Makroekonomik Değişkenler ve Hükümet Politikaları

Buraya kadar firmanın kendi bünyesinden kaynaklanan faktörlerin firma değeri nasıl etkilediği ve etkileyebileceği üzerinde duruldu. Oysaki bazı faktörler, firmanın kontrolünde değildir ve kontrol dışı bu faktörler firmanın değerini ciddi şekilde değiştirebilir. Firmanın içinde bulunduğu ekonomide meydana gelen değişimler ile hükümetin uyguladığı politikalarla şekillenen bazı değişkenler firma değeri üzerinde etkiye sahiptir. Özellikle makroekonomik değişkenler, bir ülkedeki yatırımların geleceği hakkında, ülkeyi ve o ülkedeki firmaları etkilemektedir. Bu değişkenlerden her firma aynı derecede etkilenmeyebilir. Sınır ötesi faaliyetlerde bulunan firmalar döviz kuru, faiz oranı ve enflasyon oranı gibi makroekonomik değişkenlerden daha fazla etkilenmektedir.

Bir firmanın değeri faiz oranları, enflasyon oranı ve diğer makroekonomik değişkenlere karşı hassastır. Çünkü bu değişkenlerin nakit akımları üzerindeki etkisi firma değerine yansır (iskonto oranı). Bu etkiyi ortaya koymak için genellikle şu dört makroekonomik gösterge kullanılır (Vernimmen vd., 2005: 748):

- Gayri Safi Milli Hasıla : İktisadi döngünün duyarlılık ölçüsü olarak.
- Döviz Kuru : Döviz kuru riskine maruz kalmanın duyarlılık ölçüsü olarak.
- Enflasyon Oranı: Finansal borçlar üzerinde faiz oranlarının etkili olup olmadığının duyarlılık ölçüsü olarak.
- Uzun Dönemli Hazine Bonosu Oranı : Faiz oranlarındaki değişikliklere nakit akımları ve firma değerinin duyarlılık ölçüsü olarak.

GSMH, bir ülkenin üretim gücünün göstergesi ve büyüme oranı olarak kullanıldığında firmaların üretim gücünün azalması, GSMH'nin azalması anlamına gelecektir. Büyüme göstergesi olarak GSMH'nin azalması, yatırımcıların ülkeye ve o ülkedeki firmalara olan bakışını olumsuz (yatırımların durması ya da yavaşlaması) etkileyecektir. Tersisi durumda ise, firmaların üretiminin artması GSMH'yi arttıracığından, oluşacak olumlu havadan firmalar değer kazanacaktır.

Makroekonomik değişkenlerden bir diğeri ise döviz kurudur. Döviz kurlarındaki beklenmedik değişimler firma değerini etkilemekte ve bu etki “*ekonomik etki*” olarak adlandırılmaktadır (Doğukanlı, 2008: 159). Yani kur değiştiğinde, ithalat ve ihracatı etkileneceğinden, firmaların değeri değişecektir. (Özçiçek, 2006: 1).

Döviz kurlarındaki beklenmedik değişikliklerin firma değerini hangi yönde etkileyeceği ise üzerinde durulması gereken bir konudur. Çünkü firmaların ülke paralarının değerinin düşmesi durumunda firma değeri bundan olumlu ya da olumsuz etkilenecektir (Apte, 2008: 459). Bu noktada ufak bir ayrıntıya dikkat çekmekte yarar vardır. Döviz kurlarındaki değişiklikler firmaların beklediği düzeyde gerçekleşiyorsa, firmalar bundan olumsuz etkilenmeyecektir. Hatta firmalar bu olumsuz durumu lehlerine çevirecek önlemleri alarak bu değerlerini arttırabilirler.

Enflasyon ve faiz oranı gibi değişkenler ise genel ekonomiyi ve ilgili ekonomi içindeki varlıkların fiyatlarını farklı büyüklükte etkilemektedir. Enflasyon, firmaların yatırım bütçelerini, yatırım tutarlarını ve özellikle yatırımlardan beklenen nakit girişlerini etkileyecektir. Nakit girişlerindeki değişiklikler ise firmanın değerini değiştirecektir. Enflasyon dönemlerinde ise firma kârlarında fiktif bir kâr artışı, firmanın ödeyeceği vergiyi, dağıtacağı temettü tutarını ve değerini etkileyecektir (Düzer, 2008: 43).

Bunun yanında yatırım yapılan finansal varlıkların piyasa değeri ile cari faiz oranları arasında önemli bir ilişki vardır. Faiz oranlarının yükselmesi menkul kıymetlerin değerinin düşmesine, faiz oranlarının düşmesi ise menkul kıymetlerin değerinin yükselmesine neden olmaktadır (Altıntaş, 2006: 134).

Makroekonomik değişkenlerden biri olan faiz oranının firma değeri ile ilişkisi üzerine yapılan çalışmalarda genel beklenti firma değeri ile faiz oranları arasında negatif bir ilişkinin olduğudur. Çünkü, faiz oranlarının yükselmesi işletmelerin yeni yatırımlar yapmasını engeller, borç maliyetlerini yükseltir. Bunun yanında faiz oranlarının artması, ortakların beklentilerini arttırarak öz sermaye maliyetini etkileyecektir. Dolayısıyla faiz oranlarının artması firmanın değerini düşürecektir. Faiz oranları ile firma değeri arasındaki negatif ilişkiye karşın, faiz oranları ile firma değeri arasında pozitif ilişkinin olduğunu öne süren çalışmalar da mevcuttur (Bianconi and Yoshino, 2010: 11).

Bir ülkede uygulanan makroekonomik politikalar, ülkenin üretken bir makroekonomik yapıya sahip olması, düşük işsizlik oranı, düşük enflasyon, sermaye piyasasının gelişmesi ve büyümenin istikrarını amaçlamaktadır (Colander and Gamber, 2006: 68-69). Bu makroekonomik hedefler ile hükümetlerin uyguladığı, uygulayacağı veya değiştirdiği politikalar, firmaların değerine olumlu ya da olumsuz etki yapabilmektedir. Politikalarda meydana gelecek değişiklikler, ekonomik sıkıntılara yol açabilir. Özellikle uygulanan döviz kuru sistemleri ve para politikalarında meydana gelecek değişiklikler firmaların nakit giriş ve çıkışlarını değiştirecektir. Bunun yanında hükümetin ekonomi politikalarındaki başarısızlığı sonucunda ortaya çıkacak duruma göre borçların yeniden yapılandırılması,

devalüasyon, kemer sıkma gibi çeşitli politikalar ortaya çıkabilir (Beenhakker, 2001: 52). Bu ve benzeri durumlar firmaların değerini düşürecektir. Tfersi durumda ise yani hükümetlerin uyguladıkları makroekonomik politikalar başarılı olduğunda, sayılan hedeflere bağlı olarak firmaların değeri yükselecektir.

Firma değeri, beklenmedik mikro veya makro değişimlere karşı oldukça hassastır. Bu kaygan zeminde firmalar, firma değerini yükseltebilmek için değer yaratan tüm unsurları dikkatlice analiz etmeli, bu unsurlar arasında firma değerini maksimum yapacak dengeyi kurmalı ve çeşitli senaryolar çerçevesinde stratejilerini belirlemelidirler.

Bir firmanın değerinin belirlenmesinde bir çok yöntem geliştirilmiştir. Her yöntem sayısal olarak bir birinden farklı firma değeri hesaplamaktadır. Bu sebeple firma değerinin belirlenmesinde kullanılan yöntemlerin incelenmesi ve firma değerinin nasıl ölçüldüğünün tespit edilmesi gerekmektedir.

2.4. FİRMA DEĞERLEMESİNDE KULLANILAN YÖNTEMLER

Bir firmanın gerçek değerinin ne olduğu ve nasıl hesaplanacağı oldukça karmaşık bir konudur. Birleşme, satın alma, özelleştirme, halka açılma, performans ölçümü ve tasfiye gibi birçok stratejik kararların alınmasında firma değerlemesine ihtiyaç duyulmaktadır. Bu ihtiyaca binâen, firma değerinin tespit edilmesinde ortak standartların oluşturulması için pek çok çalışma gerçekleştirilmiştir.

Internal Revenue Service (IRS), The American Society of Appraisers (ASA), The Institute of Business Appraisers gibi kuruluşlara ek olarak birçok akademisyen firma değerlemede ortak standartların oluşması için çalışmalar yapmışlardır (Khursheed and Darshan, 2004: 2). Ancak tüm bu çalışmalara karşın, firma değerinin tespitinde genel kabul görmüş ortak bir standart günümüzde bulunmamaktadır.

ASA firma değerlemesinde, *değerleme yaklaşımı* (bir veya daha fazla değerlendirme yöntemi kullanarak değer belirlemenin yolu), *değerleme yöntemi* (bir yaklaşım içinde değer belirleme yolu) ve *değerleme prosedürü* (değerleme yönteminin adımları) tanımlarını kabul ederek firma değerlemesine farklı bir boyut

getirmiştir. Burada değerlendirme yaklaşımlarının temel unsurlarından biri piyasaların etkinliğidir. Çünkü etkin bir piyasada piyasa fiyatı, firma değerinin en iyi tahminidir (Chambers, 2005: 177).

Bilindiği gibi bir firmanın piyasa değeri, firmanın hisse senedi sayısı ile hisse senetlerinin piyasa değerinin çarpılmasıyla hesaplanmaktadır. Daha öncede belirttiğimiz gibi firmanın amacı firmanın piyasa değerini maksimize etmektir. Bu sebeple, arz ve talebe göre oluşan hisse senetlerinin piyasa değeri, firma değerinin hesaplanmasında sıklıkla kullanılmaktadır. Piyasa değerine göre yapılan değerlendelerde, hisse senedi fiyatının firma değeri, en iyi gösterge olarak kabul edilmektedir (Ercan ve Ban, 2008: 119). Ülkemizde de aktif ve herkesin ulaşabileceği bir piyasanın olması, firmaların değerinin çoğu çalışmada piyasa değeri ile ölçülmesini beraberinde getirmiştir.

Esasında değerlendirme yaklaşımları altında geliştirilen yöntemler, bu değerini yani piyasa değerinin gerçek değeri yansıtmayı yansıtmadığını test etmektir. Bu doğrultuda geliştirilen yaklaşımlar Tablo 2.1’de gösterilmiştir.

Tablo 2.1: Firma Değerlemesinde Temel Yaklaşımlar

Bilanço Temelli	Gelir Tablosu Temelli	Karışık (Şerefiye)	Nakit Akışlarını İskonto Etme	Değer Yaratma	Opsiyon Temelli
Defter Değeri Yöntemi	Fiyat / Kazanç Oranı Yöntemi	Klasik Yöntemler	İndirgenmiş Nakit Akımları	Ekonomik Katma Değer	Black Scholes Eşitliği
Düzeltilmiş Defter Değeri Yöntemi	Kâr payı Değeri Yöntemi	UEC* Yöntemi	Firma Değeri Modeli	Ekonomik Kâr	Yatırım opsiyonu
Tasfiye Değeri Yöntemi	Fiyat / Satışlar Yöntemi	Kısaltılmış Şerefiye Yöntemi	Öz sermaye Değeri Yöntemi	Nakit Katma Değer	Alternatif Fayda
Yeniden İnşa Değeri Yöntemi	Fiyat / FVÖK Yöntemi	Diğer Yöntemler	Kâr paylarının İndirgenmesi Yöntemi	Yatırımın Nakit Akım Kârlılığı	Proje Genişletme
Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı Yöntemi	İşleyen Teşebbüs Değeri Yöntemi				Yatırımda Wade

Kaynak: Fernandez, 2002: 21

* Union of European Accounting Experts

Tablo 2.1’de görüldüğü gibi, firma değerlemesinde çeşitli yaklaşımlar altında bir çok yöntem geliştirilmiştir. Değerlemenin amacına (Satın alma, birleşme, halka arz, performans ölçme vb.) ve değerlendirilecek firmanın özelliğine (Halka açık firma, kapalı firma vb.) göre birbirinden farklı yöntemler kullanılmasını kaçınılmazdır. Bu sebeple günümüzde firma değerinin tespitinde genel kabul görmüş ortak bir yöntem bulunmamaktadır.

Hangi yöntem kullanılırsa kullanılsın firma değerini belirlemede kullanılan yöntemler, olası alternatifler için verilecek kararlara, karşılaştırma, sıralama ve reddetme imkanı vermelidir (Becerra, 2009: 90). Bu bağlamda firma değerlemede kullanılan başlıca yöntemleri kısaca açıklamamızda fayda vardır.

2.4.1. Defter Değeri

Bilançoda yer alan varlıkların değeri, işletmenin sahip olduğu o varlığın muhasebe defterlerinde kayıtlı bulunan değerini ifade etmektedir ve varlıkların çoğu defterlerde tarihi maliyetleri ile kayıtlı bulunduğundan bu varlıkların defter değerleri onların piyasa değerini yansıtmayacaktır.

Defter değeri; bilançodan sağlanan muhasebe bilgilerini kullanarak şirketin net varlıklarını (varlıklar- yükümlülükler) değerlemek şeklinde tanımlanabilir. Bu yaklaşımda şirketin değerinin, net varlıkların değerlendirme tarihindeki defter değerine eşit olduğu varsayımı yapılmaktadır (Ledereich and Siegel, 1990: 6). Defter değeri yöntemine göre değerlemenin yapılabilmesi için hisse senetlerinin defter değerinin bulunması gerekmektedir. Bu değer;

$$\text{Hisse Senedinin Defter Değeri} = \frac{\text{Toplam Varlıklar} - \text{Toplam Borçlar}}{\text{Hisse Senedi Sayısı}} \quad (2.1)$$

şeklinde hesaplanır. Daha sonra hisse senedinin piyasa değeri ile karşılaştırılarak, hisse senedi fiyatlarının gerçek değeri yansıtıp yansıtmadığına bakılır. Ancak bir firmanın hisse senetlerinin defter değeri en son yayınlanan finansal tablolara göre hesaplandığından, piyasa değeri gibi anlık değer vermeyecektir. Bir hissenin piyasa fiyatı süreklilik esasına göre o firmanın değerini hesaplamaktadır. Bu nedenle piyasa fiyatı ile defter değerinin eşit olması beklenemez.

Defter değeri, geçmişe yönelik bir değerlendirme olduğundan, yatırımcılar ve firma ortakları açısından önemli bir anlam taşımayacaktır. Ancak piyasa değeri ile karşılaştırılabilme özelliğinden kullanılmaktadır.

2.4.2. Tasfiye Değeri

Firmanın minimum değerini ifade eden tasfiye değeri; bir firmanın varlıklarının belirli bir süre içinde satışı ile sağlanan değerden, tüm borçlar ödendikten sonra kalan tutarın hisse senedine bölünmesi ile bulunan değerdir (Chambers, 2005: 186). Buna göre tasfiye değeri şöyle formüle etmek mümkündür:

$$\text{Hisse Başı Tasfiye Değeri} = \frac{\text{Aktiflerin Tasfiyesi ile Oluşacak Değer} - \text{Borçlar}}{\text{Hisse Senedi Sayısı}} \quad (2.2)$$

Tasfiye değeri firmanın minimum değerini yansıttığından, firma faaliyetlerine devam ettiğinde, gerçek değerinin tasfiye değerinin üzerinde olması beklenir (Fernandez, 2002: 25). Diğer bir ifadeyle piyasa değerinin tasfiye değerinden yüksek olması gerekir. Eğer tasfiye değeri, piyasa değerinden yüksekse bu yatırımcılar için iyi bir sinyaldir ve ilgili firmanın hisse senetleri piyasada talep görecektir. Bununla beraber tasfiye değeri firmanın minimum değerini yansıttığından, doğaldır ki, tasfiye değeri defter değerinden de büyüktür. Bunun nedeni, defter değeri tarihi maliyetlere göre hesaplanırken, tasfiye değerinin cari piyasa değerine göre hesaplanmasıdır.

Tasfiye değeri, zorunlu tasfiye değeri ve normal tasfiye değeri olarak iki şekilde hesaplanmaktadır. Zorunlu tasfiye değeri, normal satışlardan elde edilecek değerden daha küçükken, normal tasfiye değeri piyasada normal rekabet şartlarında firma varlıklarının satılmasıyla sağlanır ve zorunlu tasfiye değerinden daha yüksektir (Okka, 2009b: 882). Ayrıca zorunlu tasfiyede, tasfiye giderleri de normal tasfiyeden daha yüksek olacaktır. Bu durumda firma değerini azaltacaktır.

2.4.3. İşleyen Teşebbüs Değeri

İşleyen teşebbüs değeri firmanın, bir bütün halinde devredilmesi durumunda oluşacak değeridir. Sinerji etkisine göre bütün değeri, parçaların değerleri toplamından daha büyük olacağından, işleyen teşebbüs değerine göre firmanın değeri, firmanın parçalarının değerleri toplamından büyüktür ve firmanın potansiyel kazançlarını da dikkate alır (Algüner, 2009: 11). Etkin çalışan hisse senedi piyasalarında piyasa değerinin, işleyen teşebbüs değerini yansıttığı kabul edilmektedir (İMKB, 2010).

İşleyen teşebbüs değerine göre firmanın toplam değerini aşağıdakilerin arttırdığı varsayılır (Aktaran: Ertuğrul, 2008: 150):

- 1- Ekstra kazanç gücü (Bir şirket varlıkları üzerinden, yeterli bir oranın daha üzerinde kazanma becerisi)
- 2- Maddi olmayan varlıkları (Marka değeri, şerefîye, entellektüel sermaye vb.)
- 3- Gelecekteki yatırımların değeri (Eğer yatırımcılar bir işletmenin gelecekte kârlı yatırımlar yapma potansiyeline sahip olduğuna inanırlarsa, işletmenin hisse senedine bugün daha fazla ödeyeceklerdir.)

İşleyen teşebbüs değeri hesaplanırken, firmanın şerefîye ve entellektüel sermaye gibi maddi olmayan duran varlıkları dikkate aldığından, elde edilecek değer stratejik fırsatları yansıtan bir değerdir (Feldman, 2005: 14). Buna göre işleyen teşebbüs değerine göre firmanın toplam değeri ile hisse senetlerinin işleyen teşebbüs değeri aşağıdaki gibi hesaplanır (Sarıkamış, 1995: 224-225):

$$FD = \frac{FVÖK}{i} \quad (2.3)$$

ve

$$D = \frac{FD - TE}{r} \quad (2.4)$$

Burada;

- FD = Firmanın toplam değeri,
 FVÖK = Faiz ve vergiden önceki kâr
 i = Sermaye maliyeti veya istenen getiri oranı,
 D = Hisse senedinin işleyen teşebbüs değeri,

TB = Toplam borç,
n = Hisse senedi sayısıdır.

2.4.4. Piyasa Değeri / Defter Değeri

Firmanın hisse senetleri yatırım amacıyla alınıyorsa ve herhangi birleşme veya ortaklık düşünülmüyorsa firma değerinin “*Piyasa değeri (PD) / Defter değeri (DD) ve Fiyat (F) /Kazanç (K) oranları*” gibi piyasa çarpanları olarak adlandırılan yöntemlerle hesaplanması daha doğru olacaktır (Taner ve Akkaya, 2003: 3).

PD/DD oranı, hisse senedinin piyasa değerinin hisse senedinin defter değerine bölünmesi ile hesaplanmaktadır. Finansal analiz ve kontrolde de sıklıkla kullanılan bu yöntem, piyasa değerinin defter değerinin kaç katı olduğunu gösterir ve diğer firmaların hisse senetleri ile mukayesesinde kullanılır. Firma değerinde bu oranın kullanım amacı ve yöntemi ise farklıdır. PD/DD oranı kullanılarak hesaplanacak firma değerinde, firmanın içinde bulunduğu sektördeki veya piyasadaki firmaların PD/DD oranları hesaplanarak, ortalaması alınır. Daha sonra ise ilgili firmanın defter değeri ile çarpılarak firmanın değeri hesaplanır. Buna göre hisseleri borsada işlem gören firmalarda formül (Algüner, 2009:8);

$$FD = \text{Seçilen Sektörün veya Piyasanın } \frac{PD}{DD} \text{ Oranı} \times \text{Firmanın Defter Değeri} \quad (2.5)$$

şeklinde yazılabilir. Sektör veya piyasanın ortalama PD/DD oranını hesaplamamanın zor olduğu durumlarda benzer firmaların PD/DD oranından yararlanılarak firma değeri hesaplanır. Halka açık olmayan firmalarda bu yöntem kullanılmak istendiğinde ise genellikle firmanın geçmiş yıllardaki verilerinin ortalaması alınarak firma değeri hesaplanmaktadır.

PD/DD oranına göre firma değerinin hesaplanması, piyasa verilerini baz aldığından daha objektif bir yöntemdir ve uygulaması son derece basittir. Bunun yanında yöntem, sektör veya piyasanın ortalamasını baz aldığından ve ortalamaları

kullanılan firmaların özellikleri ile değeri hesaplanacak firmanın özellikleri farklı olabileceğinden, PD/DD oranına göre hesaplanacak değer firma değerini doğru yansıtmayabilir. Yöntem, hisse senetleri borsada işlem gören firmalar için daha uygunken, hisse senetleri borsada işlem görmeyen firmaların değerlerini bu yöntemle hesaplamak, karşılaştırma yapma imkanı vermediğinden çok uygun değildir.

2.4.5. Fiyat / Kazanç Oranı

Piyasa çarpanlarından bir diğeri de, F/K oranıdır. Bilindiği gibi F/K oranı bir firmanın hisse senedi değeri ile net kârı arasında ilişki kurarak, firmadan bir lira kazanabilmek için kaç lira yatırılması gerektiğini göstermektedir.

Firma değeri hesaplamasında F/K oranı, PD/DD oranı yönteminde olduğu gibi sektörün veya piyasanın ortalaması alınarak yapılır. Buna göre firma değeri şöyle hesaplanır (Bolak, 2000: 185):

$$FD = \text{Sektörün veya Piyasanın } \frac{F}{K} \text{ Oranı} \times \text{Firmanın Net Kârı} \quad (2.6)$$

F/K oranı özellikle birleşmelerde satın alınacak firmanın değerinin belirlenmesinde sıklıkla kullanılmaktadır. Zira F/K oranı yüksek bir firma F/K oranı düşük bir firma ile birleşerek kendi hisse senetlerinin piyasa değerini yükselterek, birleşmeden yarar sağlama yoluna gidebilir (Okka, 2009b; 882).

Yöntem, PD/DD oranı yönteminde olduğu gibi halka açık firmalarda daha kolay işlerken, halka açık olmayan firmalar da, firmanın faaliyette bulunduğu sektördeki F/K oranından yararlanılarak firmanın değeri hesaplanabilir (Aklan ve Demirel, 2007: 32). PD/DD oranı yöntemi için ifade ettiğimiz avantajlar ve dezavantajlar bu yöntem içinde geçerlidir. Buna ek olarak, F/K oranının hesaplanmasında kullanılan “kazanç” kavramının farklı şekillerde ele alınması, önemli bir problem ortaya çıkarmaktadır. Çünkü F/K oranının hesaplanmasında, cari kazanç (ilgili dönemdeki kazanç), forward kazanç (bir sonraki yılda beklenen kazanç), seyreltilmiş kazanç (ihraç edilen tüm menkul kıymetlerin kazanç) ve takip

eden kazanç (3'er aylık son dört döneme ait F/K oranları baz alınarak hesaplanan toplam kazanç) gibi değerler kullanılabilir (Ercan vd. 2006: 48). Bu sebeple formüldeki kazancın farklı şekilde hesaplanması, aynı firma için farklı firma değerleri ortaya çıkaracaktır.

2.4.6. Marka Değeri

Marka değeri son yıllarda firma değerlemesinde dikkate alınan önemli yöntemlerden biridir. Çünkü firmalar gelecekte kazanç sağlayacağı niteliklere sahip olduğundan markaya ciddi yatırımlar yapmaktadır. Bir firmanın mallarının piyasada benzer ürünlere kıyasla fazla talep görmesi, firmanın marka değerinin yüksek oluşu ile açıklanmaktadır. Dolayısıyla marka değeri, firma değerinin önemli bir bileşenidir (Sevinç, 2008: 64).

Marka değeri; bir marka adıyla, bir firmaya veya firmanın müşterilerine ürün ve hizmet yoluyla sağlanan değeri arttıran veya azaltan aktifler ve taahhütler bütünü veya pazarlama yatırımları sonucu markayla özdeşleşmiş değerler toplamı olarak tanımlanmaktadır (Kırdar, 2005: 245). Firmaların son yıllarda markaya yaptıkları ciddi yatırımlar, marka değerinin firmanın piyasa değeri içerisinde önemli bir paya sahip olduğunu göstermektedir.

Marka değeri genellikle şu şekilde formüle edilmektedir (Damodaran, 2001: 165):

$$\text{Marka değeri} = \{(V/S)_b - (V/S)_g\} \times \text{Satışlar} \quad (2.7)$$

Burada;

$(V/S)_b$ = Firmanın değerinin (markanın faydasıyla) satışlara oranı.

$(V/S)_g$ = Firmanın değerinin (markasız mallarla) satışlara oranı.

Marka değeri, firmanın piyasa değeri ile yakından ilişkili bir kavramdır. Little vd. (2005), marka değeri yüksek firmaların, diğer firmalara nazaran daha yüksek defter ve piyasa değerine sahip olduğunu tespit etmişlerdir. Bunun yanında marka,

gelecekte ekonomik kazanç sağlayabilecek niteliklere sahip maddi olmayan duran varlıklar kapsamında değerlendirilmektedir (Chambers, 2005: 201). Dolayısıyla yüksek marka ya da markalara sahip firmaların gerçek değerleri, marka değerinin tespit edilmesi ile anlam kazanacaktır.

2.4.7. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

Bir firmanın satın alınmasında veya başka bir firmayla birleşme halinde indirgenmiş nakit akımları (İNA) yönteminin seçilmesi uygun olacaktır. İndirgenmiş nakit akımları yöntemi, belirli bir yatırımın benzer riske sahip farklı bir yatırımın üstünde getiri sağlaması durumunda değer yarattığı şeklinde basit bir temele dayanmaktadır. Diğer bir ifadeyle, belirli bir kazanç düzeyi için yatırımdan daha fazla getiri elde eden firma, daha az sermayeye ihtiyaç duyarak sırasıyla daha fazla nakit ve daha fazla değer meydana getirecektir (Copeland vd. 2000: 64).

Sermaye piyasalarının etkin olması durumunda, bir firmanın değeri, gelecekte beklenen net nakit akımlarının bugünkü değerine eşit olacaktır (Başoğlu vd., 2009: 164). İndirgenmiş nakit akımları yöntemine göre değer hesaplanması, potansiyel riskleri yansıtan bir oran (ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti) ile firmanın gelecekteki nakit akımlarının iskonto edilmesine dayanmaktadır (James and Koller, 2000: 80). Firmanın gelecekteki nakit akımlarının tahmini ise proforma bilanço ve gelir tabloları yardımıyla yapılır. Bu tabloların hangi tarihe kadar uzatılacağı (makul vadenin ne olacağı) ise başlı başına bir çalışma konusudur (Ülgen ve Teker, 2005: 51). Bu bağlamda, İNA yöntemine göre firma değerini şöyle ifade edebiliriz (Fernandez, 2002: 37-38):

$$V = \frac{CF_1}{1+k} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \frac{CF_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{CF_n+RV_n}{(1+k)^n} \quad (2.8)$$

Burada CF_i i döneminde firma tarafından meydana getirilen nakit akımını, RV_n n yıldaki firmanın artık değerini ve k nakit akımlarının riskini yansıtan iskonto oranını ifade etmektedir.

Basitleştirilmiş şekilde, n yıl sonunda gelecekteki nakit akımlarını hesaplayabilmek için sabit büyüme oranı (g), hesaplamalara dahil edilir. Buna göre n yıldaki sürekli değer;

$$RV_n = \frac{CF_n (1+g)}{k-g} \quad (2.9)$$

şeklinde hesaplanır.

İNA yöntemine göre firma değeri; firmanın sermaye yapısı, yaratıcılık gücü, geleceğe yönelik planları, marka değeri ve entellektüel sermaye gibi değer yaratan unsurları dikkate aldığından, firmanın gelecekteki performansını ve nakit yaratma gücünü ölçen bir değerdir (Ercan vd. 2006: 27). İNA yöntemi, değere dayalı yönetim sistemlerinde alınan kararların veya uygulanan stratejinin hissedar değerini ne kadar etkilediğini hesaplamada da kullanılmaktadır (Becerra, 2009: 90).

Yöntemin başarılı olabilmesi için firmanın yaşam süresinin ve nakit akımlarının kaç yıl süreyle tahmin edileceğinin kesin olarak cevaplandırılması gerekmektedir (Kruschwitz and Löffler, 2006: 7). Bunun yanında İNA yönteminde firma değerinin hesaplanabilmesi için geleceğe yönelik bilgilere ihtiyaç duyulması ve geleceğin belirsiz olması, yöntemin kullanılabilirliğini sınırlandırmaktadır.

2.4.8. İndirgenmiş Kâr Payları Yöntemi

Firmaların yatırımcılarına ödediği kâr payının, firmanın değerinde etkili olduğu düşüncesine sahip yazarlar tarafından geliştirilen indirgenmiş kâr payları yöntemi, İNA yönteminde olduğu gibi potansiyel riskleri yansıtan bir iskonto oranı ile hissedarlara dağıtılacak maksimum nakit akımlarının bugünkü değerinin tespit edilmesine dayanmaktadır.

Sermaye piyasasının tam işlediği ve riskin olmadığı bir ortamda firma değerinin maksimum edilmesi, firmanın gelecekteki kârlarının bugünkü değerleri toplamının maksimizasyonu anlamına gelmektedir. Ancak riskli bir ortamda bu durum uzun süre geçerli olmayacaktır. Zira yüksek dereceli risk, yüksek getiri beklentisini ortaya

çıkartır. Bu durumda firmaların riskli yatırımlarının varlığı, firma değerini etkileyecektir (Şahin, 2009: 112).

İndirgenmiş kâr payı yönteminde, firmanın sonsuza kadar süreceği kabul edilen kâr payı ödemeleri bugüne indirgenmektedir. Buna göre formül aşağıdaki gibi şekillenecektir (Okka, 2009a: 354):

$$P_0 = \frac{D_1}{1+k} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+k)^n} + \frac{P_n}{(1+k)^n} = \sum_{t=1}^{n} \frac{D_t}{(1+k)^t} + \frac{P_n}{(1+k)^n} \quad (2.10)$$

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, k beklenen getiri oranını ve P_n ise n yıl sonunda hisse senedinin değerini vermektedir. Bu yöntemle göre hesaplanan P_0 ile hisse senedi sayısı çarpıldığında firmanın değeri ortaya çıkacaktır.

İndirgenmiş kâr payı yönteminin, sürekli kâr payı ödemesi yapan, öz sermayeye nakit akımları kapalı olan veya öz sermayeye nakit akımlarının hesaplaması zor olan (Bankalar ve finansal kurumlar) firmalarda uygulanması daha doğru olacaktır (Damodaran, 2001: 141)

2.4.9. Ekonomik Katma Değer Yöntemi

Ekonomik Katma Değer (EVA) yöntemi, Stern & Stewart Co. uluslararası danışmanlık firmasının kurucuları olan Joel Stern ve G. Bennett Stewart tarafından geliştirilen ve ekonomik kârı ölçen tescilli bir yöntemdir. EVA, basitçe vergiden sonraki net faaliyet kârı ile yatırılmış sermayenin alternatif maliyeti arasındaki fark alınarak hesaplanmaktadır (S-S & Co. 2009). EVA, sermayenin maliyetini aşan kazanç olarak firmanın ekonomik kâr yaratma yeteneğini ölçen bir göstergedir (Gürbüz ve Ergincan, 2008: 245). Bir firma ne kadar çok ekonomik kâr üretebiliyorsa o derece değeri artacaktır.

EVA, sermayeden elde edilen kazanç oranı ile ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti arasındaki farkın sermaye ile çarpılması yöntemiyle hesaplanır ve aşağıdaki gibi gösterilir (Aktaran: Yılgör, 2005: 227-228):

$$EVA = (r - c) \times \text{Sermaye}$$

Burada;

r = Sermayeden elde edilen kazanç tutarı (Vergiden sonraki net faaliyet kârı / Sermaye)

c = Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti

Sermaye = Borç + Öz sermaye

EVA yöntemine göre firma değerinin hesaplanması beklenen ekonomik kârların, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanılarak bugünkü değerinin bulunması ile hesaplanmaktadır (Fernandez, 2007: 857). EVA firma değerindeki artış ya da azalışın göstergesi olarak firma performansının ölçülmesinde de kullanılan modern bir yöntemdir.

Sermaye bütçelemesi ve firma devralmada firmalara rehberlik eden bir yöntem olan EVA, yatırımcıların üstün performans sağlayan firmaları tespit etmesinde önemli bir rol oynamaktadır (Hacırüstemoğlu vd., 2002: 14). Bunun yanında, bir firmayı EVA yöntemi ile değerlendirmek geleneksel değerlendirme yöntemlerinden daha kapsamlı öngörüler ortaya koyarak, finansal yöneticilere farklı bakış açısı kazandırmaktadır.

Çeşitli yaklaşımlar altında geliştirilen firma değerlendirme yöntemleri değerlemenin amacına göre farklı hesaplamalar kullanılmasını zorunlu hale getirmiştir. Satın alma, birleşme, halka arz, performans ölçme vb. amaçlarla yapılan firma değerlemesi için günümüze kadar pek çok yöntem geliştirilmiş, bu yöntemlerden bir çoğu uygulama alanı bulmuş ancak hiçbiri ortak bir değerlendirme aracı olarak genel kabul görmemiştir. Bununla beraber halka açık firmaların değerinin tespiti kolayken, halka açık olmayan firmaların değerinin tespiti biraz

zordur. Bu bağlamda değerlendirme amacına ve değerlendirilecek firmanın özelliğine uygun, en iyi değerlendirme yönteminin seçilmesi gerekmektedir. Hangi yöntem kullanılırsa kullanılsın, geliştirilen yöntemlerin ortak amacının, firmanın değerini en iyi yansıttığı düşünülen “*piyasa değeri*”nin doğruluğunun test edilmesi olduğunu belirtmiştik. Bu sebeple firma değeri üzerinde yapılan çalışmaların bir çoğunda piyasa değeri, firma değerinin göstergesi olarak kullanılmıştır.

Firma değeri ile ilgili açıklamalarımızı tamamlamadan önce, son yıllarda önemi giderek artan ve firma riskinin hesaplanmasına dahil olan ülke riskinin, firma değeri ile ilişkisi bu bölümde ortaya konulacaktır.

2.5. ÜLKE RİSKİNİN FİRMA DEĞERİ İLE İLİŞKİSİ

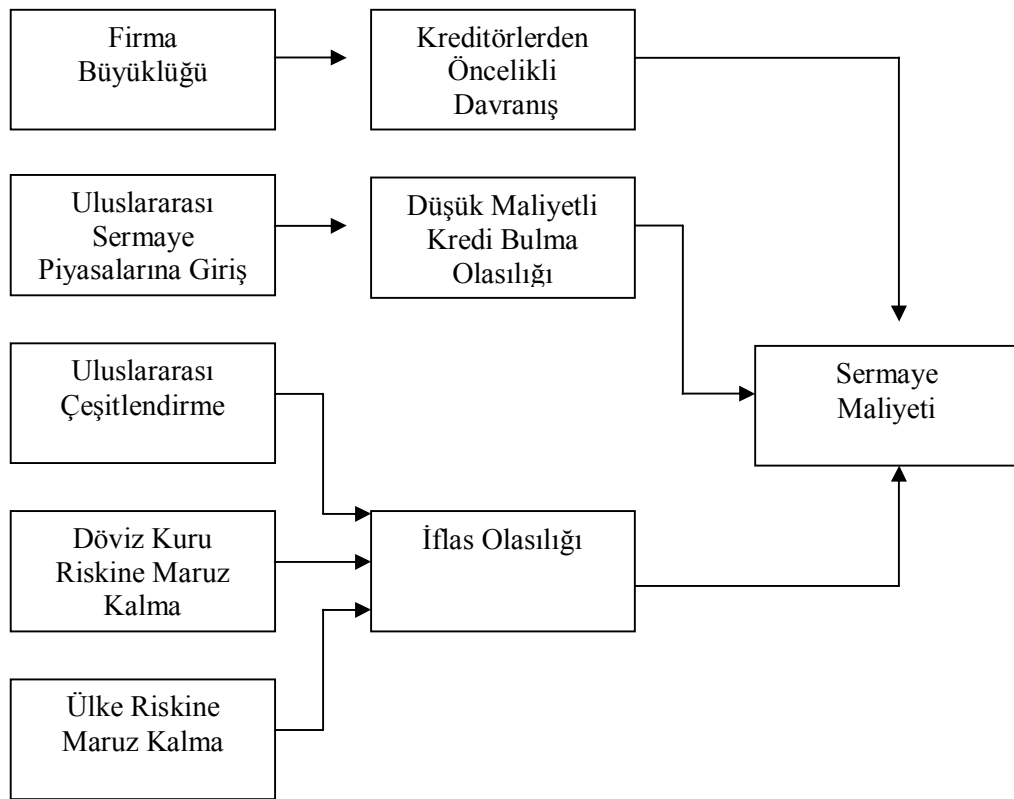
Ülke riski ve bu riskin firma değeri üzerindeki etkisi, iktisat ve finans literatürünün önemli tartışma konularından biridir. Yatırımcılar ve firmalar hem doğrudan hem de dolaylı olarak bir ülke ekonomisinin ekonomik, politik, sosyal ve finansal durumundan etkilenmektedir. Yatırımcılar kârlılıklarını sürdürebilmek, firmalar ise piyasa değerlerini maksimum yapabilmek için, ekonomik, politik, sosyal ve finansal faktörlerin oluşturduğu ülke riskini dikkate almak zorundadır.

Esasında ülke riskinin yatırımcılar ve firmalar üzerindeki bu etkileri bilinmesine rağmen, ülke riski özellikle iktisat literatüründe makro açıdan ele alınan bir konudur. Makro açıdan incelendiğinde ülke riski, bir ülkenin bütünsel olarak durumunun bir göstergesini sağlarken, belirli firmaların perspektifinden aynı sonucu vermeyebilir. Bu sebeple ülke riskinin firmalar ile ilişkisinin belirlenmesi için mikro açıdan da incelenerek, firmalar üzerindeki etkisinin belirlenmesi gerekmektedir (Madura, 2008: 457). Bunun yanında yapılan bir çok çalışmada firma değerini etkileyen unsurlar olarak mikro faktörlerin dikkate alındığını ve genellikle makro faktörlerin göz ardı edildiğini söyleyebiliriz.

Son yüzyılda sınır ötesi faaliyetlerin artması, finansal enstrümanların ortaya çıkması ve sermaye piyasalarının gelişmesi bir taraftan fırsatları diğer taraftan maruz kalınacak riskleri arttırmıştır (Damodaran, 2008: 4). Bu sebeple yatırımlarda karşılaşılan sistematik, sistematik olmayan ve sistemik riske, ülke riski de ilave

edilmeye başlanmıştır. Bir ekonomiyi ve ekonomideki birimleri etkileyen ülke riskinin, maruz kalınma olasılığı diğer risklere nazaran düşük olsa da maruz kalındığında ortaya çıkacak olan etki yüksek olabilir (Günaydın, 2007: 2) Bu durum özellikle uluslararası faaliyet gösteren şirketlerin sermaye maliyeti açısından daha da önemlidir. Şekil 2.3’de uluslararası firmaların diğer firmalardan sermaye maliyetini farklı kılan faktörler gösterilmiştir.

Şekil 2.3. Uluslararası Firmaların Diğer Firmalardan Sermaye Maliyetlerini Farklı Kılan Faktörler



Kaynak: Medura, 2006: 579

Sermaye maliyetinin firma değeri üzerindeki etkisi göz önüne alındığında, uluslararası firmaların farklı sermaye piyasalarına girmesiyle kredi bulma seçenekleri artacak, bu sebeple düşük maliyetli kredi bulma olasılığı artacaktır. Bu durum firmanın sermaye maliyetini düşürecektir. Diğer taraftan bu tür firmaların döviz kuru riski ile ülke riskine maruz kalması iflas olasılığını gündeme getirecek ve bu durum firmanın sermaye maliyetine olumsuz yansıtacaktır. Ancak burada belirtmemiz gerekir ki, döviz kuru riski ile ülke riskine maruz kalınması sadece uluslararası

firmaların karşılaştığı bir sorun değildir. Bir ülkede faaliyet gösteren firmanın sınır ötesi faaliyetlerinin (ihracat ve ithalat) varlığı, bu risklere maruz kalmak için yeterli bir sebeptir. Eğer firma sınır ötesi faaliyette bulunmuyorsa, döviz kuru riskine maruz kalmasa da bir şekilde ülke riskinden etkilenebilmektedir. Çizdiğimiz bu üç farklı firma profilinin ortak paydası, ülke riskinden firmaların bir derecede etkileneceği gerçeğidir.

Yatırımlar ve yatırımcılar açısından da durum çok farklı değildir. Yabancı yatırımlar, politik risk ve döviz kuru riski dikkate alındığında, yurtiçi yatırımlardan farklıdır. Döviz kuru riski yabancı paraların değeriyle ilişkili olarak dalgalanmalar sonucu oluşacak kayıplarla ilişkiliyken, politik risk yabancı ülke hükümetlerinin yatırımın değerini azaltabilecek faaliyetlerinin riski ile ilişkilidir (Ehrhardt and Brigham, 2008: 962). Yabancı yatırımcılar, yapacakları yatırımlarla ilgili döviz, vergi, ulusal paranın değer kaybetmesi ve politik risk gibi etkenlerden korunmaya çalışırlar (Iversen, 1967: 29). Diğer bir ifadeyle bu tür yatırımcılar yatırım yapacakları ülkelerin ülke riskini, kalkınmışlık derecesini ve vergi mevzuatı gibi belirleyicileri göz önünde bulundurarak yatırımlarına yön verirler (Büyükşalvarcı, 2007: 1)

Döviz kuru riskinin firma değerini etkileyip etkilemediği konusunda literatürde birbiriyle çelişen sonuçlar ortaya çıkarılmıştır. Örneğin, Choi (1986) bu tür risklerin firmanın nakit akışını değiştirdiğini ve bu yüzden firma değerlemesinde etken olabileceğini ifade etmiştir. Martin ve Mauer (2003) ise bu tür risklerin göreceli olarak kesin olduğu ve etkin bir biçimde bu riskten korunabileceğini ve bu yüzden firma değerlemesinde etkisinin olmaması gerektiğini belirtmişlerdir. Ancak şunu ifade etmeliyiz ki, yabancı para cinsinden alacağı olan firmanın, yerel paranın değeri yükseldiğinde nakit girişleri olumsuz etkilenecektir. Nakit girişlerinin değerinin azalması ise firmanın değerine olumsuz yansıtacaktır.

Ülke riskinin firma değeri ile ilişkisi sadece döviz kurları ile sınırlı değildir. Makro ekonomik açıdan ortaya çıkan değişiklikler, bir ülkede faaliyet gösteren bütün firmaları olumlu ya da olumsuz etkilemektedir. Bu faktörler özellikle hisse senedi fiyatlarının topluca artma veya düşme eğilimine girmesine neden olmaktadır

(Zügül ve Şahin, 2009: 145) Benzer şekilde, gerçek değer hesaplanmasında, yatırımcıların gelecekteki ekonomik koşullar ile ilgili beklentileri, ulusal ve uluslararası ekonomik yapıların oluşturduğu makroekonomik değişkenlerin analizi sonucunda oluşarak alım satım kararları ve dolayısıyla hisse senedi fiyatlarını etkilerler. (Durukan, 1999: 24). Bu durum şüphesiz ilgili firmanın değerini de etkileyecektir.

Bu sebeple diyebiliriz ki, ülke riskinin firmalar üzerindeki en önemli etkisi firmanın piyasa değeri üzerinde gerçekleşmektedir. Hisse senedi piyasalarında ekonomik, sosyal ve siyasi beklentiler hisse senedi fiyatlarında farklı düzeylerde dalgalanmaya neden olabilmektedir (Özden, 2008: 340). Hisse senetlerinin piyasa değeri ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkinin çıkış noktası, hisse senedi değerlemesinde önem teşkil eden kâr paylarının ve iskonto oranının reel ekonomik değişkenlerden önemli ölçüde etkilenmesidir (Yılmaz vd., 2005: 2). Ülke riskinin varlığı, firma değerlemesinde önemli bir yer tutan, iskonto oranı, beklenen getiri oranı, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti gibi oranların hesaplanmasında bazı değişiklikleri zorunlu kılmıştır. Bunun en somut örneği, ülke risk priminin ilave edilerek ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin değişmesidir. Normal şartlarda ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti şöyle hesaplanmaktadır (Okka, 2009b: 372):

$$k_a = w_1 k_b (1-v) + w_2 k_ö \quad (2.11)$$

Burada k_a ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini, w 'ler öz sermayeden ve borç sermayeden kullanılan fonların ağırlıklarını, k_b borçlanma maliyetini, v vergi oranını ve $k_ö$ sermaye maliyetini göstermektedir.

Finansal varlık değerlendirme modeli (CAMP) incelendiğinde ise ülke riskinin de ilavesiyle sermaye maliyeti şöyle hesaplanmaktadır (Aktaran: Taner ve Akkaya, 2003: 2-3):

$$k_ö = r_f + \beta_j (k_m - r_f) + \text{ülke risk primi} \quad (2.12)$$

Burada r_f beklenen risksiz getiri oranını, β_j sistematik riski ve k_m ise pazar getiri oranını göstermektedir.

Firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine ülke riski priminin ilave edilmesi, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini değiştirecektir. Bu oranın ise bugünkü değer hesaplamalarında kullanılmasıyla firmanın nakit akımlarının bugünkü değeri dolayısıyla da firmanın değerini değiştirecektir.

Ülke riskinin önemli unsurlarından biri olan faiz oranının, firma değeri ile ilişkisi ise yapılan bir çok çalışmada ortaya konulmuştur. Bilindiği gibi bir ülkede faiz oranların artması hisse senetlerine olan talebi azaltacaktır. Bu durum firmaların piyasa değerini azaltacaktır. Ayrıca faiz oranlarının yükselmesi firmaların borç maliyetlerini arttırdığından yeni kârlı yatırımlar yapmasını engelleyerek firma değeri üzerinde olumsuz bir etki yapacaktır.

Ülke riski içinde sosyo-politik unsurlar da önemli derecede firmaların değerini etkileyebilmektedir. Hükümetin ani politika değişiklikleri, ülkedeki etnik ve dinsel gerilimler, iç ve dış karışıklıklar, tek partili hükümetin varlığı, işsizlik ve tüketici güveni gibi bir çok sosyo-politik faktör firmaları olumlu veya olumsuz, dolaylı ya da doğrudan etkilemektedir. Ayrıca gelişmekte olan ülkelerin hükümetleri politik nedenlerden dolayı çok fazla yerli sermayenin yurtdışına gitmesine izin vermeyebilir (Caprio vd, 1998: 284). Bu durum firmaların yurtdışındaki kârlı yatırımlardan mahrum kalarak nakit girişlerini arttırtmasını engelleyecektir.

Görüldüğü gibi ülke riski içinde değerlendirdiğimiz finansal, ekonomik ve sosyo-politik faktörler ile bu faktörleri oluşturan döviz kuru, enflasyon, faiz oranı, ithalat-ihracat oranları gibi makro ekonomik değişkenlerin oynaklığı ve uygulanan hükümet politikaları bir ülkedeki firmalara ve firmaların işlem gördüğü piyasalara etki etmektedir. Ancak ülke riskinin bir ülkenin hisse senedi piyasasına olan etki oranı ülkeden ülkeye farklılık gösterecektir. Bununla birlikte ülke riski içindeki değişkenlerin o ülkenin hisse senedi piyasası üzerinde etkileri de farklı olabilmektedir. Örneğin 2004 yılında Çin hisse senedi piyasası üzerinde yapılan ampirik çalışmalar sonucunda politik riskin etkisinin diğer risklere göre daha etkili olduğu bulunmuştur (Zhang ve Zhao, 2004: 58) 2000 yılında ülkemizin ülke riski notunun düşük olmasındaki en büyük etken ise faiz oranlarının yüksekliğidir. Başka

bir ülkede ise ülke riskinin içerisinde farklı bir değişkenin etkisi, firmalar üzerinde diğerlerinden daha fazla olabilir.

Ülke riskinin firma değeri ile ilişkiyle ilgili söyleyeceklerimizi tamamlamadan önce, gerek ülke riskinin etkisini azalttığı gerekse firmanın değerini arttırdığı öne sürülen Hedging'in hakkında bilgi vermemizde fayda vardır. Ülke riskinin varlığı, firmaların riski azaltmak için Hedging yapmaları sonucunu da ortaya çıkarmaktadır. Firmalar bu şekilde sadece riski kontrol altında tutmayı değil aynı zamanda ileride mal fiyatları arasındaki ilişkiyi ya da faiz oranlarının yönünden doğru şekilde yararlanmayı arzu ederler (Fridson and Alvarez, 2002: 45). Riski geçici olarak başka birine devrederek azaltan ya da ortadan kaldıran bir strateji olan Hedging'in (Woods vd., 2008: 166) firma değerine etkisi üzerine yapılan çalışmalarda Hedging yoluyla firma değerinin artırılacağı ortaya konulmuştur. Guay ve Kothari (2003) ile Cartel vd. (2006) Hedging ile firma değeri arasında pozitif ilişki tespit etmişlerdir. Bartram vd. (2009) 47 ülke üzerinde yaptıkları çalışmada, türev ürünler yoluyla yapılan Hedging'in firmaların toplam riskini azaltarak, firma değerlerini arttırdığını ortaya çıkarmışlardır. Bunun yanında Hedging'in sadece gelecekteki nakit akımlarını koruyarak değil aynı zamanda nakit girişlerinin artmasına öncülük ederek de firma değerini de arttırdığı kabul edilir (Sharan, 2009: 199).

Buraya kadar ülke riski analizi ve ülke riski etkisinde firma değerinin nasıl şekillendiği üzerinde durularak ülke riski ile firma değeri arasındaki teorik ilişki ortaya konulmuştur. Bundan sonraki bölümde ülke riskinin firma değeri üzerindeki etkisi İMKB'dan seçilen firmalar üzerinde, oluşturulan ekonomik modelle ölçülerek, ortaya çıkan sonuçlar ortaya konulup tartışılacaktır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ÜLKE RİSKİNİN FİRMA DEĞERİ ÜZERİNE ETKİSİNİN EKONOMETRİK ANALİZİ

Bir ülkede yaşanan ekonomik, finansal ve sosyo-politik gelişmeleri yansıtan ülke riskinin firmalar için neden önemli olduğuna yukarıda değinilmişti. Ülke riskinin firma değeri ile ilişkisi de teorik olarak incelenmişti. Bu noktada karşımıza çıkan soru şu olmaktadır: “ *Mesela ülke riskinin Türkiye’deki firmaların değeri üzerindeki etkisi nedir?*” Çalışmanın bu bölümünde ülke riskinin Türkiye’deki firmaların değeri üzerindeki etkileri, oluşturulan ekonometrik model ile ölçülmeye çalışılacaktır. Araştırmamızda kullanılan yöntem ve modeller hakkında belirleyici bilgiler yine bu bölümde sunulacaktır.

3.1. ARAŞTIRMANIN KONUSU, AMACI VE KAPSAMI

Araştırmamızda, ülke riskinin kaynaklarını oluşturan faktörlerin ve bu faktörlerin etkisiyle oluşan ülke riskinin, yukarıdaki teorik açıklamalara göre, firmanın değerini etkilediği varsayılmaktadır. Bu yüzden çalışmamızın konusu, ülke riski ve firma değeri arasındaki ilişkiyi ortaya koymaya yönelik çalışmalardan oluşmaktadır.

Bu çerçevede araştırmanın amacı; 2000-2009 yılları arasında ülke riskinin İMKB 100 endeksindeki firmaların değerini ne ölçüde etkilediğinin tespitidir.

Araştırma 2000-2009 yıllarını arasındaki 10 yıllık süreyi kapsamaktadır. Araştırmaya konu olan firmalar, bu süre zarfında 3’er aylık dönemler itibariyle 40 dönemde verileri yayınlanan, İMKB 100 endeksinde yer alan firmalardan oluşmaktadır. Analiz yöntemi olarak seçtiğimiz panel veri analizinde yanıltıcı sonuçların çıkması ihtimalini ortadan kaldırabilmek için ilgili dönemde sürekli verilerine ulaşılabilen firmalar araştırmaya dahil edilmiştir. Bu çerçevede araştırma, ilgili dönemlerde veri kaybı olmayan 43 adet firma ile sınırlı kalmıştır. İMKB 100 endeksindeki firmaların seçilmesindeki amaç; endekse dahil olacak firmaların, büyüklük ve likidite kriterlerinin yanında sektörel temsil kabiliyetinin de göz önünde

bulundurularak endekse dahil edilmesidir. Sonuç olarak, ülke riskinin firma değeri üzerine etkisi 43 adet firmanın 10 yıllık süreyi kapsayan toplam 1720 (43x10x4) verisi kullanılarak, panel veri analiziyle incelenmiştir.

Ülke riski ile firma değeri arasındaki ilişkiyi tespit etmeye yönelik çalışmalar genellikle ülke riski hesaplamasında dikkate alınan değişkenler (döviz kuru, faiz oranı, politik risk, ekonomik risk, makroekonomik değişkenler vb.) ile firma değeri arasındaki ilişkiyi ortaya çıkarmaya yönelik olarak yapılmıştır. Bu sebeple ülke riskinin tüm bileşenleriyle birlikte firma değeri arasındaki ilişkiyi ortaya çıkarmaya yönelik çalışmalar oldukça sınırlıdır. Konuyla ilgili geçmiş çalışmalar gerek çalışmamızın model ve değişkenlerinin tanıtılmasında, gerekse model sonuçlarının değerlendirilmesinde karşılaştırmalı olarak sunulacaktır.

3.2. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

Araştırmada, ülke riski ile firma değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olup olmadığı, bu ilişkinin yönünün ve derecesinin ne şekilde olduğunu ortaya koyabilmek için panel veri analizi yöntemi uygulanmıştır.

Ekonometrik çalışmalarda farklı veri türleri kullanıldığından, bu verilerin türüne uygun modellerin seçilmesi gerekmektedir. Ekonometrik çözümler genel olarak iki ana dalda incelenebilir. Birincisi zaman serisi analizi, bir diğeri ise yatay kesit analizidir. Zaman serisi analizi değişkenlerin bir zaman aralığı üzerindeki değerlerini ve bu değerlerin farklı değişkenler için birbirleriyle karşılaştırılmasına dayanırken, yatay kesit analizi; tek bir zaman noktasında farklı değişkenlerin incelenmesine dayanır. Zaman serileri ve yatay kesit verilerinin bir arada kullanıldığı analizler ise panel veri adını almaktadır (Wikipedia, 2009). Diğer bir ifadeyle panel veriler, zaman serisi ve yatay kesit verilerini bir araya getirerek, farklı zaman aralıklarında aynı birimlere ilişkin veri setlerinden oluşmaktadır. Araştırma kapsamında oluşturulan veri, seti zaman serileri ve yatay kesit verilerini birlikte içermektedir. Bu sebeple panel veri analizi yönteminin bu araştırma için uygun olduğu kanaatine varılmıştır.

Bir panel veri seti yatay kesit ve zaman serisi boyutlarının her ikisine birlikte sahip olmaktadır (Wooldridge, 2009: 452). Panel veri yöntemi, yatay kesit ve zaman serisi boyutlarına birlikte sahip olduğundan uygulamacılara bazı avantajlar kazandırmaktadır. Bu avantajları şöyle sıralayabiliriz (Kennedy, 2006: 331):

- 1- Panel veri bir dönemden diğerine meydana gelen değişim ile mikro birimler arasındaki değişimi birleştirerek değişkenlik meydana getirmekte ve çoklu doğrusallığı azaltarak daha güvenli sonuçlar vermektedir.
- 2- Tek başına yatay kesit ya da zaman serisi verileri ile değerlendirilemeyen konuların incelenmesinde kullanılabilir.
- 3- Yatay kesit verileri dinamikler hakkında bir şey söylemezken, zaman serisi verilerinin iyi tahminler yapabilmesi için yeterince uzun olması gerekir ve tüm dinamik davranışlarla ilgilidir. Bu bakımdan panel veri çeşitli birimlerin dinamik tepkileri üzerine mevcut bilgiyi kullanarak çok uzun bir zaman serisine olan ihtiyacı giderebilir.
- 4- Panel veri mikro birimlerde türdeş olmama durumu (mikro birimlerin hepsinin diğerine ölçülemeyen temel değişkenler açısından farklı olması durumu) ile ilgilendiğinde kullanılabilir.

Yatay kesit ve zaman serisi verilerini bir araya getirerek bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişkileri analiz için kullanılan temel panel veri regresyon modeli basit bir biçimde şöyle gösterilmektedir (Greene, 2002:285).

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

3.1 nolu denklemde i alt simgesi, hane halkı, firma, ülke gibi yatay kesit boyutunu ifade ederken, t alt simgesi zamanı yani zaman serisi boyutunu ifade etmektedir. Denklemde y_{it} modele ait bağımlı değişkenleri, X_{lit} bağımsız değişkenleri ve ε_{it} hata terimini göstermektedir. Bu denklemde bağımsız değişkenlerce gözlemlenemeyen, zamana göre değişmeyen ancak kesitlere özgü özellikleri kapsayan bireysel etki söz konusudur ve birimlere ait farklı özellikler hata terimi

içerisinde yer almaktadır. Bu tür modeller tek taraflı hata bileşeni regresyon modeli adını almaktadır (Baltagi 2005: 11-12).

Panel veri analizi tahmininde iki temel yöntem kullanılmaktadır. Bunlardan ilki “sabit etkiler modeli” olarak adlandırılan ve her bir yatay kesit birim için farklı sabit katsayıların elde edilmesine imkan veren modeldir. Sabit etkiler modeli (FEM) her bir yatay kesit birimi için farklı bir sabit değer oluşturmaktadır. Sabit etkiler modelinde β ile gösterilen eğim katsayılarının değişmediği, ancak sabit katsayıların sadece kesit verileri arasında veya sadece zaman verileri arasında veya her iki veri içinde değişme gösterdiği varsayılmaktadır. Diğer bir deyişle panel veri setinde kesitler arasında fark olduğunda, zamana bağlı bir farklılaşma yoksa bu regresyon modeli tek yönlü ve kesite bağlı sabit etkiler modeli olarak adlandırılır. Farklılaşma yalnızca zamana bağlı olarak oluşuyorsa bu tür modeller tek yönlü zamana bağlı sabit etkiler modeli olarak adlandırılır. Eğer panel verilerde hem zamana ve hem de kesite göre bir farklılaşma söz konusuysa bu modellere çift yönlü sabit etkiler modeli denir. Ancak panel veri analizlerinde çoğunlukla zaman etkisinden çok kesit etkisi araştırıldığından panel veri modelleri genellikle tek yönlü modellerdir (Hsiao 2002:30). Bu nedenle model;

$$Y_{it} = X_{it}\beta + \alpha_i + \varepsilon_{it} \quad (3.2)$$

şeklinde yazılabilir. Burada $\alpha_i = Z_i'\alpha$ 'dır ve gözlenebilen tüm etkileri katmaktadır. Bu sabit etkiler yaklaşımı α_i 'yi regresyon modelindeki gruba özgü sabit terim olarak almaktadır. Buradaki sabit ifadesi terimin zaman içerisinde değişmediğini göstermektedir (Greene, 2002:285).

Panel veri analizi tahmininde kullanılan ikinci yöntem ise “tesadüfi etkiler modeli”dir. Tesadüfi etkiler modeli veya rassal etkiler modeli (REM), kesitlere ve zamana bağlı olarak meydana gelen değişikliklerin modele hata teriminin bir bileşeni olarak dâhil edilmeleri durumunda söz konusu olur. Rassal etkili modellerin sabit etkili modellere göre üstünlüğü, bu modellerde serbestlik derecesi kaybının ortadan kalkmış olmasıyla açıklanmaktadır. Bunun yanında rassal etkiler modeli, modele

örneklem dışındaki etkilerin de dâhil edilmesine olanak sağlamaktadırlar (Hsiao 2002:31).

Gözlenemeyen bireysel değişkenlerin açıklayıcı değişkenlerle ilişkisiz olduğu varsayıldığında model şu şekilde formüle edilmektedir;

$$\begin{aligned} Y_{it} &= X_i\beta + E[Z_i\alpha] + \{Z_i\alpha - E[Z_i\alpha]\} + \varepsilon_{it} \\ &= X_i\beta + \alpha + u_i + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (3.3)$$

Bu rassal etkiler yaklaşımı u_i 'nin ε_{it} 'ye benzer şekilde gruba özel rassal eleman olduğunu belirtmektedir (Greene, 2002:285).

Bunun açıklamalardan sonra karşımıza şu soru çıkmaktadır “Panel veri analizinde sabit etkiler modeli mi yoksa rastsal etkiler modeli mi seçilecektir?”. Hangi modelin seçileceği daha çok araştırmacının tercihinine bağlı olmasına rağmen, bu süreçte veri toplama ve derleme önem kazanmaktadır. Gerek sabit etkiler modeli, gerekse rastsal etkiler modeli bazı olumsuzluklar içermektedir. Sabit etkiler modelinin en büyük sorunu serbestlik derecesinden kaynaklı iken, rastsal etkiler modelinin en büyük sorunu spesifik etkiler ile açıklayıcı değişkenler arasında herhangi bir korelasyon olmadığı varsayımının yapılmasından kaynaklıdır. Bu sorunların çözümlenebilmesi için yatay kesite özgü hata bileşeni ε_{it} ile X açıklayıcı değişkenleri arasındaki olası korelasyon hakkında yapılan varsayımlara bakılmaktadır (Kök ve Simsek, 2006, 23), (Yalçın, 2005, 47).

Eğer etkiler açıklayıcı değişkenler ile ilişkisiz ise yani, ε_{it} ile X arasında korelasyon yoksa (N yatay kesit verileri geniş bir ana kütlede geliyorsa) rastsal etkiler modeli tahminleri tutarlı ve etkin olmakta, buna karşılık sabit etkiler modeli tahminleri tutarlı fakat etkin olmamaktadır. Dolayısıyla rastsal etkiler modeli tercih edilmektedir. Ancak ε_{it} ile X arasında korelasyon varsa (ilgi belirli bir N yatay kesit verisi üzerinde ise) bu defa da sabit etkiler modeli tahminleri tutarlı ve etkin, fakat rastsal etkiler modeli tahminleri ise tutarsız olacağından sabit etkiler modeli uygun olacaktır (Baldemir ve Keskiner, 2004, 48).

Bunun yanı sıra hangi modelin seçileceği genellikle Hausman tarafından önerilen test istatistiği ile incelenebilmektedir. Bu durumda sabit etki model parametre tahmincileri ile rassal etkili modelin parametre tahmincileri arasındaki farkın istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığı incelenmektedir (Sakinç, 2008: 139).

Hausman test istatistiğinin hipotezleri şöyledir:

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

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

Burada sıfır hipotezinin kabul edilmesi demek rastsal etkiler modelinin sabit etkiler modeline karşın kabul edilmesi demektir (Kök ve Simsek, 2006, 25).

Bu çerçevede araştırmamızda zaman serisi 2000-2009 yıllarını arasındaki 3'er aylık toplam 40 dönemi kapsadığı ve kesit serilerini ise 43 firma oluşturduğu daha önce ifade edilmişti.

3.3. ARAŞTIRMADA KULLANILAN MODELİN VE DEĞİŞKENLERİN TANITILMASI

Araştırmada panel veri analizi yönteminin seçildiği ve uygulanacağı yukarıda ifade edilmişti. Modelde gerek ülke riskinin gerekse ülke riskinin oluşturan ekonomik, finansal ve sosyo-politik risklerin firma değeri üzerine etkisi araştırılmıştır. Buna göre kontrol değişkenlerinin de eklenmesiyle araştırmada aşağıda görüleceği üzere dört adet model kurulmuştur:

Model 1. Ekonomik riskin firma değeri üzerine etkisi

$$FDEG_{it} = \alpha_{it} + \beta_1FKALD + \beta_2BÜY + \beta_3NİSA + \beta_4ERP + \varepsilon_{it}$$

Model 2. Finansal riskin firma değeri üzerine etkisi

$$FDEG_{it} = \alpha_{it} + \beta_1FKALD + \beta_2BÜY + \beta_3NİSA + \beta_4FRP + \varepsilon_{it}$$

Model 3. Politik riskin firma değeri üzerine etkisi

$$FDEG_{it} = \alpha_{it} + \beta_1FKALD + \beta_2BÜY + \beta_3NİSA + \beta_4PRP + \varepsilon_{it}$$

Model 4. Ülke riskinin firma değeri üzerine etkisi

$$FDEG_{it} = \alpha_{it} + \beta_1FKALD + \beta_2BÜY + \beta_3NİSA + \beta_4URP + \varepsilon_{it}$$

Burada;

FDEG = Firma değerini,

FKALD = Finansal kaldıracı (kontrol değişkeni olarak eklenmiştir),

BÜY = Firma büyüklüğünü (kontrol değişkeni olarak eklenmiştir),

NİSA = Firmanın likiditesini (kontrol değişkeni olarak eklenmiştir),

ERP = Ekonomik risk primini,

FRP = Finansal risk primini,

PRP = Politik risk primini,

URP = Ülke risk primini göstermektedir.

Modellerde kullanılan değişkenler üç gruba ayrılmaktadır. Bunlar; bağımlı değişkenler, bağımsız değişkenler ve kontrol değişkenleridir. Bu değişkenlerin hesaplanmasında hangi verilerden yararlandığı, nasıl hesaplandığı ve hangi çalışmalarda kullanıldığı aşağıda açıklanmaya çalışılacaktır.

3.3.1. Bağımlı Değişkenlerin Tanıtılması

Modelde bağımlı değişken olarak firma değerinin (FDEG) logaritması kullanılmıştır. FDEG, firmanın piyasa değerinin logaritması olarak aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

$$FDEG = \ln (\text{Hisse senedinin piyasa fiyatı} \times \text{Hisse senedi sayısı}) \quad (3.4)$$

Bu değişkenin hesaplanabilmesi için gerekli veriler İMKB ve İMKB'ye bağlı Kamuyu Aydınlatma Platformu'nun (KAP)* web sitesinden elde edilmiş ve 3.4 nolu formülle hesaplanmıştır. İkinci bölümde de belirtildiği gibi hisse senetleri borsalarda işlem gören firmaların değerini en iyi piyasa fiyatının yansıttığı ileri sürölmektedir. Bunun sebebi piyasada oluşan fiyatın arz ve talebe göre kendiliğinden oluşması ve sübjektif değerlendirme gerektirmemesidir. Ülkemizde de aktif ve herkesin ulaşabileceği bir piyasanın olması, firmaların değerinin çoğu çalışmada piyasa değeri ile ölçölmesini beraberinde getirmiştir. Firmaların değerleri, firmaların büyüklüğüne göre değiştiğinden logaritması alınarak modele dahil edilmiştir. Firma değeri ile ilgili yapılan çalışmaların bir çoğunda gerek bağımlı değişken gerekse kontrol değişkeni olarak firma değerinin logaritması modellere dahil edilmektedir.

Merikas (1999) ülke riski bileşenlerinden döviz kurunun firma değeri üzerindeki etkisini belirlemede piyasa değerini bağımlı değişken olarak kullanmıştır. Kaminsky ve Schmukler (2001) ülke riski ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi panel veri analizi ile ölçtükleri çalışmada bağımlı değişken olarak hisse senetlerinin piyasa değerini kullanmışlardır. Tunaboşlu (2008), İMKB'de ülke riski değişkenleri arasında yer alan döviz kurunun, firma değeri üzerine etkisi ölçmek için yaptığı çalışmada bağımlı değişken olarak, piyasa değerini kullanmıştır. Pekkaya (2006), İMKB firmaları üzerinde yaptıkları çalışmada bağımlı değişken olarak piyasa değerini kullanmışlardır. Önal vd. (2002) İMKB'deki bankalar üzerinde yaptıkları çalışmada piyasa fiyatını bağımlı değişken olarak kullanmışlardır. Benzer şekilde İMKB üzerinde yapılan çalışmaların bir çoğunda firma değeri olarak firmaların borsada oluşan fiyatları bağımlı değişken olarak kullanılmıştır.

* Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP), sermaye piyasası ve borsa mevzuatı uyarınca kamuya açıklanması gerekli bildirimlerin elektronik imzalı olarak iletildiği ve kamuya duyurulduğu elektronik sistemdir. Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) 'Bilgi, Belge ve Açıklamaların Elektronik Ortamda İmzalanarak KAP'a Gönderilmesine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'i kapsamında, kamuya açıklanacak her türlü bilgi ve belgenin Kamuyu Aydınlatma Platformu'na (KAP) gönderilmesi gerekmektedir. İşletimi İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) KAP İşletim Müdürlüğü tarafından yürütölmekte olan sistem , tüm Türkiye'ye yayılmış 550'yi aşkın şirketi ve 2500'ü aşkın kullanıcıyı kapsamaktadır. Sistem , tüm kesimlerin İMKB şirketleri ile ilgili doğru, anlaşılır, tam bilgiye, internet üzerinden eş anlı ve düşük maliyetle erişebilmelerine imkan tanıyacak şekilde tasarlanmıştır. Ayrıca, geçmişe dönük bilgilere de kolay ve düşük maliyetle erişim imkanı sağlayan elektronik bir arşiv niteliğindedir (KAP, 2009).

3.3.2. Bağımsız Değişkenlerin Tanıtılması

Modellerde kullanılan bağımsız değişkenler ekonomik risk primi (ERP), finansal risk primi (FRP), politik risk primi (PRP) ve ülke risk primi (URP) dir. Bu risk primlerinin tamamı son dönemdeki çalışmalarda oldukça sık kullanılan ve güvenilirliği kabul edilmiş ICRG (International Country Risk Guide)'den temin edilmiştir. ICRG ülke riskini toplam 22 faktöre bağlı olarak hesaplamaktadır. Bu faktörlerin 5'i ekonomik risk priminin, 5'i finansal risk priminin ve 12'si ise politik risk priminin hesaplanmasında kullanılmaktadır. Bu faktörler çalışmanın birinci bölümünde Tablo 1.7'de özetlenmişti. Ayrıca ICRG'nin ayrıntılı ülke riski metodolojisi Ek-2'de sunulmuştur.

Ekonomik ve finansal risk primlerinin hesaplanmasında en yüksek değer "50" en düşük değer ise "0"dır. Politik risk priminin hesaplanmasında ise en yüksek değer "100" en düşük değer "0"dır. Ülke risk primi ise bu üç risk bileşimini de içine alacak şekilde aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanmaktadır.

$$URP = 0,5 (PRP + FRP + ERP) \quad (3.5)$$

3.5 nolu formül ile hesaplanan ülke risk primi (URP) içerisinde politik riskin ağırlığı % 50, finansal ve ekonomik riskin ağırlığı ise % 25'dir. Hesaplama her risk primi için en yüksek değer en düşük riski göstermektedir. Örneğin bir ülke için ülke risk notunun "0" olması, en yüksek potansiyel riski ifade etmektedir. Bu durum oluşturduğumuz modellerde ortaya çıkacak sonuç için sakıncalı olacağından, ilgili risk primleri değer küçüldükçe riskin de azalacağı şeklinde yeniden düzenlenmiştir.

Erb vd. (1996) 117 ülkede ICRG ülke riski primleri ile yaptıkları çalışmada ülke riski primleri ile hisse senedi fiyatları arasında negatif yönlü bir ilişki tespit etmişlerdir. Bansal ve Dahlquist (2001) 9 ülkede ICRG ekonomik risk primi ile finansal risk primi değişkenleri kullanarak, bu değişkenlerin hisse senetleri üzerinde etkili oldukları sonucuna varmışlardır. 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.

3.3.3. Kontrol Değişkenlerinin Tanıtılması

Çalışmamızda firma büyüklüğü (BÜY), finansal kaldıraç (FKALD) ve likidite ölçüsü (NİSA) kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır. Bu değişkenlerin hesaplanabilmesi için gerekli veriler, bağımlı değişkende olduğu gibi İMKB ve KAP'dan elde edilen verilerle hesaplanmıştır.

Firma büyüklüğü (BÜY) olarak toplam aktiflerin logaritması kullanılmıştır. Çalışmalarda firma büyüklüğü olarak genellikle toplam aktiflerin veya satış toplamının logaritması kullanılmaktadır. Firma büyüklüğünün hesaplanmasında 3.6 nolu formül kullanılmıştır.

$$BÜY = \ln (\text{Aktif toplamı}) \quad (3.6)$$

Modele eklenen diğer kontrol değişkeni ise finansal kaldıraç (FKALD)tır. FKALD aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

$$FKALD = \text{Toplam Borçlar} / \text{Toplam Aktif} \quad (3.7)$$

Net çalışma sermayesi likiditenin bir ölçüsü olarak kullanılmaktadır. Bir firmada net işletme sermayesi kısa vadeli borçlara, dönen varlıklara ve toplam varlıklara bölünerek oransal olarak net işletme sermayesi ölçülmeye çalışılır (Okka, 2009b, 106). Çalışmamızda kontrol değişkeni olarak net çalışma sermayesinin toplam varlıklara oranı kullanılmış ve aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

$$NİSA = (\text{Cari Pasifler} - \text{Cari Aktifler}) / \text{Toplam Aktif} \quad (3.8)$$

NİSA, net çalışma sermayesinin aktifler içindeki payının firma ihtiyaçları için yeterli olup olmadığını ve orandaki değişimin firmanın diğer verilerindeki değişimleri ile karşılaştırılmasında kullanılmaktadır. Çalışmamızda da likiditenin toplam aktif içindeki oranı olarak firma değeri değişkeni ile ilişkisine bakılmıştır.

Kurduğumuz modellerde kullandığımız kontrol değişkenlerinden özellikle firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç, finans literatüründe bir çok çalışmada kontrol

değişkeni olarak kullanılmıştır. Gerek uluslararası gerekse ulusal çalışmalarda söz konusu değişkenlerin kullanıldığı çalışmaların bazıları Tablo 3.1’de gösterilmiştir.

Tablo 3.1. Modeldeki Kontrol Değişkenlerinin Kullanıldığı Firma Değeri Konulu Çalışmalar

Çalışmalar	Kontrol Değişkenleri			Likidite
	Firma Büyüklüğü	Finansal Kaldıraç		
McConel ve Servaes (1990)	Aktif Toplamının Logaritması	Borç / Varlıkları Yerine Koyma Maliyeti		-
Holdernes, Krosner ve Sheehan (1999)	Toplam Varlıklar	T.Borç / T. Varlık		-
Firer ve Williams (2003)	P. Değerinin Logaritması	Toplam Borç / Varlıkların Defter Değeri		-
Hardouvelis vd. (2007)	P. Değerinin Logaritması	-		NİSA
Tunaboğlu (2008)	Aktif Toplamının Logaritması	Öz kaynak / Borçlar		-

Modelde kullanılan değişkenlerin tanımlamaları, kaynakları ve yapılan açıklamalar çerçevesinde değişkenlerin beklenti işaretleri ise Tablo 3.2’de özetlenmiştir.

Tablo 3.2. Modeldeki Değişkenlerin Tanımlanması ve Beklenti İşaretleri

Değişken Adı	Değişkenlerin Tanımlanması	Beklenti İşaretleri	Değişkenin Kaynağı
FDEG	Hisse senedi değerinin hisse senedi sayısı ile çarpımı		İMKB-KAP
FKALD	Toplam borçların toplam aktiflere oranı	+	İMKB
BÜY	Aktif toplamının logaritması	+	İMKB
NİSA	Net çalışma sermayesinin toplam varlıklara oranı	?	İMKB
ERP	Ekonomik risk primi (Ek-2)	-	ICRG
FRP	Finansal risk primi (Ek-2)	-	ICRG
PRP	Politik risk primi (Ek-2)	-	ICRG
URP	Ülke risk primi (Ek-2)	-	ICRG

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

3.4. MODEL ÇALIŞMASINA İLİŞKİN BULGULAR

Modellerin çalışması sonucunda ortaya çıkan sonuçlar sırasıyla; tanımlayıcı istatistiklerin yorumlanması, değişkenler arası ilişkilerin yorumlanması ve model uygulamasına ait ana regresyon sonuçları olarak üç farklı grupta değerlendirilmiştir.

3.4.1. Tanımlayıcı (Temel) İstatistiklerin Yorumlanması

Modeldeki değişkelere ait tanımlayıcı istatistikler Tablo 3.3’de gösterilmiştir. Buna göre net çalışma sermayesinin aktif büyüklüğe oranını veren NİSA’nın ortalaması yaklaşık % 5 iken, minimum değeri - % 72 maksimum değeri ise % 92’dir. Finansal kaldıraça baktığımızda ise ortalamanın 0.55, minimum değerin - 3,89 ve maksimum değerin 1,43 olduğu görülmektedir. Finansal kaldıraç değerinin 1’in üzerinde çıkması araştırma kapsamındaki firmaların öz kaynaklarının bazı dönemlerde negatif değere sahip olmasından ileri gelmektedir.

Tablo 3.3. Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Gözlem	Ortalama	Std. Sapma	Min	Max
FDEG	1720	-.0234128	.98396	-2.09	4.81
NİSA	1720	.0527733	2.379879	-71.09	.92
KALD	1720	.5529535	.2749251	-3.89	1.43
BUY	1720	9.07832	.7898559	7.12	11.98
ERP	1720	20.3	4.875841	14.5	32.5
FRP	1720	19.225	3.101204	15	26.5
PRP	1720	37.975	4.293611	29.5	47
URP	1720	38.75	5.105098	31.5	51.5

Ülke riski değişkenlerini incelediğimizde ekonomik risk priminin ortalaması 20,3, finansal risk priminin ortalaması 19,225, politik risk priminin ortalaması ise 38 olarak gerçekleşmiştir. Ülke risk priminin ortalaması ise yaklaşık 39’dur. Bu sonuçlara göre ortalamalar baz alındığında ilgili dönemlerde Türkiye’de ekonomik, finansal ve politik riskin orta düzeyde risk sınıfına girdiğini ülke riskinin ise ılıman risk sınıfına girdiğini söyleyebiliriz (Ek-2).

3.4.2. Değişkenler Arasındaki İlişkinin Yorumlanması

Modeldeki bağımlı değişkeni açıklayan değişkenler arasındaki korelasyon matrisi Tablo 3.4’de gösterilmiştir.

Tablo 3.4. Değişkenler Arasındaki İlişki

	NİSA	KALD	BUY	ERP	FRP	PRP	URP
NİSA	1.0000						
KALD	0.0321	1.0000					
BUY	0.0341	0.3698	1.0000				
ERP	-0.0314	-0.0153	-0.3800	1.0000			
FRP	-0.0418	-0.0217	-0.3437	0.6155	1.0000		
PRP	-0.0311	-0.0143	-0.2234	0.4257	0.6002	1.0000	
URP	-0.0408	-0.0199	-0.3798	0.8435	0.8500	0.8061	1.0000

Tablo 3.4 incelendiğinde net işletme sermayesinin aktif toplamına oranı ile finansal kaldıraç derecesi ve firma büyüklüğü arasında pozitif (0.03) yönlü bir ilişki söz konusudur. Net işletme sermayesinin aktif toplamına oranı ile ülke risk primleri arasında ise negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Firma büyüklüğü ile ülke risk primleri arasında da benzer şekilde negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Ülke risk primlerinin kendi aralarındaki ilişkiye baktığımızda ise literatüre uygun şekilde pozitif bir ilişki gözlenmiştir. URP ile FRP arasında 0,85, ERP arasında 0,84, PRP arasında ise 0.80 ilişki söz konusudur. FRP ile ERP arasında 0,61 ve FRP ile PRP arasında benzer şekilde 0,60 pozitif yönlü bir ilişki söz konusudur. Ülke risk primleri arasındaki pozitif ilişkinin nedeni bu değişkenlerden birinin artmasının diğer risk primini de tetiklemesinden kaynaklanmaktadır. Örneğin, bir ekonomideki belirsizliklerin artmasına bağlı olarak ekonomik risk priminin artması, politik gerginliklerin dolayısıyla da politik risk priminin artmasına neden olmaktadır.

3.4.3. Model Uygulamasının Ana Regresyon Sonuçları

2000-2009 yılları arasında ülke riskinin firma değeri üzerinde etkilerine ilişkin oluşturulan modellerin panel veri analizi ile test edilmesinden elde edilen sonuçlar Tablo 3.5’de gösterilmiştir.

Tablo 3.5. Panel Veri Sonuçları

	MODEL 1		MODEL 2		MODEL 3		MODEL 4	
	FEM	REM	FEM	REM	FEM	REM	FEM	REM
SABİT	-9.722***	0,126	-11.11***	0,0141	-14.78***	-2.746***	-11.26***	1.055***
	-0,554	-0,286	-0,547	-0,32	-0,483	-0,363	-0,628	-0,349
KALD	-0.697***	-0.307***	-0.770***	-0.388***	-0.869***	-0.536***	-0.773***	-0.351***
	-0,0933	-0,0743	-0,094	-0,0778	-0,0943	-0,085	-0,0949	-0,0774
BUY	1.212***	0.237***	1.364***	0.309***	1.622***	0.472***	1.382***	0.275***
	-0,0543	-0,0279	-0,0509	-0,0288	-0,0439	-0,0304	-0,0552	-0,0291
NİSA	-0,00279	0,00409	-0,00409	0,00287	-0,00381	0,00716	-0,00381	0,00295
	-0,00731	-0,00789	-0,00741	-0,0083	-0,00748	-0,00911	-0,00745	-0,00824
ERP	-	0.0453***	-0.105***					
	-0,00479	-0,00421						
FRP			-	0.0453***	-0.137***			
			-0,00706	-0,00683				
PRP					0.0135***	-	0.0333***	
					-0,0044	-0,00519		
URP							-	-
							0.0227***	0.0872***
							-0,00466	-0,00419
Gözlemler	1720	1720	1720	1720	1720	1720	1720	1720
R ²	0,503	0,41	0,489	0,36	0,479	0,34	0,483	0,36
Grup Say.	43	43	43	43	43	43	43	43
Hausman Testi		445,31		649,87		1411,75		567,51
Hausman Olasılık		0,0000		0,0000		0,0000		0,0000
F Testi	422,64	1033,58	399,65	773,94	384,49	350,50	391,35	811,75
F Testi Olasılık	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
* % 10 Düzeyinde Anlamlı ** % 5 Düzeyinde Anlamlı *** % 1 Düzeyinde Anlamlı								

Tablo 3.5’de 4 farklı model için panel veri analizine ilişkin sonuçların tamamı verilmiştir. Yapılan Hausman testi sonucunda 4 model içinde p değerleri 0.05’den küçük olduğundan rassal etkiler modeli seçilerek yorumlanmıştır ($H_0: E(\varepsilon_{it} | X_{it}) = 0$ kesit verisi ve zaman serisi etkileri rastsaldır, korelasyon yoktur). Bu bağlamda 2000-2009 yılları arasındaki 40 zaman serisi ve 43 yatay kesit serisi bir araya getirilerek 1720 gözlem analiz edilmiştir. Modelin çalışmasıyla bağımlı değişkeni açıklayan 4 farklı model için aşağıdaki denklemler elde edilmiştir.

$$FDEG_{it} = 0,126 - 0.307KALD + 0.237BÜY + 0,00409NİSA - 0.105ERP$$

$$FDEG_{it} = 0,0141 - 0.388KALD + 0.309BÜY + 0,00287NİSA - 0.137FRP$$

$$FDEG_{it} = -2.746 - 0.536KALD + 0.472BÜY + 0,00716NİSA - 0.0333PRP$$

$$FDEG_{it} = 1.055 - 0.351KALD + 0.275BÜY + 0,00295NİSA - 0.0872URP$$

Elde edilen denklemlerin anlamlılık düzeyini test eden F değerlerine ilişkin p değerleri sıfır olduğundan ($p < 0,01$); oluşturduğumuz modellerin % 99 güvenirlilikte anlamlı olduğunu söyleyebiliriz.

Modelin çalıştırılması sonucunda ekonomik risk primi ile firma değeri arasında istatistiksel olarak % 1 düzeyinde anlamlı ve negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Yani ekonomik risk priminin artması firma değerini azaltmaktadır. Finansal risk primi ile firma değeri arasında benzer şekilde istatistiksel olarak % 1 düzeyinde anlamlı ve negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Politik risk primi ile firma değeri, ülke riski primi ile firma değeri arasındaki ilişkide istatistiksel olarak % 1 düzeyinde anlamlı ve negatif yönlü bir ilişkidir. Ülke riski değişkenleri ile ilgili bulgular literatüre uygun ve teorik olarak beklentiler ile aynı yönlüdür.

Erb vd. (1996) 117 ülkede yaptıkları çalışmada ülke riski ile hisse senetleri fiyatı arasında negatif yönlü bir ilişki tespit etmişlerdir. Bekaert ve Harvey (2003) ve Mateus (2004) ise hisse senetleri getirileri üzerinde yaptıkları çalışmalarda ülke riskindeki (global risk) artışların hisse senetlerinin getiri oranlarını azalttığını tespit etmişlerdir. Önal vd. (2002) ülke riskinin belirlenmesinde kullanılan döviz kurların İMKB'deki bankaların piyasa değeri üzerinde etkili olduğunu tespit etmişlerdir. Yapraklı ve Güngör (2006) zaman serileri analizini kullanarak ülke riskinin İMKB'deki firmaların hisse senedi değeri üzerinde etkili olduğunu ve ülke riskinin üç ana faktörünü oluşturan ekonomik, finansal ve politik risk faktörlerinin firmaların hisse senedi değerlerini olumsuz etkiledikleri tespit etmişlerdir. Firma değeri üzerinde

birçok çalışması bulunan Damodaran (2003), ülke riskinin diğer riskler gibi firma değeri üzerinde etkili olduğunu tespit etmiştir. Pereiro (2002), Ashley (2007) ülke riskinin değerlemelerde dikkate alınması gerektiğini öne sürmüş ve iskonto oranı hesaplanırken ülke risk primin iskonto oranına eklenmesi gerektiğini belirtmiştir. Zhang ve Zhao (2004) Çin sermaye piyasasında yaptıkları çalışmada ülke riski bileşenlerinden politik riskin firma değeri üzerinde önemli derecede etkili olduğunu saptamışlardır. 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. Sabal (2008) ülke riskinin nakit akımlarını dolayısıyla da firma değerini etkilediğini savunmuştur. Sabal, bir çok gelişmiş piyasaya da ülke riski priminin CAMP iskonto oranına eklendiğini ve bu durumun nakit akımlarını değiştirdiğini belirtmiştir.

Bunun yanında finansal kaldıraç ile firma değeri arasında istatistiksel olarak % 1 düzeyinde anlamlı ve negatif bir ilişki varken, firma büyüklüğü ile firma değeri arasında istatistiksel olarak % 1 düzeyinde anlamlı ve pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Literatürde, finansal kaldıraçın firmanın değerini hangi yönde etkilediğine ilişkin çelişen sonuçlar olmasına rağmen firmaların finansal kaldıraç etkisini kullanarak, değerlerini yükseltebilecekleri daha yaygın biçimde benimsenmektedir. (Demirkol, 2006: 11). Likiditenin bir ölçüsü olarak modele dahil ettiğimiz NİSA ile firma değeri arasında ise anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

Bu çalışmada, Türkiye’de 2000-2009 yılları arasındaki 10 yıllık dönemde ülke riskinin ve ülke riski bileşenlerinin İMKB’deki firmaların değerini negatif etkilediği model çalışmasıyla ortaya konulmuş olmaktadır. Aşağıda çalışmanın genel değerlendirmesi yapılacak, sonuç ve öneriler ortaya koyulacaktır.

DEĞERLENDİRME, SONUÇ VE ÖNERİLER

Dünya ekonomisinde yaşanan küreselleşme, ülkelerin, firmaların ve yatırımcıların karşılıklı ilişkilerini arttırmış ve ticaretin sınırlarını ortadan kaldırmıştır. Bu durum firmalar ve yatırımcılar açısından birçok tehdit ve fırsatı beraberinde getirmiştir. Yatırımları aracılığıyla fırsatları kâra dönüştürmek isteyen yatırımcı kişi ya da kuruluşların katlanması gereken risklerin yapısı ve çeşidi de bu noktada artmıştır. Yatırımların sınır ötesine taşınmasıyla, rasyonel hareket ettiğini varsaydığımız yatırımcılar sistematik, sistematik olmayan ve sistemik risklere ilaveten ülke riskini de dikkate almak zorundadır.

Daha çok makro açıdan iktisat literatüründe incelenen ülke riski; esasında bir ülkedeki ekonomik, finansal ve sosyo-politik gelişmelerin bir yansımasıdır ve o ülkedeki firmaları, yatırımcıları ve yatırımları etkilemektedir. Önceleri sistematik riskin bir unsuru olarak ele alınan ülke riski, günümüzde sahip olduğu önemle birlikte sistematik riskten bağımsız olarak değerlendirilmektedir.

Ülke riski; ekonomik, finansal ve sosyo-politik bileşenlerden oluşmaktadır. Bu bileşenlerin göstergeleri olarak çeşitli değişkenler kullanılmakta ve bileşenlerin toplamıyla ülke riski hesaplanmaktadır. Ülke riskinin ilk bileşeni ekonomik risk faktörleridir ve makroekonomik değişkenlere bağlı olarak oluşmaktadır. Ülke riskinin ikinci bileşeni finansal risk faktörleri ise daha çok sistematik riski oluşturan değişkenleri kapsamaktadır. Ekonomik ve finansal risk faktörleri çoğu kez aynı başlık altında da değerlendirilmektedir. Ülke riskinin son bileşeni sosyo-politik risk faktörleridir ve bir ülkedeki politik farklılıklar ile sosyal farklılıkların ülke riskine yansımasını göstermektedir. Bu üç ana bileşenin bir arada kullanılmasıyla hesaplanan ülke riski; çeşitli kurumlar tarafından farklı veya benzer yöntemlerle hesaplanmaktadır.

Ülke riski ölçümü yapan kişi ya da kuruluşların dikkate aldıkları etmenler ve uyguladıkları metodolojiler farklılık gösterdiğinden, aynı ülke için, farklı değerlerde ülke riskleri hesaplanabilmektedir. Çalışmanın birinci bölümünde ülke riski ölçüm şirketleri ile ülke riski ölçüm kuruluşlarının dikkate aldıkları faktörler ile

uyguladıkları metodolojiler açıklanmıştı. Bunlara ait özet bilgiler ise gerek birinci bölümün içinde gerekse Ek-1, Ek-3 ve Ek-4’de sunulmuştur. Bu çalışmada son yıllardaki çalışmalarda ülke riski notları sıklıkla kullanılan ve 1980 yılından itibaren düzenli ülke riski ölçümü yapan Political Risk Service (PRS) Group bünyesinde bulunan International Country Risk Guide (ICRG) verileri (sistemi) kullanılmıştır. Bu kurumun ayrıntılı metodoloji ise Ek-2’de sunulmuştur.

Bir ülkede ülke riskinin artması veya azalmasından etkilenenlerin başında firmalar ve yatırımcılar gelmektedir. Firmanın Pazar değerinin maksimum kılınmasını ana amaç edinmiş olan firmalar ile bu firmalara yatırımda bulunan yatırımcılar ülke riskinden olumlu ya da olumsuz etkilenmektedir.

Ülke riski firmaların değerini etkilediğinden, firma değerine etki eden faktörlere, diğer bir ifadeyle firmalarda değer yaratan unsurlara, ülke riskinin eklenmesi gerekmektedir. Bir firmada nakit akımları, paranın zaman değeri, entellektüel sermaye, kârlılık, temettü politikası, sermaye yapısı, çalışma sermayesi, faaliyet kaldıracı ve finansal kaldıraç (İkinci bölümde açıklanmıştı) gibi değer yaratan unsurlara, sınır ötesi faaliyetler sebebiyle, ülke riski de eklenmelidir. Zira bir ülkenin riskinin artması veya azalması o ülkedeki firmaların faaliyetlerini ve dolayısıyla da değerini değiştirecektir. Bunun yanında bir firmanın değerinde meydana gelecek değişimler yatırımcıların alacakları kararları etkileyeceğinden, ülke riski sadece firmaların değerini değil aynı zamanda yatırımcıların kararlarını da etkileyecektir.

Çalışmada ülke riskinin Türkiye’deki firmaların değeri üzerindeki etkilerini tespit etmeye yönelik oluşturulan modeller *Stata 11* yazılım programında ‘panel veri analizi’ kullanılarak test edilmiştir. Panel veri analizleri yatay kesit ve zaman serilerinin, çoklu verilerle birlikte kullanılmasına olanak sağlayan bir analizdir ve bu konuda aynı fonksiyonları yerine getirecek başka bir yöntem de tespit edilememiştir. Çalışmada 2000–2009 yılları arasında 3’er aylık dönemler itibariyle İMKB 100 endeksinde sürekli yer alan firmalar kullanılmıştır. Araştırma yöntemi olan panel veri analizinde, yanıltıcı sonuçların çıkması ihtimalini ortadan kaldırabilmek için, ilgili dönemlerde veri kaybı olan firmalar araştırma kapsamından çıkarılmak zorunda

kalınmıştır. Bu çerçevede araştırma, ilgili dönemlerde veri kaybı olmayan 43 adet firma ile sınırlı kalmıştır. Burada 43 firma panel veri analizinin yatay kesit boyutunu, 10 yıldaki toplam 40 dönem ise zaman serisi boyutunu oluşturmaktadır. Çalışmada firmaların piyasa değeri (Formül 3.4) bağımlı değişken, ekonomik, finansal, sosyo-politik risk primleri (Ek-2) ile ülke riski primi (Formül 3.5) bağımsız değişken, aktif büyüklük (Formül 3.6), finansal kaldıraç (Formül 3.7) ve likidite (Formül 3.8) ise kontrol değişkeni olarak modellere eklenmiştir. Bu değişkenlerin tanımlanması ve beklenti işaretleri Tablo 3.2’de sunulmuştur. Buna göre literatürdeki genel kanı, ülke riski bileşenlerinin firma değerini negatif etkileyeceği yönündedir. Bu genel kanı araştırmamızda test edilecektir.

Tablo 3.3’de görüleceği üzere ekonomik risk priminin ortalaması 20,3, finansal risk priminin ortalaması 19,22, politik risk priminin ortalaması 38 ve ülke risk priminin ortalaması 39’dur. Araştırma dönemini kapsayan 2000–2009 yılları arasında ülke riski bileşenlerinin ortalamaları incelendiğinde ekonomik, finansal ve politik risk primlerinin “*orta düzeyde risk*” sınıfına girdiği, ülke riski priminin ise “*ülman risk primi*” sınıfına girdiği görülmektedir. İlgili dönemlerde, ekonomik risk primi ile politik risk primi sadece birer kez, “*düşük risk sınıfı*”na girmiş, finansal risk primi ile ülke risk primi ise düşük risk sınıfına hiç girmemiştir. (Ek-2).

Değişkenler arası ilişkiler ise Tablo 3.4.’de gösterilmiştir. Buna göre ülke riski bileşenlerinin kendi aralarında pozitif ilişkili olduğu görülmektedir. URP ile FRP arasında 0,85, ERP arasında 0,84, PRP arasında ise 0.80 ilişki söz konudur. FRP ile ERP arasında 0,61 ve FRP ile PRP arasında benzer şekilde 0,60 pozitif yönlü bir ilişki söz konusudur. Bu durum, ekonomik, finansal ve sosyo-ekonomik risk primlerinden herhangi birindeki artışın diğer risk primlerini de arttıracığı anlamına gelmektedir. Birinci bölümde açıklandığı gibi bu risk primleri birbirlerini etkilemektedir. Ülkemizde yakın geçmişe kadar ülke siyasetine askerin müdahalesi, etnik gerilim, iç karışıklık gibi politik etkenler politik risk primini arttırmış, bu durum beraberinde ekonomik kaygıları getirmiştir. Ekonomik kaygılar ise ülkemizin ekonomik risk primine olumsuz yansiyarak ekonomik riskini arttırmıştır.

Çalışmada modellerin çalışmasıyla elde edilen panel veri sonuçları Tablo 3.5’de sunulmuş ve 4 farklı model için aşağıdaki denklemler elde edilmiştir.

$$FDEG_{it} = 0,126 - 0.307KALD + 0.237BÜY + 0,00409NİSA - 0.105ERP$$

$$FDEG_{it} = 0,0141 - 0.388KALD + 0.309BÜY + 0,00287NİSA - 0.137FRP$$

$$FDEG_{it} = -2.746 - 0.536KALD + 0.472BÜY + 0,00716NİSA - 0.0333PRP$$

$$FDEG_{it} = 1.055 - 0.351KALD + 0.275BÜY + 0,00295NİSA - 0.0872URP$$

Bu denklemlere göre ulaşılan sonuçlar aşağıdaki başlıklar altında toplanabilir:

1. Ülke riski bileşenlerinden ekonomik, finansal ve sosyo-politik risk ile firma değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Ekonomik risk primi, finansal risk primi ve sosyo-politik risk primi arttıkça ilgili dönemde İMKB’deki firmaların değeri azalmıştır. Buna göre ekonomik, finansal ve sosyo-politik risk primlerindeki % 1’lik artış, firmaların değerinde sırasıyla % 10,5, % 13,7 ve % 3,3’lik azalışa neden olmuştur.
2. Ekonomik, finansal ve sosyo-politik risklerin birleşimiyle meydana gelen ülke riski ile firma değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Ülke riskindeki % 1’lik artış firma değerini yaklaşık % 8,7 azaltmıştır.
3. Firma büyüklüğü ile firma değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir ilişki tespit edilmiştir.
4. Araştırma döneminde finansal kaldıraç ile firma değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Finansal kaldıracın artması firma değeri üzerinde negatif etki meydana getirmiştir.
5. Likidite ölçüsü olarak NİSA ile firma değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

Özetlemek gerekirse, ülke risk primleri arasında bir ülkenin kendi kendine yetme yeteneğini ortaya çıkaran finansal risk priminin (-0,137) diğer risk primlerine nazaran firma değeri üzerinde daha etkili olduğu görülmektedir. Ek-2’de de görüleceği gibi bir ülkenin resmi, ticari ve uluslararası borç yükümlülüklerini finanse etme yeteneğini gösteren ekonomik risk priminin hesaplanmasında GSMH’nin yüzdesi olarak dış borç, ihracatın yüzdesi olarak dış borç servisi, ihracatın yüzdesi olarak cari hesap, ithalatın gerçekleştiği yıllarda net uluslararası likidite ve yüzde değişim olarak döviz kuru değişkenleri kullanılmaktadır. Ölçülebilir ve karşılaştırılabilir özelliğe sahip olan finansal değişkenler aynı zamanda bir ülkedeki olası finansal krizinde göstergesi olarak kullanılmaktadır. Bu açıdan değerlendirildiğinde ekonomik risk primi, hem ülke riskinin hesaplanmasında hem de olası finansal krizlerin öngörülmesinde ülkemizdeki firmalar açısından önemli bir göstergedir.

Ülke risk primleri arasında firma değerine en düşük etkiyi ise politik risk priminin (0,033) yaptığı görülmektedir. Her ne kadar bu etki düşük görünse de, politik risk priminin toplam ülke riski içerisindeki payı % 50’dir ve diğer risk primlerinden daha fazla yüzdeye sahiptir (ICRG ülke riski hesaplamalarında, ekonomik risk primine % 25, finansal risk primlerine % 25, politik risk primine % 50 ağırlık vermektedir). Politik risk priminin hesaplanmasında hükümet istikrarı, sosyoekonomik koşullar, yatırım profili, iç ve dış karışıklık, yolsuzluk, siyasete askerin etkisi, dinsel ve etnik gerilimler, kanun ve düzenlemeler, demokratik sorumluluklar ile bürokrasi kalitesi değişkenleri kullanılmaktadır.

Kişi başı GSMH, reel GSMH büyümesi, yıllık enflasyon oranı, GSMH’nin yüzdesi olarak bütçe dengesi ve GSMH’nin yüzdesi olarak cari hesap gibi değişkenlere bağlı olarak hesaplanan ekonomik risk priminin ise firmaların değerine 10,5 negatif etki yaptığı saptanmıştır. Ekonomik risk primi bir ülkenin ekonomik gücünü ve zayıf yanlarını saptamak amacıyla hesaplanmaktadır. Son yıllarda belirli bir ivme yakalamış olan ülkemiz, son global krizin de etkisiyle bir yavaşlama dönemine girmiş ancak bu durumu çabuk atlatılmıştır. Kişi başı GSMH, GSMH büyümesi ve faiz oranı açısından belirli bir seviyeye gelmiş olan ülkemizde, bütçe

dengeşinin tam oturtulması ve cari açığın azaltılmasıyla ekonomik risk priminin azalması ve ülke riskini düşeceği öngörülmektedir.

Ortaya çıkan bulgulara dayanarak ülke riskinin tanımı, yatırımcılar, firmalar ve siyasiler açısından bazı noktaların altının çizilmesinde yarar vardır.

Ülke riski, daha öncede belirttiğimiz gibi makro açıdan ele alınan ve daha çok ülkeler üzerindeki etkisiyle bütünleşmiş bir kavramdır. Ancak gerek son yıllarda yapılan çalışmaların sonuçları gerekse bu çalışmadan elde edilen bulgular ülke riskinin, bir ülkedeki firmaları ve firmaların değerini etkilediğini ispatlamıştır. Bu açıdan genellikle makro açıdan tanımlanan ülke riskinin tanımını, ülke riskinin mikro etkilerini kapsayacak şekilde, aşağıdaki gibi genişletebiliriz:

Ülke riski; bir ülkenin sınır ötesi borçlarından dolayı ortaya çıkan zarara maruz kalmayı yansıtan ve ekonomik, finansal, sosyo-politik koşullara bağlı olarak ilgili ülkedeki yatırımları ve firmaların değerlerini etkileyen önemli bir risktir.

Buradan hareketle, rasyonel davrandığını varsaydığımız yatırımcılar, yabancı firmalara yapacakları yatırımlarında firma riskini hesaplarken sistematik, sistematik olmayan ve sistemik riske, ülke riskini de ilave etmelidir. Ülke riskinin dikkate alınmaması, yatırımdan beklenen nakit girişlerini düşürerek yatırımcının beklenenden daha az kazanması veya yatırımcının zarar etmesi ile sonuçlanacaktır.

Ülke riskinin belki de en büyük etkisi firmalar üzerinde gerçekleşmektedir. Firmalar bir ülkenin lokomotifini niteliğindedir ve bu lokomotifin yavaşlaması veya durması bir ülkede ekonomik hayatı ciddi şekilde etkileyecektir. Firmaların ana amacı firmanın piyasa değerinin maksimum kılınmasıdır ve bu amacın gerçekleşmesi firmanın taraflarını da memnun edecektir. Şöyle ki; firmanın değerinin artması; çalışanların alacakları ücretin, devletin alacağı verginin, firmaya hisselerine olan talebin, ortaklarının alacakları kâr payının ve yöneticilerin alacakları ücret ve primlerin artması anlamına gelmektedir. Dolayısıyla ülke riskinin firmanın değeri üzerinde meydana getireceği olumlu ya da olumsuz etki, firma kadar firmanın taraflarını da etkileyecektir. Firmalar değer yaratan bir unsur olarak ülke riskini dikkate almalı ve ülke riskinin firma üzerindeki olası olumsuz etkilerini azaltıcı

tedbirleri alacak stratejiler geliştirmelidir. Ayrıca firmalar sınır ötesi yatırımlarını şekillendirirken yatırımda bulunacağı ülkenin riskini iyi analiz ederek nakit girişlerini arttıracak rasyonel kararlar almalıdır.

Ülke riskini azaltmada türev ürünlerinin kullanılması önemlidir. Özellikle döviz ve faiz fiyatlarındaki oynamalardan firmalar önemli ölçüde etkilenir ve firmalar doğacak zararlara karşı kendilerini korumak için muhtelif finansal araçları kullanmak isterler. Swaplar, opsiyonlar, vadeli işlemler, tavan ve taban anlaşmaları bu konuda en çok kullanılan araçlardır. Ülkeyle ilgili muhtemel riske göre firma kendisini korumak için bu işlemlerden birisini veya birden çoğunu gerçekleştirerek gerekli önlemleri alır ve riskini minimize etmeye çalışır.

Bununla birlikte geleceğe yönelik olarak yapılan tahminlerde doğrudan yabancı yatırımların hızlanarak artacağı öngörüldüğünden, ülke riskinin önemi daha da artacaktır. Bireysel ya da kurumsal yatırımcılar yapacakları yatırımlarda ülke riski düşük ülkeleri tercih edeceklerdir. 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.

Ülkemiz, son 8 yılda ekonomik ve finansal göstergeler açısından değerlendirildiğinde önemli bir mesafe alınmış ve yatırımcılar açısından güvenli bir liman haline gelmiştir. 2010 yılının üçüncü ve son çeyreğinde görülen %11'lere ulaşan büyüme hızları finansçıları bu kanaate ulaştırmaktadır. Politik faktörler açısından baktığımızda ise mevcut durum biraz farklıdır. Türkiye'nin sahip olduğu jeopolitik konum, sosyoekonomik koşullar, iç karışıklığı tetikleyici unsurların varlığı, etnik gerilimler, bürokratik engeller ve demokrasinin tam olgunlaşmaması, ülke riski üzerinde bir baskı oluşturmaktadır. Politik faktörlere bağlı olarak oluşabilecek olumsuzluklar ekonomik sıkıntıları da beraberinde getirebilir. Ayrıca gelişmiş ülkeler düzeyinden, az gelişmiş ülkelere düzeyine inildikçe politik risk faktörlerin daha etkili sonuçlar ortaya çıkardığı genel kabul görmüş bir düşüncedir. Bu noktada ülke bazında politik risk faktörlerine bağlı olumsuzlukları azaltıcı veya ortadan kaldırıcı tedbirler alınmalı ve gerekli düzenlemeler ivedilikle yapılmalıdır.

Çin, Brezilya, Hindistan gibi 21. yüzyılda en büyük ekonomilerden biri olacağı öngörülen Türkiye'nin gelişmekte olan ülkeler sınıfından, gelişmiş ülkeler sınıfına terfi ederek bu öngörüyü gerçeğe dönüştürmesi imkânsız değildir. Türkiye bankacılık sektöründe yaptığı reformlar, büyüme hızı ve son global ekonomik kriz sırasında gösterdiği başarı ile yatırımcıların dikkatini fazlasıyla çektiğini görmekteyiz. Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD)'nin 2010 yılı Türkiye raporuna göre, Türkiye global krize rağmen seviye atlayarak genel olarak “*Gelişmiş Yükselen Ülkeler*” sınıfına, yabancı yatırımlar açısından ise “*İkinci Derece Yükselen Ülkeler*” grubuna yükseltilmiştir.

Bu noktada siyasiler daha da ileri giderek ülke riskini azaltacak, bu riskin ülkedeki firmalar üzerindeki olumsuz yansımalarını giderecek, yabancı sermaye yatırımlarının ülkeye girişini arttıracak ve dolayısıyla ekonomik büyümeyi genişletecek yeni hedefler belirlemeli ve bu doğrultuda politikalar geliştirilmelidir. Kürt sorunun çözümü ve yeni anayasa bu alanda önemli gelişmelerdir. Anayasa referandumundan %58 evet çıkmasının borsada ve yatırımcılar üzerinde meydana getirdiği olumlu etkiyi hepimiz görmekteyiz. Geliştirilecek olan yeni politikalar, yüksek riskten düşük riske dönüşümü sağlayabilecek yapısal reformları içermeli, kararlılıkla uygulanmalı ve bu bir süreç olarak devam etmelidir.

KAYNAKÇA

- Adams, Charles, Mathicson, Donald, J. and Schinasi, Garry. (1999). *International Capital Markets Developments, Prospects, and Key Policy Issues*, Washington, International Monetary Funds.
- Adar, Korwa, G., Iroanya, Richard, O. and Nwonwu, Francis. (2008). *Towards Africa-oriented Risk Analysis Models, A Contextual and Methodological Approac*. South Africa: Africa Institute of South Africa.
- Akgüç, Öztin. (1985). Ülke Riskinin Ölçülmesinde Yeni Bir Yaklaşım: Makro Ekonomik Finansman Oranı. *Banka ve Ekonomik Yorumlar*, 22 (11), 29-36.
- Akgüç, Öztin. (1998). *Finansal Yönetim*. İstanbul: Avcıol Basım Yayın.
- Aklan, Gönül, İpek ve Demireli, Erhan. (2007). Türkiye’de Kullanılan Bazı Şirket Değerleme Yöntemleri ve Bir Uygulama. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 9 (2), 27-39.
- Al, Hüseyin. (2005). *Ondokuzuncu Yüzyılda Ülke Riski, Finans Politik, İngiliz Tahvil Sahipleri ve Babıali*. Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Al-Ali, Nermien. (2003). *Comprehensive Intellectual Capital Management*. New Jersey: John Wiles and Sons Inc.
- Algüner, Ayhan. (2009). *Şirket Değerleme Yöntemleri*, www.baskent.edu.tr/~alguner/finpazsirketdegerleme.ppt, Erişim Tarihi: 14.09.2009.

- Altıntaş, M. Ayhan. (2006). *Bankacılıkta Risk Yönetimi ve Sermaye Yeterliliği*. Ankara: Turhan Kitabevi Yayınları.
- Anderson, Roger, T., Balkrishnan, Rajesh and Camacho, Faian. (2004). Risk Classification of Medicare HMO Enrollee Cost Levels Using a Decision-Tree Approach. *The American Journal of Managed Care*, 10 (1), 89-98.
- Andrade, Joaquim and Teles, Vladimie K,. (2006) *An Empirical Model of the Brazilian Country Risk—An Extension of the Beta Country Risk Model*. *Applied Economics*, (38), 1271-1278.
- Apte, P.G. (2008). *International Financial Management* (Fifth Edition). New Delhi: Tata McGraw-Hill Company Limited.
- Ashley, Mike. (2007). *Weighted Average Cost of Capital WACC, Commodity Historic Prices, Index Prices, and Country Risk*, <http://ezinearticles.com/?Weighted-Average-Cost-of-Capital-WACC,-Commodity-Historic-Prices,-Index-Prices,-and-Country-Risk&id=683759>, Erişim Tarihi: 22.05.2009.
- Aşkar, Mahir. (2008). *Country Risk Ratings and Developing Countries*. Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Aydemir, Oğuzhan ve Demirhan, Erdal. (2008). Hisse Senedi Getirisi ve Enflasyon İlişkisi: Ampirik Bir Çalışma, [Uluslararası Finans Sempozyumu 2008](#) Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Y.O., 19 Aralık, İstanbul, 81-90.
- Aydeniz, Şule. (2008). *İşletmelerde Gelecek (Futures) ve Opsiyon Sözleşmeleri ile Risk Yönetimi*. İstanbul: Basın Yayım Dağıtım.

- Aydın, Nurhan. (2004). Uluslararası Yatırım Kararları.(Editör: İnan Özalp) *Uluslararası İşletmecilik*. Eskişehir: T.C. Anadolu Üniversitesi Yayın No: 1576, 239-256.
- Bakdur, Alper ve Duman, Gülyeter. (1999). *Kredi Notu Uygulaması ve Bazı Ülkelerin Kredi Notları*, Ankara, Devlet Planlama Teşkilatı, Dış İlişkiler Müdürlüğü.
- Baker, James, C. (1998). *International Finance Management, Markets, and Institutions*. New Jersey: Prentice Hall Inc.
- Baldemir, Ercan, ve Keskiner, Ayşe. (2004). Devalüasyon, Para, Reel Gelir Değişkenlerinin Dış Ticaret Üzerine Etkisinin Panel Data Yöntemiyle Türkiye İçin İncelenmesi. *DEÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 6 (4), 44-59.
- Balıkçı, Yalçın. (2009). *İşletmelerde Risk Yönetimi*. İstanbul: Cinius Yayınları.
- Ball, Robert, J. (2009). *Inflation and The Theory of Money*. USA: George Allen & Unwin Ltd.
- Baltagi, Badi, Hani. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data* (Third Edition). England: John Wiles & Sons Ltd.
- Bansal, Ravi, and Dahlquist, Magnus. (2001). *Sovereign Risk and Return in Global Equity Markets*, <http://www1.fee.uva.nl/fm/PAPERS/BansalDahlquistPaper020911.pdf>, Erişim Tarihi: 21.06.2009.
- Barak, Osman. (2008). *Davranışsal Finans Teori ve Uygulama*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Bartham, Söhnke, M., Brown, Gregory, W., and Conrad, Jennifer. (2009). *The Effects of Derivaties on Firm Risk and Value*, <http://ssrn.com/abstract=1210422>, Erişim Tarihi: 14.04.2009.

- Başar, Mehmet. (2006). Uluslararası Bankacılık.(Editör: Nurhan Aydın) *Bankacılık Uygulamalar.*, Eskişehir: T.C. Anadolu Üniversitesi Yayın No: 1711, 193-214.
- Başoğlu, Ufuk, Ceylan, Ali ve Parasız, İlker. (2009). *Finans Teori Kurum Uygulama* (Yenilenmiş 2. Baskı). Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- BDDK (Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu). (2004). http://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/Mevzuat/Bankacilik_Kanununa_Iliskin_Duzenlemeler/1702Bankalarin_Kredi_islemlerine_iliskin_yonetmelik_0111_2006_EK1.pdf, Erişim Tarihi : 16.01.2009.
- Becerra, Manuel. (2009). *Theory of the Firm for Strategic Management Economic Value Analysis*. New York: Cambridge University Pres.
- Beenhakker, Henri, L. (2001). *The Global Economy and International Financing*. USA: Quorum Books.
- Bekeart, Geert and Harvey, Campell R. (1995). Time-Varying World Market Integration. *The Journal of Finance*, 50 (2), 403-444.
- Bekeart, Geert and Harvey, Campell R. (2003). Emerging Market Finance. *Journal of Empirical Finance*, 10 (1), 3-56.
- BERI (Business Environmenk Risk Intelligence, *Country Risk Forecasts for International Lenders*, <http://www.beri.com/forelend.asp>, Erişim Tarihi : 16.01.2010.
- Beyers, Tim. (2006). *What is Valuation?*, <http://www.fool.com/personal-finance/general/2006/09/20/what-is-valuation.aspx>, Erişim Tarihi: 12.04.2010.
- Bezirci, Muhammet. (1998). *Ülke Riskinin Ölçülmesi ve Türkiye Örneği*. Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.

- Bianconi, Marcelo, and Yoshino, Joe, A. (2010). *Firm Value, Investment and Monetary Policy*, <http://ssrn.com/abstract=1583041>, Erişim Tarihi: 12.05.2010.
- Bolak, Mehmet. (2000). *İşletme Finans.*, İstanbul: Birsen Yayınevi.
- Bouchet, Michel, Henry, Clark, Ephraim and Gros Lambert, Bertrand. (2003). *Country Risk Assessment A Guide to Global Investment Strategy*. England: John Wiles and Sons Inc.
- Bouchet, Michel, Henry. (2008). *Country Risk Analysis Sovereign Risk Analysis*, www.globalfinance.org/home/.../countryrisk/5.%20RiskRating.ppt, Erişim Tarihi: 15.08.2009.
- Brigham, Eugene, F. (1996). *Finansal Yönetimin Temelleri Cilt 2*. (Çeviren: Özdemir Akmut ve Halil Sarıaslan). Ankara: Ankara Üniversitesi Basımevi.
- Brigham, Eugene, F. and Houston, Joel, F. (2007). *Fundamentals of Financial Management* (Concise Fifth Edition). USA: Thomson South-Western.
- Brink, Charlotte, H. (2004). *Measuring Political Risk: Risks to Foreign Investment*. England: Ashgate Publishing Limited.
- Bruner, Robert, F. (2004). *Applied Mergers and Acquisitions*. New Jersey: John Wiley & Sons Inc.
- Büyükşalvarcı, Ahmet. (2007). *Türkiye’de Doğrudan Yabancı Yatırımcılar ve Bankacılık Sektörü Örneği (1999-2005)*. Doktora Tezi, Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.
- Cantor, Richard and Packer, Frank. (1994). *The Credit Rating Industry*, Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review, http://www.newyorkfed.org/research/quarterly_review/1994v19/v19n2article1.pdf, Erişim Tarihi: 14.12.2008.

- Caprio Gerard, Hunter, William, C., Kaufman, George, G. and Leipziger, Danny, M. (1998). *Preventing Bank Crises: Lessons from Recent Global Bank Failures*. Washington: EDI Development Studies.
- Carment, David. (2001). *Assessing Country Risk: Creating an Index of Severity*. <http://www.carleton.ca/cifp/app/serve.php/1096.pdf>, Erişim Tarihi : 05.03.2009.
- Carter, David, A., Rogers, Danial, A., and Simkins, Betty, J. (2006). Does Hedging Affect Firm Value? Evidence from The US Airline Industry. *Financial Management*, 35 (2), 53-86.
- Ceylan, Ali. (2001). *İşletmelerde Finansal Yönetim*. Bursa: Ekin Kitabevi Yayınları.
- Chambers, Nurgün. (2005). *Firma Değerlemesi*, İstanbul: Avcıol Basım Yayın.
- Chandra, Prasanna. (2008). *Financial Management Theory and Practice*. New Delhi: Tata McGraw-Hill.
- Choi, Ji-Young. (2005). *Determinants of Emerging Market Country Risk: Country Fundamentals or Common Factors*. Doktora Tezi, University of Missouri, The Faculty of the Graduate School, Columbia.
- Ciarrapico, Anna, Micaela. (1992). *Country Risk: A Theoretical Framework of Analysis*, Kanada, Dartmouth Publishing Group.
- Clark, Ephraim. (2002). *International Finance Second Edition*. London: Charpman & Hall.
- Claude, B. Erb, Campbell R. Harvey and Tadas, E. Viskanta. (1996). Political Risk, Economic Risk, and Financial Risk. *Financial Analysts Journal*, 52 (6), 29-46.
- Cohen, Benjamin, J. and Basagni, Fabio. (1981). *Banks and The Balance of Payments*. USA: Rowman & Allanhend Publishers.

- Colander, David, C. and Gamber, Edward, N. (2006). *Macroeconomics*. South Africa: Pearson Prentice Hall.
- Colomiris, Charles, W. (2007). *China's Financial Transition At A Crossroads*. New York: Columbia University Press.
- Copeland, Tom, Koller, Tim and Jack, Murrin. (2000). *Valuation Measuring and Managing The Value of Companies* (Third Edition). New York: John Wiles & Sons Ltd.
- Cornell, Bradford. (1993). *Corporate Valuation, Tools for Effective Appraisal and Decision Making*. New York: Professional Publishing Inc.
- Corrigan, Gerald, E. (1998). *The Practice of Risk Management*. London: Goldman Sachs & Co.
- Cuthbertson, Keith and Nitzsche, Dirk. (2001). *Financial Engineering Derivatives and Risk Management*. UK: John Wiles & Sons Ltd.
- Çağdaş, Berk ve Gürsoy, Cudi, Tuncer. (2003). Şirketlerde Finansal Risk Yönetimi Amaçlı Bir Modelin Geliştirilmesi Yöntem ve Aşamaları. *İstanbul Teknik Üniversitesi Dergisi*, 2 (10), 55-64.
- Çaşkurlu, Eren. (2007). *İç ve Dış Borçlanmada Risk Analizine Dayalı Borç Yönetimi ve Türkiye Açısından Değerlendirilmesi (1980 ve Sonrası)*. Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Çavuşgil, S. Tamer, Ghauri, Pervez, N. and Agarwal, Milind, R. (2002). *Doing Business in Emerging Markets, Entry and Negotiation Strategies*. California: Sage Publications Inc.
- Çifter, Atilla ve Özün, Alper. (2007). Çok Ölçekli Sistemik Risk: İMKB-30 Üzerine Bir Uygulama. *İMKB Dergisi*, 10 (38), 1-30.
- Çukur, Sadık ve Topuz, Yusuf V. (2004). Döviz Kuru Riski: İMKB Tekstil Sektörü Üzerine Bir Ampirik Bir Araştırma. *İMKB Dergisi*, 8 (30), 19-32.

- Damodoran, Aswath. (2001). *Valuation The Value of Brand Name*, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/brand.pdf>, Erişim Tarihi: 05.05.2009.
- Damodoran, Aswath. (2003). *Measuring Company Exposure to Country Risk: Theory and Practice*, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/CountryRisk.pdf>, Erişim Tarihi: 05.05.2009
- Damodoran, Aswath. (2008). *Strategic Risk Taking A Framework For Risk Mangement.*, New Jersey: Wharton School Publishing.
- De Bandt, Oliver and Hartmann, Philipp (1988). "What is Systemic Risk Today?" in *Risk Measurement and Systemic Risk*, Proceedings of the Second Joint Central Bank Research Conference (Tokyo: Bank of Japan), <http://www.imes.boj.or.jp/cbrc/cbrc-02.pdf>, Erişim Tarihi: 06:08.2009.
- De Bandt, Oliver and Hartmann, Philipp (2000). Systemic Risk: A Survey, Germany, European Central Bank Working Paper Series. Working Paper No: 35
- Demirkol, İsmet. (2006). *Entellektüel Sermayenin Firma Değerine Etkisi ve İMKB'de Sektörel Uygulamalar*. Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Doğukanlı, Hatice. (2008). *Uluslararası Finans*. (İkinci Baskı). Ankara, Karahan Kitabevi.
- Donaldson, David, J., Sader, Frank and Wagle, Dileep, M. (1997). *Foreing Direct Insvenment in Infrastructure*. Washington: Foreing Insventment Advisory Service Occasional Paper 9.
- Durukan, M. Banu. (1999). İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Makroekonomik Değişkenlerin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi. *İMKB Dergisi*, 3 (11), 19-47.

- Düzer, Murat. (2007). *Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi, İMKB'de Bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, Sakarya Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Sakarya.
- Ede, Müjdat. (2007). *Davranışsal Finans ve Bireysel Yatırımcı Davranışları Üzerine Ampirik Bir Uygulama*, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü.
- Ehrhardt, Michael, C. and Brigham, Eugene, F. (2008). *Financial Management: Theory and Practice*. (Twelfth Edition). USA: Thomson South-Western.
- EIU (Economist Intelligence Unit). (2008). *EIU: Country Risk and Forecasts*, http://www.eiu.com/site_info.asp?info_name=sovereign_ratings&rf=0, Erişim Tarihi: 14.07.2009.
- Eiteman, David, A. Stonehill ve M. Moffet. (1998) *Multinational Business Finance*. (8th Edition) USA: Addison-Wesley Publishing Co.
- Elhossiny, Mahdy, Farag. (2005). *The Effect of Global Risk Factors on Industry Stock Returns: Across Country Analysis*. Doktora Tezi, Old Dominion University.
- Emir, Mustafa ve Bank, Semra. (2009). Uluslar arası Sermaye Akımları ve Risk İlişkisi. *Muhasebe ve Finasman Dergisi*, 41, 53-62.
- Emir, Mustafa. (2004). Ülke Riskinin Ölçüm Kriterleri ve Tahvil Marjları Üzerine Etkisi: Genel Bir Değerlendirme. *Muhasebe ve Finasman Dergisi*, 21, 74-79.
- Ercan, Metin, Kamil, Öztürk, Başaran, Küçük Kaplan, İlhan, Başçı, E. Savaş ve Demirgüneş, Kartal. (2006). *Firma Değerlemesi Banka Uygulaması*. İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Ercan, Metin, Kamil, Öztürk, M. Başaran ve Demirgüneş, Kartal, (2003). *Değere Dayalı Yönetim ve Entelektüel Sermaye*. Ankara: Gazi Kitabevi.

- Ercan, Metin, Kamil, ve Ban, Ünsan. (2008). *Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim 4. Baskı*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Erdoğan, Oral. (2006). *İstanbul Bilgi Üniversitesi Gayrimenkul Değerleme Uzmanlığı Finansal Matematik Ders Notu*. <http://sermaye.bilgi.edu.tr/Finans%20Matotuson2006.pdf>, Erişim Tarihi: 05.08.2009
- Ertuğrul, Murat. (2008). Değer-Fiyat Ayrımı ve İşletme Değeri: Kurumsal Bir Bakış. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 3((2)), 143-154.
- Euromoney. (2007). *March 2007 Euromoney Country Risk Methodology*, <http://www.euromoney.com/Article/1243012/Article.html?Type=Article&ArticleID=1243012>, Erişim Tarihi: 18.07.2009.
- Fabozzi, Frank and Modigliani, Franco. (1995). *Capital Markets Institutions and Instruments, Second Edition*. New Jersey: Prentice Hall.
- Fabozzi, Frank, J. and Pitaniru, Efsthia. (2002). *Investing in Emerging Fixed Income Markets*. Canada: John Wiles and Sons Inc.
- Fatehi, Kamal. (1996). *International Management A Cross-Cultural and Functional Perspective*. New Jersey: Prentice Hall Inc.
- Feldman, Stanley, J. (2005). *Principles of Private Firm Valuation*. New Jersey: John Wiles and Sons Inc.
- Fernandez, Pablo. (2002). *Valuation Methods and Shareholder Value Creation*. USA: Elsevier Science.
- Fernandez, Pablo. (2007). Valuing Companies by Cash Flow Discounting: Ten Methods and Nine Theories. *Managerial Finance*, 33 (11), 853-876.
- Firer, Steven, and Williams, Mitchell. (2003). Intellectual Capital and Traditional Measures of Corporate Performance *Journal of Intellectual Capital*, 4 (3), 348-360.

- FITCH (Fitch Ratings). (2009). *Sovereign Ratings Methodology*, Master Criteria Report, U.S.A.
- Foerster, Stephen, R., Sapp, Stephen, G., and Shi, Yagi. (2009). *The Impact of Management Earnings Forecasts on Firm Risk and Firm Value*, <http://69.175.2.130/~finman/Turin/Papers/EFMAVoluntaryDisclosureandFirmRisk.pdf>, Erişim Tarihi: 17:04.2009.
- Fonarow, Gregg, C., Adams, Kirkwood, F., Abraham, William, T., Yancy, Clyde, C. and Boscardin, W. John. (2008). Risk Stratification for In-Hospital Mortality in Acutely Decompensated Heart Failure. *Jama*, 293 (5), 572-580.
- Francis, Jack, Clark. (1986). *Investments Analysis and Management* (4. Edition). New York: McGraw Hill Book Company.
- Fridson, Martin and Alvarez, Fernando. (2002). *Financial Statement Analysis* (Third Edition). New York: John Wiles and Sons Inc.
- Frisch, Helmut. (1983). *Theories of Inflation*. USA: Cambridge University Press.
- Froot, Kenneth, A. and Frankel, Jeffrey A. (1993). *Advances in Behavioral Finance* (Edited by : Richard H. Thaler) *Forward Discount Bias: Is it on Exchange Risk Premium?*. New York: Russell Sage Foundation.
- Gallagher, Timothy, J. and Andrew, Joseph, D. (1997) *Financial Management*. New Jersey: Prentice Hall Inc.
- Germidis, Dimitri, A. and Michalet, Charles, Albert. (1984). *International Banks and Financial Markets in Developing Countries.*, Paris: OECD Publications Office.
- Gitman, L, J. ve Joehnk, M, D. (1988). *Fundamentals of Investing* (3th Edition). New Jersey: Prentice Hall Inc.
- Grappelli, A. A. and Nikbakht, Ehsan. (2006). *Finance Fifth Edition*. New York: Barron's Educational Series, Inc.

- Guay, Wayne, and Kothari, S. P. (2003). How Much do Firms Hedge With Derivatives?. *Journal of Financial Economics*, 70, 423-461.
- Gujarati, Damodar, N. (2001). *Temel Ekonometri* (Çeviren: Ümit Şenesen ve Gülay Günlük Şenesen). İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Güloğlu, Bülent, ve Bekçioğlu, Selim (2002). İMKB'deki Gelişmelerin Şirketlerin Sermaye Yapısına Etkileri: İmalat Sanayinde Faaliyet Gösteren Firmalar Üzerine Bir Uygulama. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 16 (5-6), 107-128.
- Günaydın, Rüştü Kürşat. (2006). *Ülke İçin Farklı Yaklaşımlar*. http://www.makalem.com/Search/ArticleDetails.asp?nARTICLE_id=3967, Erişim Tarihi : 05.01.2009.
- Günaydın, Rüştü Kürşat. (2007). *Ülke Riski ve Yönetimi*. http://www.makalem.com/zip/download.asp?f=81454077_3904_pdf.zip&oid=-1&aid=3904, Erişim Tarihi : 05.01.2009.
- Günhan, Suat ve Arditi, Davit. (2005). Uluslararası Pazarda İnşaat Firmalarını Etkileyen Dış Ülke Faktörleri, 3. *Yapı İşletmesi Kongresi TMMOB İnşaat Mühendisleri Odası*, 29/30 Eylül, İzmir, 78-89.
- Gür, Timur, Han. (2000). Ülke Riskinin Belirlenmesinde Yöntemler. *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 18 (2), 119-139.
- Gürbüz, A. Osman ve Erginçan, Yakup. (2008). *Şirket Değerlemesi Klasik ve Modern Yaklaşımlar* (İkinci Basım). İstanbul: Literatür Yayıncılık No: 119.
- Hacırüstemoğlu, Rüstem, Şakrak, Münir, ve Demir, Volkan. (2002). Etkin Performans Ölçüm Aracı (EVA) (Ekonomik Katma Değer – Ekonomik Kâr Yaklaşımı), *İstanbul SMMM Mali Çözüm Dergisi*, 59, 10-21.

- Halıcı, Nadide, Sevil. (2005). *Kredi Derecelendirme Şirketleri, Kredi Derecelendirmenin Belirleyicileri ve Etkileri*. Yüksek Lisans Tezi, Erciyes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Hand, John, M. R., Holthausen, Robert, W. and Leftwich, Richard, W. (1992). The Effect of Bond Rating Agency Announcement on Bond and Stock Prices. *The Journal of Finance*, 47 (2), 733-752.
- Hardouvelis, Gikas, Papanastasopoulos, George, Thomakos, Dimitrios, and Wang, Tao. (2007). Accruals, Net Stock Issues, and Value Glamour Anomalies: New Evidence on Their Relation. The Rimini Centre For Economic Analysis WP 47-07.
- Hassan, M. Kabir, Maroney, Neal C., El-Saby, Hassan Monir and Telfah, Ahmad. (2003). Country Risk and Stock Market Volatility, Predictability, and Diversification in The Middle East and Africa. *Economic System* (1), 63-82.
- Hefferman, Shelagh, A. (1986). *Sovereign Risk Analysis.*, London: Ailen & Unwin Inc.
- Hines, Mary, Alice. (1997). *The Development and Finance of Global Private Power*. California: Greenwood Publishing Group Inc.
- Holt, David, D. (1998). *International Management Text and Cases*. USA: The Dryden Pres.
- Hoti, Suhejla and McAleer, Michael. (2004). An Empirical Assesment of Country Risk Ratings and Associated Models. *Journal of Economic Surveys*, 18 (4), 539-588.
- Hoti, Suhejla and McAleer, Michael. (2005). *Modelling The Riskiness in Country Risk Ratings*. Netherlands: Elsevier Ltd.
- Hsiao, Cheng. (2003). *Analysis of Panel Data* (Second Edition). United Kingdom, Cambridge University Press.

Huang, Wei, Xin. (2007). *Institutional Banking for Emerging Markets Principles and Practice*. England: Wiley and Sons Ltd.

Hudson, John. (1982). *Inflation, A Theoretical Survey and Synthesis*. London: George Allen & Unwin (Publishers) Ltd.

Iranzo, Silvia. (2008). *Delving into Country Risk*, Madrid, Banco De Espana.

Iversen, Carl. (1967). *Aspect of The Theory of International Capital Moviment*. New York: Taylor & Francis.

İMKB (2010). *Hisse Senesinde Değerleme*, <http://www.imkb.gov.tr/products/StocksMain/StockValueDefinitions.aspx>, Erişim Tarihi: 02.01.2010.

İşcanoğlu, Ayşegül, Weber, Gerhard, Wilhelm and Taylan, Pakize. (2007). *Predicting Default Probabilities with Generalized Additive Models for Emerging Markets*, 22 European Conference on Operational Research, EURO Prag, 8-11 July, <http://sedat.iam.metu.edu.tr/gweber/Iscanoglu%20-%20Weber%20-%20Taylan%20-%20present.pdf>, Erişim Tarihi : 13.10.2009.

James, Mimi, and Koller, Timonthy, M. (2000). Valuation in Emerging Markets. *The McKinsey Quarterly*, (4), 78-85.

Jolliffe, I. T. (2002). *Principal Component Analysis* (Second Edition). New York, Springer-Verlag Inc.

Jones, Charles, P. (1998). *Investment, Analysis and Managemenet* (Sixth Edition). New York: John Wiley & Sons Inc.

Jones, Charles, P. Tuttle, Donald L and Heaton, Cherill, P. (1977). *Essantials of Modern Insventment, The Engineering Economist: A Journal Devoted to the Problems of Capital Investment*, <http://www.informaworld.com/smpp/ftinterface~content=a776612619~fulltext=713240930~frm=content>, Erişim Tarihi: 22.08.2009.

- Kabakçı, Yurdağül. (2008). Sermaye Yapısı ile İşletme Performansı Arasındaki İkişki: Gıda Sektöründeki Bir Uygulama. *Ege Akademik Bakış*, 8, (1), 167-182.
- Kahyaoğlu, Hakan. (2007). *Türkiye’de Finansal Risklerin Reel Piyasalara Etkisi: Aktarım Mekanizmalarının Analizi (1989-2003)*. Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- Kaminsky, Graciela and Schmukler, Sergio. (2001). Emerging Markets Instability: Do Sovereign Ratings Affect Country Risk and Stock Returns?. *World Bank Economic Review*, Oxford University Press, 16 (2), 171-195.
- Kanalıcı, Hülya. (1997). *Hisse Senedi Fiyatlarının Tespiti ve Tesir Eden Faktörler*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları No: 77.
- Kara, Fatih. (2005). *Rating Kurumlarının İşleyişi ve Ülkeler Üzerindeki Etkileri*, http://www.akademiktisat.net/calisma/iktisat_uygulama/rating_ulkeler_fkara.htm, Erişim Tarihi: 15.04.2009.
- Karaca, Süleyman, Serdar. (2007). *Şirketlerin Kâr Dağıtım Politikası ve Kâr Payı Ödeme Şekillerinin Firma Değerine Etkisinin Analizi ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda Bir İnceleme*. Doktora Tezi, İnönü Üniversitesi, Malatya.
- Kaya, Fatih. (2006). *Ülke Riskinin Finansal Piyasalara Etkisi*. Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Kayacan, Murad ve Gürbüz, O. (2001). Finansal pazarlarda ve özellikle Türev Ürün Piyasalarda Risk ve Krize Yeni Bir Yaklaşım: Sistemik Risk ve Sistemik Kriz. *Active Finans Dergisi*, Ocak- Şubat, 6-14.
- Kayahan, Cantürk ve Topal, Yusuf. (2009). Tarihsel Riske Maruz Değer (RMD) Finansal Riskleri Açıklamada Yeterli Midir?. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 14 (1), 179-189.

- Kennedy, Peter. (2006). *Ekonometri Klavuzu*. (Çevirenler: Muzaffer Sarımeşeli ve Şenay Açıkgöz), Ankara: Gazi Kitabevi.
- Keown, J. Arthur, Martin, John, D., Petty J. William, and Scott, David, F. (2005). *Financial Management*, Tenth Edition, New Jersey, Pearson Prentice Hall.
- Kesbiç, C. Yenal, Baldemir, Ercan ve Bakımlı, Esat. (2005). Ülke Riski Ölçüm Problemi ve Önemi: Türkiye İçin Bir Analiz. *Ekonomik Yorumlar*, 42 (496), 68-86.
- Khanna, Tarun, and Palepu, Krishna. (2000). Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups. *The Journal of Finance*, 55, (2), 867-891.
- Khursheed, Omer, and Darshan, L. Wadhwa. (2004). *A Critical Examination of Methods Of Evaluating Closely Held Businesses*, <http://www.sbaer.uca.edu/research/asbe/1997/PDF/16.pdf>, Erişim Tarihi: 11.09.2009.
- Kılıç, Berra. (1989). *Derecelendirme (Rating) İşlemi, ABD'de Tahvil Derecelendirme Süreci*, SPK Araştırma Raporu.
- Kırdar, Yalçın. (2005). Marka Stratejilerinin Oluşturulması; Coca-Cola Örneği". *Review of Social, Economic and Business Studies; Eastern Mediterranean University, Journal of Business and Economics Faculty*, 3, (4), 233-250.
- Kırlı, Mustafa. (2006). Halka Açık Olmayan Şirketlerde Sistemik Risk Ölçütü Beta Katsayısının Tahmin Edilmesi. *Yönetim ve Ekonomi*, 13 (1), 121-134.
- Kishali, Yunus ve Pehlivanlı, Davut. (2006). Risk Odaklı İç Denetim ve İMKB Uygulaması. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 30, 75-87.
- Koller, Timothy. (1994). What is Value-Based Management?. *The McKinsey Quarterly*, (3), 87-101.

- Konuralp, Gürel. (2001). *Sermaye Piyasaları Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi*. İstanbul: Alfa Basım Yayım.
- Korkmaz, Turhan ve Ceylan, Ali. (2007). *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*. Bursa: Ekin Basım Yayım Dağıtım.
- Kosmidou, Kyriaki and Zopounidis, Constantin. (2004). *Goal Programming Techniques For Bank Asset Liability Management*. USA: Kluwer Academic Publishers.
- Kök, Recep, ve Şimşek, Nevzat. (2006). Panel Data Analysis: Unit Root and Cointegration, *Seminar in Dokuz Eylül University, Faculty of Economics and Administrative Sciences, Department of Economics*
- Krayenbuehl, Thomas, E. (2001). *Country Risk: Assessment and Monitoring* (Second Edition). Cambridge: Woodhead-Faulkner.
- Kruschwitz, Lutz and Löffler, Andreas. (2006). *Discounted Cash Flow A Theory of the Valuation of Firms*. England: John Wiles and Sons Inc.
- Kuğu, Tayfun, Deniz. (2004). Finansman Yönetimi Olarak Risk Sermayesi. *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, 11 (2), 141-153.
- Langohr, Herwig, M. and Langohr, Patricia, T. (2008). *The Ratings Agencies and Their Credit Ratings*. England: John Wiles and Sons Inc.
- Lavy, Victor (2001). Regional Conflict, Country Risk, and Foreign Direct Investment in The Middle East, (Edited by: Sason Sofer), *Peacemaking in a Divided Society*. London: Frank Cass Publishers.
- Ledereich, Leonard, and Siegel, Joel. (1990). *What's a business Worth? Valuation Methods for Accountants*, The National Public Accountant, 35, <http://www.allbusiness.com/business-finance/equity-funding-private-equity-venture/114314-1.html>, Erişim Tarihi: 12.01.2010.

- Ledgerwood, Joanna. (1999). *Microfinance Handbook An Institutional and Financial Perspective*. USA: The World Bank.
- Little, Philip, Coffee, David, and Lirely, Roger. (2005). Brand Value and The Representational Faithfulness of Balance Sheets. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 9, (3), 79-87.
- Madden, Bartley, J. (1999). *CFROI Valuation A Total System Approach to Valuing the Firm*. Oxford: Butterworld-Heinemann.
- Madura, Jeff. (2006). *International Financial Management* (8th Edition). Canada: South-Western Cengage Learning.
- Maheu, John, M., and McCurdy, Thomas, H. (2007). Components of Market Risk and Return. *Journal of Financial Econometrics*, 5, (4), 560-590.
- Mandacı, Pınar, Evrim. (2003). Türk Bankacılık Sektörünün Taşıdığı Riskler ve Finansal Krizi Aşmada Kullanılan Risk Ölçüm Teknikleri. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 5 (1), 67-84.
- Mankiw, N. Gregory. (2009). *Makroekonomi*, (Çeviren: Mehmet Güçlü). Ankara: Eflatun Yayınevi.
- Mateus, Tiago. (2004). The Risk and Predictability of Equity Returns of the EU Accession Countries. *Emerging Market Review*, 5, (2), 241-266.
- McConnell, John, and Servaes, Henri. (1990). Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value. *Journal of Financial Economics*, 27, (2), 595-612.
- McMillan, Lawrence G. (1993). *Options As a Strategic Investment*. New York: New York Institute of Finance.
- Melnikov, Alexander. (2003). *Risk Analysis in Finance and Insurance*. Florida: Cahpman & Hall/CRC Monographs and Surveys in Pure and Applied Mathematics N: 131.

- Mentre, Paul. (1984). *The Fund, Commerical Banks, and Member Countries*, Washington, International Monetary Funds. Occasional Paper 26.
- Merikas, Andreas, G. (1999). The Exchange Rate Exposure of Greek Banking Institutions. *Managerial Finance*, 25, 8, 52-60.
- Merna, Tony and Al-Thani, Faisal, F. (2008). *Corporate Risk Management* (2nd Edition). England: John Wiley & Sons Inc.
- Meydan, Cebrail. (2010). Bağımsız Derecelendirme Şirketlerinin Kurumsal (Şirket) Derecelendirme Yaklaşımları Çerçevesinde Bir Derecelendirme Uygulaması. *Maliye Finans Dergisi*, 24 (86), 69-100.
- Moody's. <http://v3.moodys.com/ratings-process/Rating-Process/002>, Erişim Tarihi: 21.08.2009.
- Mosley, Layna. (2003). *Global Capital and National Government*. New York: Cambridge University Pres.
- Moyer, R. Charles, McGuigan, Jack, M. and Kretlow, William, J. (2009). *Contemporary Finacial Management*. (Eleventh Edition). USA: South-Western Cengage Learning.
- Mullineux, Andrew, W. and Murinde, Vector. (2003). *Handbook of International Banking*. United Kingdom: Edward Elgar Publishing Limited.
- Nagy, Pancras J. (1979). *Country Risk, How to Assess, Quantify and Monitor It*. London: Euromoney Publications.
- Nath, Hiranya, K. (2008). *Country Risk Analysis: A Survey of the Quantitative Methods*, Sam Houston State University Department of Economics and International Business Working Paper Series, 1-31.
- Okay, Esin. (2002). Türk Bankacılık Sektöründe Risk ve Kriz. *İstanbul Ticaret Üniversitesi Dergisi*, 1 (2), 95-122.

- Okka, Osman. (2006). *Mühendislik Ekonomisi Çözümlü Problemler* (4. Baskı). Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Okka, Osman. (2009a). *Finansal Yönetim Teori ve Çözümlü Problemler* (3. Baskı). Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Okka, Osman. (2009b). *Analitik Finansal Yönetim Teori ve Problemler*. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Önal, Yıldırım B, Doğanlar, Murat ve Canbaş, Serpil. (2002). Döviz Kuru Riskinin Özel Türk Bankalarının Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisinin Araştırılması. *İMKB Dergisi*, 6 (22), 17-33.
- Öz, Yaşar, ve Güngör, Bener. (2007). Çalışma Sermayesi Yönetiminin Firma Kârlılığı Üzerine Etkisi: İmalat Sektörüne Yönelik Panel Veri Analizi. *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 10 (2). 319-332.
- Özçiçek, Ömer. (2006). Türkiye’de Döviz Kuru Getirisi ve Hisse Senedi Endeks Getirileri Oynaklıkları Arası Simetrik ve Asimetrik İlişki. *İMKB Dergisi*, 10 (37), 1-12.
- Özden, Ünal, Halit. (2008). İMKB Bileşik 100 Endeksi Getiri Volatilitésinin Analizi. *İstanbul Ticaret Üniversitesi Dergisi*, 7 (13), 339-350.
- Özevren, Minâ. (2008). *İşletmelerde Değer Yönetimi*. İstanbul: Beta Basım Yayın Dağıtım A.Ş.
- Öztekin, Didem, ve Erataş, Filiz (2009). *Net Portföy Yatırımları ile Reel Faiz Arasındaki İlişkinin Küresel Kriz Çerçevesinde Değerlendirilmesi: Türkiye Uygulaması*, *Anadolu Uluslararası İktisat Kongresi*, 17-19 Haziran, Eskişehir, http://econ.anadolu.edu.tr/fullpapers/Oztekin_Eratas_econanadolu2009.pdf, Erişim Tarihi: 25.03.2010.
- Parisi, Franco and Friedmann, Roberto. (2008). Could the Stock Indexes, Country Risk Proxies and ADRs have Anticipated the Crises in Argentina, Brazil and

- Mexico in the 90's. *International Research Journal of Finance and Economics*, (15), 113-123.
- Pekkaya, Mehmet. (2006). Kâr Payı Dağıtımının Şirket Değeri Üzerine Etkisi: İMKB 30 Endeks Hisselerine Bir Analiz. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 2 (4), 183-209.
- Pereiro, Luis, E. (2002). *Valuation of Companies in Emerging Markets A Practical Approach*. New York: Jhon & Wiley Sons Inc.
- Puxty, Anthony, G. and Dodds, J., Colin. (1988). *Financial Management Method and Meaning* (Edited by: Richard M.S. Wilson). London: Van Nostrand Reinhold Ltd.
- Rao, Ramesh, K., S. and Stevens, Eric, C. (2007). *A Theory of the Firm's Cost of Capital*. Singapore: World Scientific Publishing Co. Ltd.
- Richards, Anthony, and Deddouche, David. (1999). *Bank Rating Changes and Bank Stock Returns-Puzzling Evidence from the Emerging Markets*, IMF Working Paper Series, WP-151.
- Rivoli, Pietra, and Brewer, Thomas, L. (1997). Political Instabilty and Country Risk. *Global Finance Journal*, 8 (2), 309-321.
- Roos, Johan and Roos, Göran. (1998). *Intellectual Capital Navigating in the New Business Landscape*. New York: New York University Pres.
- Ross, Stephen, A., Westerfield, Randolph, W. and Jaffe, Jeffrey, F. (1993). *Corporate Finance Fourth Edition*. USA: Irwin/McGraw-Hill Companies.
- S & P (Standard & Poor's). (2008). *Sovereign Credit Rating: A Premier*, <http://www.standardandpoors.com/prot/ratings/articles/en/us/?assetID=1245199875939>, Erişim Tarihi: 11:03.2009.
- Sabal, Jaime. (2008). A Practical Approach for Quantifying Country Risk. *GCG Georgetown Universty*, 2, (3), 50-63.

- Saini, Krishan, G. and Bates, Philip S. (1984). A Survey of The Quantitative Approaches to Country Risk Analysis. *Journal of Banking & Finance*, 8 (2), 341-356.
- Sakinç, İlker. (2008). *Sermaye Sahipliği ve Firma Değeri ile İlişkisi*. Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Sarı, Müslim. (2004). *Dış Borç Yönetimi ve Türkiye Uygulamaları*, T.C. Merkez Bankası, Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Ankara.
- Sarıkamış, Cevat. (1998). *Sermaye Pazarları*. (Genişletilmiş 3. Basım). İstanbul: Alfa Yayınları.
- Sayce, Sarah, Cooper, Richard, Smith, Judy and Rowland, Piers, Venmore. (2006). *Real Estate Appraisal*. United Kingdom: Blackwell Publishing.
- Schnusenberg, Oliver, Madura Jeff and Gleason, Kimberly, C. (2007). The Effect of Country Risk Ratings on Market Returns. *Applied Financial Economics*, 17 (16), 1289-1299.
- Schroder, Susan, K. (2008). The Underpinnings of Country Risk Assessment. *Journal of Economic Surveys*, 22 (3), 498-535.
- Sealy, Thomas, S. (2001). International Country Risk, *The Political Risk Services*, New York, IBC USA Groups Inc.
- Sharan, Vyuptakesh. (2009). *International Financial Management* (5th Edition). New Delhi: PHI Learning Private Limited.
- Siegel, Joel, G. and Shim, Jae, K. (2000). *Financial Management*. (Second Edition). New York: Barron's Educations Series, Inc.
- Solberg, Ronald L. (2001). *Managing The Risk of International Lending* (Editör: Ronald L. Solberg) Country Risk Analysis. Great Britain: TJI Digital Padstow Cornwall, 10-26.

- Solberg, Ronald, L. (1998). *Sovereign Rescheduling: Risk and Portfolio Managemet*, London, Unwin Hyman Ltd.
- Stanley, Curtis, H. (1964). *Cost-Basis Valuations in Transactions Between Entities*, The Accounting Review, <http://www.jstor.org/pss/242458/articles/Stanley> , Erişim Tarihi: 11.12.2009.
- Stern Stewart & Co. (2009). *Economic Value Added*, <http://www.sternstewart.com/?content=proprietary&p=eva&page=1>, Erişim Tarihi: 11.09.2009.
- Stern, Joel, M. and Jr, Donald, H. Chew. (2003). *The Revolution in Corporate Finance*. (Fourth Edition). USA: Blackwell Publishing Ltd.
- Stoltz, Andre, Viljoen, Margaret, Gool, Sulaiman and Cronje, Ryno. (2007). *Financial Management Fresh Perspective*. South Africa: Pearsan Prentice Hall.
- Sumner, J., Ross, T. and Ababouch, L. (2004). *Application of Risk Assessment in The Fish Industry*, FAO Fisheires Technical Paper 442.
- Süner, Mehmet (2004) *Ülke Riski Azaldıkça Sermaye Piyasaları ve İMKB gelişecek*. http://www.makalem.com/Search/ArticleDetails.asp?nARTICLE_id=2971, Erişim Tarihi: 11.08.2009
- Şahin, Hüseyin. (2009). *Yatırım Projeleri Analizi* (Yenilenmiş 4. Baskı). Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları.
- Taner, Berna ve Akkaya, Cenk. (2003). İşletme Değerini Belirleme Yöntemleri ve Farklı Sektörlerdeki İşletmeler Üzerine Bir Uygulama. *Ege Akademik Bakış Dergisi*, (1-2), 1-7.
- Tarantino, Anthony and Cernauskas, Deborah. (2009). *Risk Management in Finance Six Sigma and Other Next- Generation Techniques*. (New Jersey): Jhon Wiley & Sons Inc.

- Taylor, Francesca. (2000). *Mastering Derivatives Markets* (Second Edition). Great Britain: Pearson Education Limited.
- TBB (Türkiye Bankalar Birliği). (1999). *Kredi Riskinin Yönetimine İlişkin İlkeler*, Araştırma Raporları, Ankara.
- TDK (Türk Dil Kurumu). (2010). *Büyük Türkçe Sözlük*, <http://tdkterim.gov.tr/bts/> Erişim Tarihi: 12.05.2010.
- Tuckman, Bruce. (2002). *Readings for the Financial Risk Manager* (Edited by : Rene M. Stulz and Apostolik, Rich) *Bond Prices, Discount Factors, and Arbitrage*. New York: Jhon Wiley & Sons Inc.
- Tunaboğlu, Ali, Naili. (2008). *Döviz Kuru Riski ve Firma Değeri ile İlişkisi*. Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Tunçsiper, Bedriye ve Öksüzler, Oktay. (2006). Döviz Kuru Riski Türkiye'nin İhracatını Azaltır mı? Hata Doğrulama Yöntemi ile Bir Ampirik Değerlendirme. *ZKÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (3), 1-13.
- Turanlı, Münevver, Özden, Ünal Halit ve Demirhan, Dicle. (2002). Seçim Tartışmalarının Hisse Senedi Piyasalarına Etkisi. *İstanbul Ticaret Üniversitesi Dergisi*, (2), 1-14.
- Turner, John, A. (2001). *Pay At Risk: Compensation and Employment Risk in The United States and Canada*. USA: W.E. Upjohn Institute of Employment Research.
- TÜBİTAK (Türkiye Bilimsel ve Akademik Araştırma Kurumu). (2007). *BGSY- Risk Yönetim Süreci Klavuzu*. Ulusal Elektronik ve Kriptoloji Araştırma Enstitüsü (Doküman Kodu: BGYS-004), Kocaeli.
- TÜSİAD (Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği). (2008). *Kurumsal Risk Yönetimi*. (Yayın No. TÜSİAD-T/2008-02/452), İstanbul.

- Ugan, Gökhan. (1997). Gelişmekte Olan Hisse Senedi Piyasalarında Sistemik Risk Yönetimi. *İMKB Dergisi*, 1 (2), 51-68
- Ülgen, Murat, ve Teker, Suat. (2005). İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda İşlem Gören Sanayi Şirketleri İçin Bir Analitik Değerleme Tekniği Uygulaması. *İstanbul Teknik Üniversitesi Dergisi/b*, 2, (1), 49-57
- Vaughan, Oddette. (1995). *Implacation of Foreign Direct Investment for The Canadian Food and Bevarage Manufacturing Indsutry*", Policy Branch, Agriculture and Agri-Food Canada. Ottawa, Working Paper 2/95. <http://dsp-psd.pwgsc.gc.ca/Collection/A21-48-1995-2E.pdf>, Erişim Tarihi: 23.07.2009.
- Vernimmen, Pierre, Quiry, Pascal, Dallacchio, Maurizio, Le Fur, Yann and Salvi, Antonio. (2005). *Corporate Finance Theory and Practice*. England: Jhon Wiley & Sons Inc.
- Vijayakumar, A. (2001). *Working Capital Management*. New Delhi: Northern Book Centre.
- Watson, Maxwell, Mathieson, Donald, Kincaid, Russell and Kalter, Eliton. (1986). *International Capital Markets Developments and Prospects*. Washington: International Monetary Fund.
- Webster, James, G., Phalen, Patricia, F. and Lichty Lawrence, W. (2006). *Ratings Analysis The Theory and Practice of Audience Research* (Third Edition). London: Lawrance Erlbaum Associates Publishers.
- Wikipedia.(2009).
http://en.wikipedia.org/wiki/Valuation_%28finance%29#Valuation_overview,
Erişim Tarihi: 18.04.2010.
- Wilcox, Jarrod, W. (1997). Quantitative Investing. (Editör: Peter Carman). *Quantitative Investing in Global Markets*. USA: GPCo.

- Woods, Margaret, Kajüter, Peter, and Linsley, Philip. (2008). *Inernational Risk Management*, Oxford: Elsevier Ltd.
- Wooldridge, Jeffrey, M. (2009). *Introductory Econometrics A Modern Approach*. (Forth Edition). USA, South-Western Cengage Learning.
- Yapraklı, Sevda, ve Güngör, Bener. (2007). Ülke riskinin Hisse Senetleri Fiyatlarına Etkisi: İMKB 100 Endeksi Üzerine Bir Araştırma. *Atatürk Üniversitesi SBF Dergisi*, 62, (2), 199-218.
- Yazıcı, Kuddusi. (1997). *Özelleştirmede Değerlendirme Yöntemleri ve Değerlendirme Kriterleri*, Devlet Planlama Teşkilatı, Uzmanlık Tezi. Ankara.
- Yıldırım, Kemal ve Karaman, Doğan. (2005). *Makroekonomi*. (Dördüncü Basım). Eskişehir: Eğitim, Sağlık ve Bilimsel Araştırma Vakfı, Yayın No: 145.
- Yılığör, Ayşe, Gül. (2005). İşletme Performansının Değerlendirilmesinde Ekonomik Katma Değer (EVA) ve Piyasa Katma Değeri (MVA) Yöntemleri ve Bu Yöntemlerin Hisse Senedi Getirilerini Açıklama Gücünün İncelenmesi: İMKB 100 Örneği. *Ankara SBF Dergisi*, 65 (1), 225- 248.
- Yılmaz, Ömer, Güngör, Bener ve Kaya, Vedat. (2004). Hisse Senedi Fiyatları ve Makroekonomik Değişkenler Arasındaki Bütünleşme ve Nedensellik. *İMKB Dergisi* 9 (34), 1-16.
- Yim, Julinana and Mitchell, Heather. (2005). Comparison of Country Risk Models: Hybrid Neural Networks, Logit Models, Discriminant Analysis and Cluster Techniques. *Expert System with Applications*, 28 (1), 137-148.
- Yücel, A. Tülay, Mnadacı, Pınar Evrim ve Kurt, Gülüzar. (2007). İşletmelerin Finansal Risk Yönetimi ve Türev Ürün Kullanımı: İMKB 100 Endekslerinde Yer Alan İşletmelerde Bir Uygulama. *Muhasebe ve Finasman Dergisi*, 36, 106-113.

- Zengin, Numan. (2009). *Seçilmiş Makroekonomik Göstergelerle İMKB-100 Endeksi Arasındaki İlişkinin Analizi*. Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.
- Zhang, Yimin and Zhao, Ronald. (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), 44-59.
- Zügül, Muhittin ve Şahin, Cumhuri. (2009). *İMKB 100 Endeksi ile Bazı Makroekonomik Değişkenler Arasındaki İlişkiyi İncelemeye Yönelik Bir Uygulama*. Akademik Bakış Sayı 16 Uluslar arası Hakemli Sosyal Bilimler E-Dergisi, <http://www.akademikbakis.org/16/11imkb.pdf>, Erişim Tarihi : 02.04.2009

EKLER

Ek-1: S & P Ülke Riski Metodolojisi

Ek-2: ICRG Ülke Riski Ölçüm Metodolojisi

Ek-3: Derecelendirme Kuruluşlarının Birincil Faktörleri

Ek-4: Derecelendirme Kuruluşlarının Endeks Yapısı

Ek-5: Model Veri Seti

Ek- 1: S & P Ülke Riski Metodolojisi**Politik Risk Faktörleri**

- Politik kurumların meşruluğu ve dengesi
- Politik sürece halkın katılımı
- Liderlik verasetinin düzeni
- Ekonomik politika kararları ve amaçlarındaki şeffaflık
- Kamu güvenliği
- Jeopolitik risk

Gelir ve Ekonomik Yapı

- Piyasaya yönelik ekonominin zenginlik ve çeşit derecesi
- Gelir farklılıkları
- Ara fonlarda finansal sektörün etkinliği; Fon kullandırma
- Reel sektörün kârlılığı ve rekabet gücü
- Kamu sektörünün etkinliği
- Korumacılık ve diğer piyasa dışı etkinlik
- İşçi esnekliği

Ekonomik Büyüme Gözlemi

- Yatırım ve tasarrufların hacmi
- Ekonomik büyümenin oranı ve modeli

Mali Esneklik

- Kamu gelirleri, giderleri ve fazla/açık trendi
- Gelir yükseltme esnekliği ve etkinliği
- Harcama baskısı ve etkinliği
- Raporlamada şeffaflık ve zamanlama
- Emeklilik yükümlülükleri

Kamu Borç Yükü

- GSYİH'in yüzdesi olarak brüt ve net kamu borçları
- Faize bağlı gelirlerin payı
- Para kompozisyonu ve vade profili
- Sermaye piyasalarının genişliği ve derinliği

Offshore ve Şarta Bağlı Yükümlülükler

- Reel sektör girişimlerinin sağlamlığı ve hacmi
- Finansal sektörün dinçliği

Parasal Esneklik

- İktisadi döngüdeki fiyat gidişatı
- Para ve kredi genişletme
- Parasal hedefler ve döviz kuru sistemindeki uyumluluk
- Sermaye kurumları örneğin Merkez Bankası bağımsızlığı
- Para politikası araçlarının etkinliği ve derecesi

Dış Likidite

- Dış ülke hesapları üzerindeki mali ve para politikalarının etkisi
- Cari hesabın yapısı
- Sermaye akımlarının yapısı
- Rezervlerin yeterliliği

Kamu Dış Borç Yükü

- Cari hesap alacaklarının yüzdesi olarak yapılandırılmış borçları içeren brüt ve net kamu dış borç yükü
- Vade profili, para kompozisyonu ve faiz oranı değişikliklerine duyarlılık
- Özel fonlara ulaşma imkanı
- Borç servis yükü

Özel Servis Dış Borç Yükü

- Cari hesap alacaklarının yüzdesi olarak yapılandırılmış borçları içeren brüt ve net özel finansal sektör dış borç yükü
- Cari hesap alacaklarının yüzdesi olarak yapılandırılmış borçları içeren brüt ve net reel sektör dış borç yükü
- Vade profili, para kompozisyonu ve faiz oranı değişikliklerine duyarlılık
- Özel fonlara ulaşma imkanı
- Borç servis yükü

Ek-2: ICRG Ülke Riski Ölçüm Metodolojisi

ICRG sistemi, politik riskin 12 bileşenden (15 alt bileşen), finansal ve ekonomik riskin her birinin 5 bileşenden oluştuğu; finansal, politik ve ekonomik olmak üzere üç ana kategoride gruplandırılmış toplam 22 bileşenden oluşan bir seti esas almaktadır. Her bir bileşene, en yüksek puanın (100) en düşük potansiyel riski, en düşük puanın (0) en yüksek riski gösterdiği puanlar verilmiştir.

ICRG personeli, uygun bir değerlendirme modeli bazında her bir bireysel risk bileşenini risk puanına dönüştüreceği politik bilgiler ve ekonomik veriler toplar. Finansal ve ekonomik risk değerlemeleri objektif veriler bazında yapılırken, politik risk değerlemeleri mevcut bilgilerin objektif analizi esas alınarak yapılır. ICRG modeli, 22 ayrı derecelendirmeye ek olarak, üç risk grubunun her biri artı her bir ülkenin toplam puanı için de bir derecelendirme oluşturur. 22 risk bileşeninin her birine bir risk derecelendirmesi verildikten sonra, her bir risk kategorisi (politik, finansal, ekonomik) içindeki bileşenler, her bir risk kategorisi için bir derecelendirme sağlayacak şekilde bir arada toplanır. Daha sonra, bu kategorilerin risk derecelendirmeleri, bir ülkenin toplam/genel veya bileşik risk derecelendirmelerini verecek bir formüle bağlanır. Risk bileşeni derecelendirmeleri ile daha yüksek derecelendirmesi olan, politik, ekonomik ve finansal risk hesaplanırken, bileşik risk derecelendirmeleri ile daha düşük derecelendirme hesaplanır.

Sonuç olarak, ICRG sistemi, toplam veya bileşik riskleri, politik, finansal ve ekonomik riskleri ve bu geniş risk kategorilerini bir araya getiren riskin derecelendirmelerine sahip olan ülkeler için, geniş kapsamlı bir risk yapısı ortaya koymaktadır. Bu yaklaşım, kullanıcının tek bir risk bileşeninin veya bileşenler grubunun bir ülkenin toplam riski üzerindeki etkisini izlemesini sağlar.

Bunlara ek olarak ICRG, ayrı risk bileşenleri ile ilgili derecelendirmelerin, o bilgilerin veya verilerin yorumlarıyla birlikte belirlendiği bilgiler ve veriler de üretir. Bu durum sistem kullanıcısının kendi bilgi ve yorumunu ICRG personelinin verilerine karşı dengelemesini sağlar.

POLİTİK RİSK DERECELENDİRMESİ

Politik risk derecelendirmenin amacı, ICRG tarafından karşılaştırılabilir belli bir esasa göre kapsama alınan ülkelerin politik istikrarını belirleyen araçlar sağlamaktır. Bu işlem, politik risk bileşenleri terimi içine alınan, önceden hazırlanmış/ pre-set grubu faktörlerine risk puanı vermek suretiyle yapılır. Maksimum puan, bileşene toplam politik risk

değerlemesi içinde verilen sabit ağırlığa bağlı olurken, her bir bileşene verilebilen puanın minimum değeri “0” dır. Her bir durumda, toplam risk puanı düştükçe risk artar ve risk puanı ne kadar yüksek olursa, risk de o kadar azalır.

Uyumluluğu sağlamak için, puanlar hem ülkeler arasında hem de zaman boyunca, her bir risk bileşeni için önceden hazırlanmış soru dizileri bazında ICRG editörleri tarafından verilir.

Politik Risk Değerlendirilmesi

Genel şartlarda, resmen verilen puanlar toplamın % 50’sinden daha az ise, o bileşen riskli olarak kabul edilir. Eğer puanlar % 50–60 arasında ise orta derecede risk, % 70–80 arasında ise düşük risk ve % 80–100 arasında ise çok düşük risk söz konusudur. Bununla beraber bu, diğer bileşenlerin bir bileşen içindeki kötü risk derecelendirmesini telâfi edebilmesinde daha iyi bir derecelendirme olarak sadece bir göstergedir.

Genel olarak 0,0–49,9 arasındaki politik risk derecelendirmesi çok yüksek riski, 50,0–59,9 arası yüksek riski, 60–69,9 arası orta düzeyde riski, 70,0–79,9 arası düşük riski ve 80 veya daha fazlası çok düşük riski gösterir.

POLİTİK RİSK BİLEŞENLERİ

Ek 2/a : Politik Risk Bileşenleri

Sıra	Bileşenler	Puan(Max.)
A	Hükümet İstikrarı	12
B	Sosyoekonomik Koşullar	12
C	Yatırım Profili	12
D	İç Karışıklık	12
E	Dış Karışıklık	12
F	Yolsuzluk	6
G	Politikalara Askerin Etkisi	6
H	Dinsel Gerilimler	6
I	Kanun ve Düzenlemeler	6
J	Etnik Gerilimler	6
K	Demokratik Sorumluluklar	6
L	Bürokrasi Kalitesi	4
Toplam		100

Politik risk derecelendirmelerini oluşturmak için, aşağıdaki risk bileşenleri, ağırlıklar ve diziler kullanılır:

A-Hükümet istikrarı - 12 Puan

Bu hem hükümetin açıkladığı programı yürütme yeteneği, hem de görevde (iktidarda) kalma yeteneği ile ilgili bir değerlemedir. Verilen risk derecelendirmesi, her birinin maksimum 4 puandan oluşan maksimum bir skoru ve 0 puandan oluşan minimum bir skoru olan, üç alt bileşenin toplamıdır. 4 puanlık skor, çok düşük riske eşittir ve 0 puanlık skor çok yüksek riske eşittir.

Alt bileşenler şunlardır:

- Hükümet birimi
- Yasama gücü
- Halk desteği

B-Sosyoekonomik koşullar - 12 Puan

Bu, is basında olan hükümete, hükümet faaliyetlerini engelleyen ve toplumsal hoşnutsuzluğu ateşleyen toplumdan gelen baskının bir değerlemesidir. Verilen risk derecelendirmesi, her biri maksimum 4 puan ve minimum 0 puan olan üç alt grubun toplamıdır. 4 puanlık skor, çok düşük riske eşittir ve 0 puanlık skor çok yüksek riske eşittir.

Alt gruplar şunlardır:

- İşsizlik
- Tüketici güveni
- Yoksulluk

C-Yatırım Profili - 12 Puan

Bu finansal, politik ve ekonomik diğer risk faktörlerinin içine girmeyen, yatırıma yönelik riski etkileyen faktörlerin bir değerlemesidir. Verilen risk derecelendirmesi, her biri maksimum 4 puan ve minimum 0 puan olan üç alt grubun toplamıdır. 4 puanlık skor, çok düşük riske eşittir ve 0 puanlık skor çok yüksek riske eşittir.

Alt gruplar şunlardır:

- Sözleşmelerin kalıcı olması/Kamulaştırma
- Kârları kendi ülkesine götürme
- Ödeme gecikmeleri

D-İç Karışıklık- 12 Puan

Bu, ülkedeki politik şiddetin ve onun yönetim üzerinde su andaki veya potansiyel etkilerinin bir değerlemesidir. Hükümete sivil veya silâhlı muhalefetin olmadığı ve doğrudan veya dolaylı, kendi halkına karşı olan keyfi şiddete izin vermeyen ülkelere en yüksek derecelendirme verilir. En düşük puan, devam eden bir iç savaş içindeki ülkeye verilir.

Verilen risk derecelendirmesi, her biri maksimum 4 puan ve minimum 0 puan olan üç alt grubun toplamıdır. 4 puanlık skor, çok düşük riske eşittir ve 0 puanlık skor çok yüksek riske eşittir.

Alt gruplar şunlardır:

- İç savaş/darbe tehdidi
- Terörizm/politik şiddet
- Sivil itaatsizlik (bozukluk)

E-Dış Karışıklık - 12 Puan

Dış ihtilâf ölçüsü, is basında olan hükümete şiddetli olmayan dış baskıdan diplomatik baskı, yardımın kesilmesi, ticari kısıtlama, toprak anlaşmazlıkları, yaptırımlar vb.) şiddetli baskıya (savaşa kadar giden sınır ihlalleri) kadar değişen dış işleri kaynaklı her iki riskin bir değerlemesidir. Dış ihtilâflar, işlemlerde kısıtlamalardan ticaret ve yatırım yaptırımlarına, ekonomik kaynakların dağılımındaki bozukluklara, toplumsal yapıdaki şiddet değişikliğine kadar değişecek şekilde, dış işlerini birçok şekilde olumsuz yönde etkiler.

Verilen risk derecelendirmesi, her biri maksimum 4 puan ve minimum 0 puan olan üç alt grubun toplamıdır. 4 puanlık skor, çok düşük riske eşittir ve 0 puanlık skor çok yüksek riske eşittir.

Alt gruplar şunlardır:

- Savaş
- Sınır ihlali
- Dış baskılar

F-Yolsuzluk – 6 puan

Bu politik sistemdeki yozlaşmanın bir ölçüsüdür. Böyle bir yozlaşma birkaç nedenle yabancı yatırıma bir tehdit oluşturur. Yozlaşma ekonomik ve finansal ortamı bozar, liyakatten daha çok, birisinin himayesi aracılığıyla iktidar makamlarında sorumluluk alan kişiler sağlamak suretiyle, hükümetin ve isin verimliliğini azaltır ve pek az da olmayacak şekilde politik sürece kendi doğasında olan bir istikrarsızlık getirir. İşletme tarafından doğrudan karşılaşılan yozlaşmanın en yaygın biçimi, ihracat ve ithalâtlarla ilgili lisanslarla (izinlerle), döviz kontrolleriyle, vergi değerlemeleriyle, polis korumasıyla veya borçlanma ile bağlantılı olan özel ödeme talebi ve rüşvet şeklindeki yozlaşmadır. Böyle yozlaşmalar isin verimli bir şekilde yapılmasını güçleştirir ve bazı durumlarda yatırımcıyı ekibimi çekmeye ve yatırımı durdurmaya zorlar.

Ölçümler böyle bir yozlaşmayı hesaba katmasına rağmen, bu ölçü aşırı korumacılık, akraba kayırma, is rezervasyonu, hep bana anlayışı, bir tarafa gizli mali destek yapma,

politika ve is arasındaki yakın bağlantılar seklindeki gerçek veya potansiyel yozlaşmalarla daha fazla ilgilidir. Bizce yozlaşmanın sinsi türleri, onların potansiyel olarak popüler hoşnutsuzluklara, devlet ekonomisi üzerinde gerçekçi olmayan ve yetersiz kontrollere ve karaborsanın gelişimini özendirilmeye yol açabilecekleri dış ticarete göre daha büyük riskten gelmektedir.

Bu tür yozlaşmadaki en büyük risk bazı durumlarda onun kendinden çok emin olacağıdır veya halk tepkisindeki yükselişe uygun olarak, hükümetin düşmesi veya devrilmesi, ülkenin politik kurumlarının yeniden organize edilmesi ve yapılandırılması veya en kötüsü; ülkenin yönetilemeyeceği, yasalarda ve düzende bozulmaya yol açacak şekilde aniden büyük bir skandal ortaya çıkacaktır.

G-Politikalara Askerin Etkisi - 6 Puan

Asker hiç kimse tarafından seçilmez. Bundan dolayı, onun politikanın içinde olması, hatta çok yakından ilgilenmesi, demokratik sorumluluğun eksikliğidir. Bununla beraber, diğer başka önemli sonuçları da vardır. Askere, sözgelimi fiili veya oluşturulmuş iç ve dış tehdit nedeniyle gerek duyulabilir. Böyle bir durum, bu tehdidi

karşılama amacıyla, sözgelimi, bütçe harcamaları içindeki savunma bütçesinin payının artırılmasıyla, hükümetin politikasının bozulması anlamına gelir.

Bazı ülkelerde, askerin yönetimi ele geçirme tehdidi, seçilmiş bir hükümeti politika değiştirmeye zorlayabilir veya yerine askerin isteklerine karşı daha yumuşak başlı olan bir hükümet gelmesine neden olabilir. Eğer hükümetin işlevlerini etkin bir şekilde yerine getirememesi ve bundan dolayı yabancı yatırım için kolay bir ortam olmamasının göstergesi ortaya çıkarsa, askerin yönetime el koyması veya el koyma tehdidi yüksek bir risk gösterebilir.

Tam bir askeri rejim, en büyük riski taşımaktadır. Askeri rejim kısa vadede yeni bir istikrar sağlayabilir ve dolayısıyla işletme risklerini azaltabilir. Buna rağmen, uzun vadede, kısmen hükümetin yıpranacak olması ve kısmen de böyle bir hükümetin kirli olmasının silâhlı bir muhalefet oluşturması nedeniyle, risk neredeyse kesinlikle yükselecektir.

Bazı durumlarda, askerlerin hükümet içinde yer alması, zorlukların altında yatan bir neden olmaktan ziyade bir belirti olabilir. Üstelik daha düşük risk derecelendirmeleri askerin büyük ölçüde politikaya katıldığını ve daha büyük bir riski gösterir.

H-Dinsel Gerilimler - 6 Puan

Dinsel gerilimler, toplumunun ve/veya yönetimin; medeni yasanın yerine dinsel yasaları koymanın veya diğer dinleri politik sürecin dışında tutmanın, tek bir dinsel grubun yönetimde egemen olma arzusunun, dinsel özgürlük üzerindeki baskıların kalkmasının, dinsel grubun kendi kimliğini ifade etme isteğinin yollarını arayan tek bir dinsel grup tarafından, tüm bir ülkeden ayrı olarak egemenlik altına alınmasından kaynaklanabilir.

Bu durumların gerektirdiği risk, deneyimsiz kişilerin sivil itaatsizlik aracılığıyla empoze ettiği uygun olmayan politiklardan iç savaşa kadar uzanır.

I-Kanun ve Düzenlemeler - 6 Puan

Yasa ve düzen, her biri 0'dan 3'e kadar değişen alt bileşenlerle ayrı ayrı değerlendirilir.

Düzen alt bileşeni, halkın yasalara uyumunun bir değerlemesi iken, yasa alt bileşeni yasanın ve iktidarın tarafsızlığının bir değerlemesidir. Dolayısıyla bir ülke yargı sistem bağlamında yüksek derece olan 3'den memnun olabilir, fakat düşük derece olan 1'den memnun olmaz. Eğer çok yüksek suç oranları varsa yasa etkin yaptırım olmaksızın yok sayılıyorsa (sözgelimi yasa dışı grevler) en düşük derece olan 1 ile değerlendirilir.

J-Etnik Gerilimler - 6 puan

Bu bileşen, ırksal, ulusal ve dil ayrılıklarına dayanan bir ülkedeki gerilim derecesinin ir değerlemesidir. Muhafif gruplar hoş görüsüz oldukları ve uzlaşmaya yanaşmadıkları için, ırksal ve ulusal gerilimlerin yüksek olduğu ülkelere düşük derecelendirmeler verilir. Böyle farklılıklar olsa bile, gerilimlerin minimum olduğu ülkelere daha yüksek derecelendirmeler verilir.

K-Demokratik Sorumluluklar 6-puan

Bu, hükümet halkın taleplerini ne kadar az yerine getirirse demokratik bir ülkede barışçı bir şekilde, demokratik olmayan bir ülkede şiddet yoluyla düşeceği esasına göre, hükümetin halkın taleplerine nasıl cevap verdiğinin bir ölçüsüdür.

Bileşenler içindeki puanlar, söz konusu ülke tarafından hoşlanılan yönetim tipi bazında değerlendirilir. Bu amaçla aşağıdaki yönetim tiplerini tanımlanmıştır.

Dalgalı Demokrasi

Dalgalı demokrasinin temel özellikleri şunlardır:

- Ardı ardına iki defa görev verilmeyen hükümet,
- Anayasa veya yasalar tarafından belirlendiği gibi, yasama ve yürütme için serbest ve adil seçimler,
- Birden fazla siyasal parti ve geçerli bir muhalefetin aktif varlığı,

- Yönetimin üç unsuru yasama, yürütme ve yargı arasındaki kontrol ve dengenin açık olması,

- Bağımsız mahkemelerin güvenilirliği,

- Anayasal veya yasal diğer parametreler aracılığıyla kişisel özgürlüklerin korunmasının güvencesi.

Demokrasinin üstünlüğü

Demokrasinin üstünlüğünün önemli özellikleri şunlardır:

- Birbirinin ardından gelen iki dönem görev yapan hükümet,

-Anayasa veya yasalarda belirtildiği gibi yasama ve yürütme için serbest ve adil seçimler,

- Birden fazla siyasal partinin aktif varlığı,

- Yasama, yürütme ve yargı arasındaki kontrol ve dengenin güvence altına alınması - - Bağımsız yargının varlığı,

-Kişisel özgürlüklerinin korunmasının kanıtı olması,

Fili Tek -Parti Durumu

Fili tek parti durumunun temel özellikleri şunlardır:

- Ardı ardına ikiden fazla dönemde görev yapan hükümet, veya siyasal seçim sisteminin özel bir hükümetle/yürütmeyle yönetimin egemenliğini güvenceye almak amacıyla siyasal sistemlerin dizayn edildiği veya bozulduğu durum,

- Anayasada veya yasalarda belirtildiği gibi seçimlerin kuralına uygun bir şekilde yapılması,

- Hükümette olmayan politik partilerin faaliyetlerindeki kısıtlamaların kanıtı (iktidarda ve iktidarda olmayan partiler arasında medya da yer alma konusunda oransızlık, iktidarda olmayan siyasal partilerin liderlerinin veya destekleyicilerinin rahatsız edilmesi, sadece hükümette olmayan siyasal partileri etkileyen, seçim hileleri vb. engellemeler yapılması).

Meşru Tek Parti Durumu

Meşru tek parti durumunun tanımlayıcı nitelikleri şunlardır:

- İktidarda sade tek parti olması şeklindeki anayasal gerililik

- Yasal olarak tanınan hiçbir siyasal muhalefetin olmaması

Otarşi

Otarşinin tanımlayıcı bir niteliği sudur:

- Askeri ya da verasetle gelen halka hiç bir oy hakkı vermeksizin devletin tek bir grup veya kişi tarafından yönetilmesi.

Otarside liderlik (başkan) bir kısım demokrasi benzeri işlemlerle el değiştirebilir. En gelişmiş biçiminde, bu sistem, yasama gücü sınırlanmış bir meclis seçimi için oy hakkı vermek suretiyle siyasal partilerin rekabetine ve kurala uygun şekilde seçimler yapılmasına izin verebilir (Jure veya defakto parti kategorisine yaklaşma). Bununla beraber, tanımlayıcı nitelik, liderliğin yani hükümet başkanının siyasal muhalefetin olmasına izin verilen seçimlere tabii olmasıdır.

Genel olarak, en düşük risk puanları (en yüksek risk) otarşilere verilirken, en yüksek (en düşük risk) risk puanı değiştiren demokrasilere verilir.

L-Bürokrasi Kalitesi - 4 puan

Bürokrasinin kurumsal gücü ve kalitesi, hükümet değiştiği zaman politika revizyonunu maksimuma çıkarma eğiliminde olan diğer bir sok emicidir. Bundan dolayı bürokrasinin gücünün politikada önemli değişiklikler veya hükümet hizmetlerinde kesintiler olmaksızın yönetme uzmanlığının olduğu ülkelere yüksek puanlar verilir. Bu düşük riskli ülkelerde, bürokrasi politik baskılardan son derece özerk olma ve personel alma ve eğitimi konusunda kurulu bir mekanizmaya sahip olma eğilimindedir. Güçlü bir bürokrasinin yumuşatıcı etkilerinden yoksun olan ülkeler, hükümetteki değişimin, politik formülasyon ve günlük idari işlevler bağlamında travmatik olması nedeniyle, düşük puan alırlar.

EKONOMİK RİSK DERECELENDİRMESİ

Ekonomik risk derecelendirmenin tek amacı, bir ülkenin mevcut ekonomik gücünü ve zayıf yanlarını değerlendirmek amacıyla bir araç sağlamaktır. Güçlü yanların zayıf yanlara ağır bastığı genel şartlarda, bu düşük bir ekonomik risk ve zayıf yanların güçlü yanlara ağır basması durumunda ise yüksek bir ekonomik risk göstermektedir.

Bu güçlü ve zayıf yanlar, ekonomik risk terimleriyle önceden hazırlanmış bir faktörler grubuna risk puanları vermek suretiyle değerlendirilir. Maksimum puan, tüm ekonomik risk değerlemesinde bileşene verilen sabit puana bağlı olurken, her bir bileşene verilebilecek minimum puan miktarı sıfırdır. Her durumda, toplam risk puanı ne kadar düşüğe o kadar yüksek risk, toplam risk puanı ne kadar yüksekse o kadar düşük bir risk var demektir.

Ülkeler arasında karşılaştırma yapmak amacıyla, bileşenlerde ulusal ekonomik/ finansal yapı içinde ölçülen değerler arasındaki kabul edilmiş oranlar esas alınır. Karşılaştırılan şey oranlardır, verilerin kendisi değildir. Her bir bileşene verilen puanlar, sabit bir ölçekten alınır.

Ekonomik Risk Değerlendirilmesi

Bir ölçek üzerindeki her bir bileşene resmen önceden hazırlanmış olan 0'dan maksimuma kadar puanlar verilir. Genel şartlarda, eğer resmen verilen puanlar toplamın % 50'sinden daha az ise, o bileşen riskli olarak kabul edilir.

Eğer puanlar % 50–60 arasında ise orta derecede risk, % 70–80 arasında ise düşük risk ve % 80–100 arasında ise çok düşük risk söz konusudur. Bununla beraber bu, diğer bileşenlerin bir bileşen içindeki kötü risk derecelendirmesini telâfi edebilmesinde daha iyi bir derecelendirme olarak sadece bir göstergedir.

Ekonomik risk derecelemesinde 0 - 24.5 çok yüksek riski, 25 - 29.5 yüksek riski, 30- 34.5 orta riski, 35 - 39.5 düşük riski, 40 ve üzeri ise çok düşük riski ifade etmektedir. Zayıf bir ekonomik risk derecesi ancak, daha iyi politik veya finansal risk derecesi ile dengelenebilir.

EKONOMİK RİSK BİLEŞENLERİ

Ek 2/b : Ekonomik Risk Bileşenleri

Sıra	Ekonomik Risk Bileşenleri	Puan(Max.)
A	Kişi Başı GSMH	5
B	Reel GSMH Büyümesi	10
C	Yıllık Enflasyon Oranı	10
D	GSMH'nin Yüzdesi Olarak Bütçe Dengesi	10
E	GSMH'nin Yüzdesi Olarak Cari Hesap	15
TOPLAM		<u>50</u>

A- Kişi Başı GSMH – 5 puan

Belli bir yıl için, o yılki ortalama döviz kurunda ABD dolarına dönüştürülen kişi başına GSMH, ICRG kapsamına dâhil edilen tüm ülkelerde tahmin edilen toplam GSMH'nin ortalama yüzdesi olarak ifade edilir. Risk puanları aşağıdaki ölçeye göre belirlenir.

Kişi Başı GSMH			
Ortalama %	Puanlar	Ortalama %	Puanlar
250.0 ve üzeri	5.0	40.0 – 49.9	2.0
200.0 – 249.9	4.5	30.0 – 39.9	1.5
150.0 – 199.9	4.0	20.0 – 29.9	1.0
100.0 – 149.9	3.5	10.0 – 19.9	0.5
75.0 – 99.9	3.0	9.9'a kadar	0.0
50.0 – 74.9	2.5		

B- Reel GSMH Büyümesi – 10 puan

1990 sabit fiyatlarında, belli bir ülkenin tahmin edilen GSMH'sindeki yıllık gelişme artış veya düşüşün yüzdesi cinsinden ifade edilir. Risk puanları aşağıdaki ölçeğe göre belirlenir.

Reel GSMH Büyümesi			
Değişim (%)	Puanlar	Değişim (%)	Puanlar
6.0 ve üzeri	10.0	-0.5 -0.9	4.5
5.0 – 5.9	9.5	-1.0 -1.4	4.0
4.0 – 4.9	9.0	-1.5 -1.9	3.5
3.0 – 3.9	8.5	-2.0 -2.4	3.0
2.5 – 2.9	8.0	-2.5 -2.9	2.5
2.0 – 2.4	7.5	-3.0 -3.4	2.0
1.5 – 1.9	7.0	-3.5 -3.9	1.5
1.0 – 1.4	6.5	-4.0 -4.9	1.0
0.5 – 0.9	6.0	-5.0 -5.9	0.5
0.0 – 0.4	5.5	-6.0 ve üzeri	0.0
-0.1 -0.4	5.0		

C- Yıllık Enflasyon Oranı – 10 Puan

Tahmin edilen yıllık enflasyon oranı (Tüketici fiyatları endeksinin ağırlıksız ortalaması) yüzde değişim cinsinden hesaplanır. Risk puanları aşağıdaki ölçeğe göre belirlenir.

Yıllık Enflasyon Oranı			
Değişim (%)	Puanlar	Değişim (%)	Puanlar
0.0 - 1.9	10.0	22.0 - 24.9	4.5
2.0 - 2.9	9.5	25.0 - 30.9	4.0
3.0 - 3.9	9.0	31.0 - 40.9	3.5
4.0 - 5.9	8.5	41.0 - 50.9	3.0
6.0 - 7.9	8.0	51.0 - 65.9	2.5
8.0 - 9.9	7.5	66.0 – 80.9	2.0
10.0 - 11.9	7.0	81.0 - 95.9	1.5
12.0 - 13.9	6.5	96.0 – 110.9	1.0
14.0 - 15.9	6.0	111.0 – 129.9	0.5
16.0 - 18.9	5.5	130.0 ve üzeri	0.0
19.0 - 21.9	5.0		

D- GSMH Yüzdesi Cinsinden Bütçe Dengesi – Puan 10

Ulusal döviz kuru cinsinden belli bir yıl için tahmin edilen hükümet bütçesi, o yıl için ulusal döviz kuru cinsinden tahmin edilen GSMH'nin yüzdesi cinsinden ifade edilir. Risk puanları aşağıdaki ölçeğe göre belirlenir.

Bütçe dengesi	
% GSMH	Puanlar
4.0 ve üzeri	10.0
3.0 - 3.9	9.5
2.0 - 2.9	9.0
1.0 - 1.9	8.5
0.0 - 0.9	8.0
-0.1 - 0.9	7.5
-1.0 - 1.9	7.0
-2.0 - 2.9	6.5
-3.0 - 3.9	6.0
-4.0 - 4.9	5.5
-5.0 - 5.9	5.0
-6.0 - 6.9	4.5
-7.0 - 7.9	4.0
-8.0 - 8.9	3.5
-9.0 - 9.9	3.0
-10.0 -11.9	2.5
-12.0 -14.9	2.0
-15.0 -19.9	1.5
-20.0 -24.9	1.0
-25.0 -29.9	0.5
-30.0 ve üzeri	0.0

E- GSMH'nin Yüzdesi Cinsinden Cari Hesap – 15 Puan

Belli bir yıl için ödemeler dengesinin cari hesabında tahmin edilen denge, o yılın ortalama döviz kuru cinsinden ABD dolarına dönüştürülmüş şekilde, ilgili ülkenin tahmin edilen GSMH'sinin yüzdesi cinsinden, söz konusu dönemdeki ortalama döviz kurunda ABD dolarına dönüştürülmüş olarak ifade edilir. Risk puanları aşağıdaki ölçeğe göre belirlenir.

GSMH'nin Yüzdesi Cinsinden Cari Hesap

% GSMH	Puanlar	% GSMH	Puanlar
10.0 ve üzeri	15.0	-16.0 -16.9	7.0
8.0 - 9.9	14.5	-17.0 -17.9	6.5
6.0 - 7.9	14.0	-18.0 -18.9	6.0
4.0 - 5.9	13.5	-19.0 -19.9	5.5
2.0 - 3.9	13.0	-20.0 -20.9	5.0
1.0 - 1.9	12.5	-21.0 -21.9	4.5
0.0 - 0.9	12.0	-22.0 -22.9	4.0
-0.1 -0.9	11.5	-23.0 -23.9	3.5
-1.0 -1.9	11.0	-24.0 -24.9	3.0
-2.0 -3.9	10.5	-25.0 -26.9	2.5
-4.0 -5.9	10.0	-27.0 -29.9	2.0
-6.0 -7.9	9.5	-30.0 -32.4	1.5
-8.0 -9.9	9.0	-32.5 -34.9	1.0
-10.0 -11.9	8.5	-35.0 -39.9	0.5
-12.0 -13.9	8.0	-40.0 ve üzeri	0.0
-14.0 -15.9	7.5		

FİNANSAL RİSK DERECELENDİRMESİ

Finansal risk derecelendirmesinin tek amacı, bir ülkenin kendisine yetme yeteneğinin değerlendirilmesi ile ilgili bir araç sağlamaktır. Aslında bu, bir ülkenin resmi, ticari ve uluslararası borç yükümlülüklerini finanse etme yeteneğini ölçme sistemidir.

Bu finansal risk bileşenleriyle belirlenmiş şekilde önceden hazırlanmış faktör gruplarına puanlar verilmesiyle yapılır. Maksimum puan, tüm finansal risk değerlemesinde bileşene verilen sabit puana bağlı olurken, her bir bileşene verilebilecek minimum puan miktarı sıfırdır. Her durumda, toplam risk puanı ne kadar düşükse o kadar yüksek risk, toplam risk puanı ne kadar yüksekse o kadar düşük bir risk var demektir.

Ülkeler arasında karşılaştırma yapmak amacıyla, bileşenlerde ulusal ekonomik/finansal yapı içinde ölçülen değerler arasındaki kabul edilmiş oranlar esas alınır.

Finansal Riskin Değerlendirilmesi

Bir ölçek üzerindeki her bir bileşene resmen önceden hazırlanmış olan 0'dan maksimuma kadar puanlar verilir. Genel şartlarda, eğer resmen verilen puanlar toplamın % 50'sinden daha az ise, o bileşen riskli olarak kabul edilir.

Eğer puanlar % 50–70 arasında ise orta derecede risk, % 70–80 arasında ise düşük risk ve % 80–100 arasında ise çok düşük risk söz konusudur. Bununla beraber bu, diğer

bileşenlerin bir bileşen içindeki kötü risk derecelendirmesini telâfi edebilmesinde daha iyi bir derecelendirme olarak sadece bir göstergedir.

Genel olarak % 0,0–24,5 arasındaki finansal risk derecelendirmesi çok yüksek riski, % 25,0–29,9 arası yüksek riski, % 30–39,9 arası orta düzeyde riski, % 35,0–39,9 arası düşük riski ve % 40 veya daha fazlası çok düşük riski gösterir.

Ek 2/c : Finansal Risk Bileşenleri

Sıra	Finansal Risk Bileşenleri	Puan (Max)
A	GSMH'nin Yüzdesi Olarak Dış Borç	10
B	İhracatın Yüzdesi Olarak Dış Borç Servisi	10
C	İhracatın Yüzdesi Olarak Cari Hesap	15
D	İthalat Yapıldığı Aylarda Net Uluslararası Likidite	5
E	Döviz Kuru İstikrarı	10
TOPLAM		50

A - GSMH'nin Yüzdesi Olarak Dış Borç - 10 Puan

Belli bir yılda ortalama o yılki döviz kurunda ABD doları cinsinden tahmin edilen brüt dış borç miktarı, gayri safi mili hâsılının yüzdesi cinsinden o yılın ortalama döviz kurunda ABD dolarına dönüştürülmüş olarak ifade edilir. Risk puanları aşağıdaki ölçeğe göre belirlenir.

GSMH'nin Yüzdesi Olarak Dış Borç

Oran (%)	Puan	Oran (%)	Puan
0.0 -4.9	10.0	60.0 -69.9	4.5
5.0 -9.9	9.5	70.0 -79.9	4.0
10.0 -14.9	9.0	80.0 -89.9	3.5
15.0 -19.9	8.5	90.0 -99.9	3.0
20 -24.9	8.0	100.0 -109.9	2.5
25.0 -29.9	7.5	110.0 -119.9	2.0
30.0 -34.9	7.0	120.0 -129.9	1.5
35.0 -39.9	6.5	130.0 -149.9	1.0
40.0 -44.9	6.0	150.0 -199.9	0.5
45.0 -49.9	5.5	200.0 ve üzeri	0.0
50.0 – 59.9	5.0		

B- İhracatın Yüzdesi Olarak Dış Borç Servisi – 10 Puan

Belli bir yılda o yılın ortalama döviz kurunda ABD dolarına dönüştürülmüş olarak tahmin edilen dış borç servisi, o yılın ortalama döviz kurunda ABD dolarına dönüştürülmüş olarak, toplam ihraç mal ve hizmetlerinin toplamının yüzdesi cinsinden ifade edilir. Risk puanları aşağıdaki ölçeye göre belirlenir.

İhracatın Yüzdesi Olarak Dış Borç Servisi

Oran (%)	Puanlar
0.0 -4.9	10.0
5.0 -8.9	9.5
9.0 -12.9	9.0
13.0 -16.9	8.5
17.0 -20.9	8.0
21.0 -24.9	7.5
25.0 -28.9	7.0
29.0 -32.9	6.5
33.0 -36.9	6.0
37.0 -40.9	5.5
41.0 -44.9	5.0
45.0 -48.9	4.5
49.0 -52.9	4.0
53.0 -56.9	3.5
57.0 -60.9	3.0
61.0 -65.9	2.5
66.0 -70.9	2.0
71.0 -75.9	1.5
76.0 -79.9	1.0
80.0 -84.9	0.5
85.0 ve üzeri	0.0

C- İhracatın Yüzdesi Olarak Cari Hesap – 15 Puan

Belli bir yılda o yılın ortalama döviz kurunda ABD dolarına dönüştürülmüş olarak ödemeler dengesinin cari hesabının dengesi, toplam ihraç mal ve hizmetlerinin toplamının yüzdesi cinsinden ifade edilir. Risk puanları aşağıdaki ölçeye göre belirlenir.

İhracatın Yüzdesi Olarak Cari Hesap

Oran (%)	Puanlar	Oran (%)	Puanlar
25.0 ve üzeri	15.0	-50.0 –54.9	7.0
20.0 -24.9	14.5	-55.0 –59.9	6.5
15.0 -19.9	14.0	-60.0 –64.9	6.0
10.0 -14.9	13.5	-65.0 –69.9	5.5
5.0 -9.9	13.0	-70.0 –74.9	5.0
0.0 -4.9	12.5	-75.0 –79.9	4.5
-0.1 –4.9	12.0	-80.0 –84.9	4.0
-5.0 –9.9	11.5	-85.0 –89.9	3.5
-10.0 -14.9	11.0	-90.0 –94.9	3.0
-15.0 –19.9	10.5	-95.0 –99.9	2.5
-20.0 –24.9	10.0	-100.0 –104.9	2.0
-25.0 –29.9	9.5	-105.0 –109.9	1.5
-30.0 –34.9	9.0	-110.0 –114.9	1.0
-35.0 –39.9	8.5	-115.0 –119.9	0.5
-40.0 –44.9	8.0	-120.0 ve aşağısı	0.0
-45.0 –49.9	7.5		

D- İthalat Yapıldığı Aylarda Net Uluslararası Likidite – 5 Puan

Belli bir yılda o yılın ortalama döviz kurunda ABD dolarına dönüştürülmüş olarak tahmin edilen resmi rezervler, o dönemdeki serbest piyasa fiyatında ABD dolarına dönüştürülmüş olan altın rezervlerini de içine alacak şekilde fakat IMF kredilerini ve para otoritelerinin dış sorumluluklarını hariç tutarak, o yılın ortalama döviz kurunda ABD dolarına dönüştürülmüş şekilde verilen ortalama aylık ticari mal ithaline bölünür.

Bu, rezervlerle kaç aylık ithalatın finanse edilebileceğini gösteren karşılaştırmalı bir likidite riski oranıdır. Risk puanları aşağıdaki ölçüğe göre belirlenir.

İthalat Yapıldığı Aylarda Net Uluslararası Likidite

Aylar	Puanlar	Aylar	Puanlar
15 ve üzeri	5.0	3.0 -3.9	2.0
12.0 -4.9	4.5	2.0 -2.9	1.5
9.0 -11.9	4.0	1.0 -1.9	1.0
6.0 -8.9	3.5	0.6 -0.9	0.5
5.0 -5.9	3.0	0.0 -0.5	0.0
4.0 -4.9	2.5		

E- Döviz Kuru İstikrarı – 10 Puan

Bir takvim yılı boyunca ya da son 12 aylık dönem için kurun ABD dolarına karşı düşmesi (ABD’de EURO’ya karşı) yüzde değişim olarak hesaplanır. Risk puanları aşağıdaki ölçüğe göre belirlenir.

Döviz Kuru İstikrarı				
Değer Kazanmada		Değer Kaybında		Puanlar
Değişim	+	Değişim	-	
0.0 -9.9		-0.1 -4.9		10.0
10.0 -14.9		-5.0 -7.4		9.5
14.5 -19.9		-7.5 -9.9		9.0
20.0 -22.4		-10.0 -12.4		8.5
22.5 -24.9		-12.5 -14.9		8.0
24.9 -27.4		-15.0 -17.4		7.5
27.5 -29.9		-17.5 -19.9		7.0
30.0 -34.9		-20.0 -22.4		6.5
35.0 -39.9		-22.5 -24.9		6.0
40.0 -49.9		-25.0 -29.9		5.5
50 ve üzeri		-30.0 -34.9		5.0
		-35.0 -39.9		4.5
		-40.0 -44.9		4.0
		-45.0 -49.9		3.5
		-50.0 -54.9		3.0
		-55.0 -59.9		2.5
		-60.0 -69.9		2.0
		-70.0 -79.9		1.5
		-80.0 -89.9		1.0
		-90.0 -99.9		0.5
		-100 ve üzeri		0.0

BİLEŞİK RİSK DERECELENDİRMESİ

Politik, Finansal ve Ekonomik Risk Derecelendirmelerinden oluşan Birleşik Risk hesaplama yöntemi değişmemiştir. Politik risk derecelendirmesi birleşik derecelendirmeye %50 katkı yaparken, finansal ve ekonomik risk derecelendirmelerinin her birinin katkısı % 25’dir. Politik, finansal ve ekonomik risklerin toplamını hesaplamak için aşağıdaki formül kullanılır.

$$CPFER (\text{ülke X}) = 0,5 (PR + FR + ER)$$

CPFER = Politik, finansal ve ekonomik risk derecelendirmelerin birleşimi

PR = Toplam politik risk göstergeleri

FR = Toplam finansal risk göstergeleri

ER = Toplam ekonomik risk göstergeleri

En yüksek toplam derecelendirme (teorik olarak 100) en düşük riski, en düşük toplam derecelendirme en yüksek riski gösterir.

Karşılaştırılabilir risk esasına göre ülkelerin gruplandırılmasında genel bir kural olarak, tek bir ülkenin kendisine özgü riski, aşağıdaki oldukça geniş kapsamlı bileşik riski kullanmak suretiyle tahmin edilebilir.

Ek 2/d: Birleşik Risk Puanlaması

Çok Yüksek Risk	00.0 - 49.9 puan
Yüksek Risk	50.0 – 59.9 puan
İlımlı Risk	60.0 – 69.9 puan
Düşük Risk	70.0 – 79.9 puan
Çok Düşük Risk	80.0 – 100 puan

Sistemin Uyarlanması

Kullanıcılar, onların özel ilgilerinin zorladığı daha özel risk değerlendirmelerine gerek duyabilirler. Sözgelimi, uluslararası turizmle uğraşan bir şirket, risk derecelendirmelerini tatil yerleriyle ilgili olarak uyguladığı için, ülke riskiyle ilgilenecektir. Bu durumda, genel risk değerlendirmesi pek fazla yardımcı olmayabilir.

Bir ülkenin bileşik risk derecelendirmesinde yüksek risk göstermesi, fakat bileşik risk; düşük ekonomik veya finansal risk, kötü yatırım ortamı ve diğer tehdit edici faktörlerle aşağı çekildiği için, tatilciler için önemli bir risk göstermez. Öte yandan, farklı bir ülke, istikrarlı bir hükümeti olduğu, kabul edilebilir bir ekonomik/finansal yönetimi olduğu için bileşik risk derecelendirmesi içindeki orta düzeydeki riskten memnun olabilir, fakat yüksek suç oranı, dinsel ihtilâf vb. nedenlerle turistler için hâlâ bir risk vardır.

Böyle durumlarda, ortaya konulan spesifik riskin daha iyi anlaşılması anlaşmazlık, dış anlaşmazlık, yasa ve düzen, dinsel gerilimler vb. ayrı risk bileşenlerinin değerlendirmelerine bakılarak tespit edilebilir.

Özel kullanıcıların ihtiyaçlarına daha uygun olan ICRG yapmaktaki diğer bir yaklaşım, daha az ilgilendiği bileşenin ağırlığını düşürürken ilgilendiği bileşenlerin ağırlığını değiştirecek kullanıcılar içindir. Sözgelimi uluslararası ticaret yapan bir firma, örneğin

yatırım profili bürokrasi kalitesi, demokratik sorumluluk gibi bileşenlerin ağırlığını düşürürken, bunu telâfi etmek için dinsel ve etnik bileşenlerin ağırlığını 6'dan 12'ye çıkarabilmektedir.

Risk Tahminleri

ICRG, politik, finansal, ekonomik ve bileşik risk hesaplamalarının dışında, aynı metodolojiyi kullanarak her risk kategorisi için ülkelerin yıllık ve beş yıllık risk tahminlerini yapmaktadır.

Çapraz Kontrol

ICRG kapsamı içindeki ülkeler için, sadece derecelendirme sağlamakla kalmayıp, aynı zamanda bu derecelendirmelerin dayandığı politik bilgileri ve ekonomik ve finansal verileri de sağlar. Bu sebeple, kullanıcının derecelendirmeleri verilen bilgileri ve verileri kendisinin sahip olduğu veya başka derecelendirme kuruluşlarından aldıklarıyla uyumu açısından kontrol etmesi de mümkündür.

Ek-3: Derecelendirme Kuruluşlarının Birincil Faktörleri	BoA	BERI	CRIS	EIU	EUROMY	INSTINV	MOODY	PRICRG	S & P
Cari işlemler / Ödemeler dengesi	+	+		+	+	+	+	+	+
Borç	+	+		+	+	+	+	+	+
Bütçe açığı	+	+		+	+	+	+		+
Ekonomik yapı ve büyüme	+	+		+	+	+	+		+
Yabancı para ve para değiştirilebilirliği	+	+		+			+		+
Kişi başı GSYİH / GSYİH	+	+		+	+		+		+
Likidite		+		+	+			+	
Benzer piyasalar							+	+	+
Rezervler	+			+	+	+	+		+
Tasarruf oranı				+			+		+
Enflasyon		+							
Sermaye piyasasına erişim		+			+	+	+		+
Politik, etnik, dini, ideolojik ve dinsel zıtlaşma		+	+	+		+	+	+	+
Sosyal koşullar / Çatışma / Tarih									
Tutumlar / Beklentiler		+		+	+	+	+	+	+
Baskıcı rejim / Meşruluk		+					+		+
Bürokratik / Teknokratik / Rekabet, yolsuzluk / Politik esneklik		+	+	+			+	+	+
Cezai / Askeri ayaklanma		+	+				+	+	+
Uluslararası sorumluluk / Entegrasyon		+			+	+	+	+	+
Kanuni çerçeve		+			+		+	+	
Kamulaştırma		+					+	+	+
Politik çevre		+	+	+	+	+	+	+	+
Bölgesel politikalar		+					+	+	+
Altyapı ve belediye		+					+		+
İşçi maliyetleri / verimlilik		+					+		+

Kaynak: Erb vd. 1997: 33-34

Ek-4: Derecelendirme Kuruluşlarının Endeks Yapısı

Endeks Alt Bileşenleri	BoA	BERI	CRIS	EIU	EUROMY	INSTINV	MOODY	ICRG	S & P
Politik		Nitel		Nitel	Nitel	Nitel	Nitel	Nitel	Nitel / Nitel
Finansal	Nitel				Nitel	Nitel	Nitel	Nitel / Nitel	
Ekonomik	Nitel	Nitel		Nitel	Nitel	Nitel	Nitel / Nitel	Nitel / Nitel	Nitel
Faaliyetler		Nitel / Nitel							
Dövizlerin ve sermayenin transferi		Nitel / Nitel							
Güvenlik			Nitel						
Borçlanma ve ticaret				Nitel / Nitel					
İhracat								Nitel / Nitel	
Doğrudan yatırımlar								Nitel / Nitel	
Endeks Tipi	Ordinal	Scalar	Ordinal	Scalar	Scalar	Scalar	Ordinal	Scalar	Ordinal
Veri Kaynakları									
Uzman jüri		+							
Anket					+	+			
Personel analizi			+	+			+	+	+
Yayımlanmış veri	+	+		+	+		+	+	+

Kaynak: Erb vd. 1997: 35

Ek-5 Model Veri Seti

	year	id	NÇS	TOP AKTİF	NİSA	TOP AKTİF	TOP BORÇ	FKALD	FİRMA DEĞ	ek.risk	fin.risk	pol.risk	ü.risk
AKBANK	2000q1	1	1078185285	5079225480	0,212273562	5079225480	4377296891	0,861804011	295000000	24,5	23,5	43	
AKBANK	2000q2	1	2067609600	5991105541	0,345113199	5991105541	5287495879	0,882557625	255000000	24,5	22,5	40	43,5
AKBANK	2000q3	1	1890215223	6683578000	0,282814867	6683578000	5976284000	0,894174348	180000000	24	21	39	42
AKBANK	2000q4	1	1857539234	7357978000	0,252452404	7357978000	6619473000	0,899632073	225000000	23	26	40	44,5
AKBANK	2001q1	1	505978000	9549750000	0,052983377	9549750000	8514024000	0,891544177	190000000	19	24	47	45
AKBANK	2001q2	1	614520445	12315375000	0,049898638	12315375000	11117787685	0,902756732	285000000	32,5	25	42	49,75
AKBANK	2001q3	1	1403176480	15498361000	0,090537088	15498361000	13951485000	0,900190994	235000000	32,5	26,5	42,5	50,75
AKBANK	2001q4	1	439410000	17029461000	0,025802931	17029461000	15015876000	0,881758736	400000000	32,5	26,5	44	51,5
AKBANK	2002q1	1	1520111000	18029461000	0,084312615	18029461000	15785719913	0,875551405	603840000	23	21,5	41,5	43
AKBANK	2002q2	1	1263687000	19029461000	0,066406873	19029461000	16369663552	0,860227389	726240000	22,5	18,5	40,5	40,75
AKBANK	2002q3	1	2000000000	20029461000	0,099852912	20029461000	17305802687	0,864017394	677280000	24,5	17	43,5	42,5
AKBANK	2002q4	1	1531100000	21029461000	0,072807382	21029461000	18225802687	0,866679497	799680000	23	17,5	40	40,25
AKBANK	2003q1	1	1405473350	22555561000	0,062311611	22555561000	19731902687	0,874813208	984000000	23	21,5	42,5	43,5
AKBANK	2003q2	1	1000000000	24300500765	0,041151415	24300500765	21185790528	0,871825265	1332000000	23,5	18	39,5	40,5
AKBANK	2003q3	1	1888115555	25909424000	0,072873699	25909424000	22359401000	0,86298333	1752000000	23,5	18,5	34,5	38,25
AKBANK	2003q4	1	3000000000	28065000000	0,106894709	28065000000	24084234568	0,85815908	2304000000	22,5	17	35,5	37,5
AKBANK	2004q1	1	3000000000	33456786985	0,089667905	33456786985	29333741550	0,876765051	2865000000	22	18	36	38
AKBANK	2004q2	1	3526100000	37865784900	0,093121006	37865784900	33489889900	0,884436702	2790000000	22	18	33,5	36,75
AKBANK	2004q3	1	4271039765	40234567999	0,106153489	40234567999	35468677244	0,881547361	3480000000	20	17	32	34,5
AKBANK	2004q4	1	4879963000	43876543000	0,111220317	43876543000	38753045454	0,883229234	4275000000	19	17	29,5	32,75
AKBANK	2005q1	1	5509439000	45678909555	0,120612314	45678909555	40000810555	0,875695391	3960000000	19	16,5	30	32,75
AKBANK	2005q2	1	9156286220	47400500765	0,193168555	47400500765	41529520110	0,876140957	4914000000	15,5	17	30,5	31,5
AKBANK	2005q3	1	11956360900	50992864000	0,234471257	50992864000	44987446000	0,882230227	6840000000	16	17	31	32
AKBANK	2005q4	1	12169567999	55198829000	0,220467865	55198829000	48809273000	0,884244718	8406000000	18	17	32	33,5
AKBANK	2006q1	1	10419756015	54361250000	0,191676167	54361250000	47980903000	0,882630605	10846000000	18	17	32	33,5
AKBANK	2006q2	1	7813124655	58696751000	0,133110002	58696751000	52532284000	0,894977714	8910000000	15,5	19	34,5	34,5
AKBANK	2006q3	1	7165932766	59740921000	0,119950156	59740921000	53110956000	0,889021379	9086000000	16	16,5	35	33,75
AKBANK	2006q4	1	7116321000	57272590000	0,124253522	57272590000	50207193000	0,87663563	10098000000	16	16	36	34
AKBANK	2007q1	1	9519919445	62456789000	0,152424093	62456789000	54798811000	0,877387581	15360000000	15,5	17	35,5	34
AKBANK	2007q2	1	6960749235	66459551000	0,104736627	66459551000	56805498000	0,854737914	15090000000	15,5	17,5	38	35,5
AKBANK	2007q3	1	1703887000	64363450000	0,026472897	64363450000	54234749000	0,842632721	19020000000	15	17,5	37,5	35

AKBANK	2007q4	1	1542092000	68204750000	0,022609745	68204750000	57603917000	0,844573391	17970000000	15	18,5	38	35,75
AKBANK	2008q1	1	1911340000	74567900765	0,025632209	74567900765	64051991765	0,858975392	12060000000	14,5	18,5	38,5	35,75
AKBANK	2008q2	1	5648927000	79136432000	0,071382129	79136432000	68551591000	0,866245663	9150000000	14,5	17,5	40,5	36,25
AKBANK	2008q3	1	3045634000	82345678955	0,03698596	82345678955	71744845955	0,871264247	14100000000	15	17,5	40	36,25
AKBANK	2008q4	1	2513965000	84567988000	0,029727147	84567988000	73491129000	0,869018298	10290000000	15	22,5	40,5	39
AKBANK	2009q1	1	1206309000	85046530000	0,014184106	85046530000	73670028000	0,866232026	10800000000	18,5	21	40,5	40
AKBANK	2009q2	1	205965000	88987543000	0,002314537	88987543000	76672168000	0,861605629	15240000000	17,5	20	41	39,25
AKBANK	2009q3	1	3089880000	89982878000	0,034338533	89982878000	76484517000	0,849989672	19020000000	17,5	16	40,5	37
AKBANK	2009q4	1	2575034755	91456780950	0,028155755	91456780950	76895793950	0,840788328	20670000000	23,5	15	41,5	40
AKÇANSA	2000q1	2	18637587	115533090	0,161318173	115533090	42836306	0,370770885	57077359,5	24,5	23,5	43	45,5
AKÇANSA	2000q2	2	19832498	108464763	0,182847382	108464763	30609970	0,282211191	47183950,52	24,5	22,5	40	43,5
AKÇANSA	2000q3	2	20521267	115447620	0,17775392	115447620	36537963	0,31648953	36148994,35	24	21	39	42
AKÇANSA	2000q4	2	22833412	127030753	0,17974712	127030753	34353603	0,270435325	34626931,43	23	26	40	44,5
AKÇANSA	2001q1	2	19305907	138172236	0,13972349	138172236	45116301	0,326522189	23591975,26	19	24	47	45
AKÇANSA	2001q2	2	24907070	162332254	0,153432663	162332254	48428693	0,298330688	36148994,35	32,5	25	42	49,75
AKÇANSA	2001q3	2	32508886	184123820	0,176559915	184123820	56755105	0,308244229	25494553,91	32,5	26,5	42,5	50,75
AKÇANSA	2001q4	2	37909419	170116813	0,222843459	170116813	42975129	0,252621291	47183950,52	32,5	26,5	44	51,5
AKÇANSA	2002q1	2	36885810	187767137	0,19644444	187767137	51534724	0,274460829	64260000	23	21,5	41,5	43
AKÇANSA	2002q2	2	46911999	202459212	0,231710864	202459212	48622343	0,240158709	55620000	22,5	18,5	40,5	40,75
AKÇANSA	2002q3	2	51180138	226088094	0,226372548	226088094	54208073	0,23976527	61020000	24,5	17	43,5	42,5
AKÇANSA	2002q4	2	63142305	243506302	0,259304603	243506302	48968030	0,201095535	68580000	23	17,5	40	40,25
AKÇANSA	2003q1	2	51762833	247098845	0,209482294	247098845	58086500	0,235073944	224742600	23	21,5	42,5	43,5
AKÇANSA	2003q2	2	59853342	255793643	0,233990733	255793643	52501053	0,205247685	204765480	23,5	18	39,5	40,5
AKÇANSA	2003q3	2	76009088	272743991	0,278682906	272743991	54608763	0,200219857	213089280	23,5	18,5	34,5	38,25
AKÇANSA	2003q4	2	88468889	592188764	0,149393056	592188764	94083328	0,158873882	386224320	22,5	17	35,5	37,5
AKÇANSA	2004q1	2	84952398	637776385	0,133200915	637776385	113973762	0,178704895	372906240	22	18	36	38
AKÇANSA	2004q2	2	108056561	648824976	0,166541926	648824976	107963190	0,166398018	304651080	22	18	33,5	36,75
AKÇANSA	2004q3	2	135840283	687704113	0,197527222	687704113	107235866	0,155933146	426178560	20	17	32	34,5
AKÇANSA	2004q4	2	151104629	731739835	0,206500483	731739835	112877807	0,154259481	482780400	19	17	29,5	32,75
AKÇANSA	2005q1	2	112460947	693971879	0,162054041	693971879	106206585	0,153041626	511081320	19	16,5	30	32,75
AKÇANSA	2005q2	2	156334287	763612583	0,204729847	763612583	115938571	0,151829047	577671720	15,5	17	30,5	31,5
AKÇANSA	2005q3	2	188360278	834778232	0,225641099	834778232	122193189	0,146378025	784101960	16	17	31	32
AKÇANSA	2005q4	2	211726179	856253477	0,247270446	856253477	117777238	0,1375495	885652320	18	17	32	33,5
AKÇANSA	2006q1	2	144372473	787445735	0,183342758	787445735	102101837	0,129662061	1206116100	18	17	32	33,5

AKÇANSA	2006q2	2	170903505	813662489	0,210042256	813662489	117002174	0,143796937	886399610	15,5	19	34,5	34,5
AKÇANSA	2006q3	2	215431030	889251036	0,242261208	889251036	117039391	0,131615693	1020412510	16	16,5	35	33,75
AKÇANSA	2006q4	2	216200811	928437848	0,232865142	928437848	138713042	0,149404769	1206116100	16	16	36	34
AKÇANSA	2007q1	2	103653936	970067794	0,10685226	970067794	255848196	0,263742594	1234833150	15,5	17	35,5	34
AKÇANSA	2007q2	2	42153302	1165338030	0,036172596	1165338030	403120823	0,345926085	1236747620	15,5	17,5	38	35,5
AKÇANSA	2007q3	2	73317472	1225639480	0,05981977	1225639480	383542257	0,312932362	1420536740	15	17,5	37,5	35
AKÇANSA	2007q4	2	80148621	1169707063	0,068520251	1169707063	328000550	0,280412558	1091247900	15	18,5	38	35,75
AKÇANSA	2008q1	2	-37227772	1196883925	-0,031103912	1196883925	485081406	0,405286925	821307630	14,5	18,5	38,5	35,75
AKÇANSA	2008q2	2	-451223	1203078686	-0,000375057	1203078686	456068410	0,37908444	662406620	14,5	17,5	40,5	36,25
AKÇANSA	2008q3	2	42381900	1185986457	0,035735568	1185986457	396014071	0,333911124	708353900	15	17,5	40	36,25
AKÇANSA	2008q4	2	62934299	1133787654	0,055508012	1133787654	369211484	0,325644297	413525520	15	22,5	40,5	39
AKÇANSA	2009q1	2	13453543	1173189107	0,011467497	1173189107	478800353	0,408118649	436499160	18,5	21	40,5	40
AKÇANSA	2009q2	2	27483670	1110094157	0,024757963	1110094157	364956321	0,328761591	666235560	17,5	20	41	39,25
AKÇANSA	2009q3	2	63730490	1137587315	0,056022504	1137587315	336511378	0,295811472	1148682000	17,5	16	40,5	37
AKÇANSA	2009q4	2	43730490	1197587315	0,036515492	1197587315	316511378	0,264290857	1263550200	23,5	15	41,5	40
AKSA	2000q1	3	48818304	123769054	0,394430614	123769054	65016220	0,525302714	22420230,96	24,5	23,5	43	45,5
AKSA	2000q2	3	62708840	126089185	0,497337182	126089185	52116052	0,4133269	30588842,24	24,5	22,5	40	43,5
AKSA	2000q3	3	66119592	140759231	0,469735388	140759231	60402224	0,42911732	17380024	24	21	39	42
AKSA	2000q4	3	65861234	142259867	0,46296426	142259867	58981245	0,414602138	14599220,16	23	26	40	44,5
AKSA	2001q1	3	88856319	213813581	0,415578461	213813581	107685558	0,503642273	10949415,12	19	24	47	45
AKSA	2001q2	3	104198465	214988190	0,484670646	214988190	90696591	0,421867783	19639427,12	32,5	25	42	49,75
AKSA	2001q3	3	123117354	281124715	0,437945678	281124715	130297707	0,4634872	17032423,52	32,5	26,5	42,5	50,75
AKSA	2001q4	3	126290336	267770412	0,471636635	267770412	116886705	0,436518375	33022045,6	32,5	26,5	44	51,5
AKSA	2002q1	3	119970741	246859445	0,485988053	246859445	99829164	0,404396777	32153000	23	21,5	41,5	43
AKSA	2002q2	3	143929702	310072387	0,464180972	310072387	122844522	0,396180141	27156250	22,5	18,5	40,5	40,75
AKSA	2002q3	3	155942372	370541285	0,420850195	370541285	155972865	0,420932488	31501250	24,5	17	43,5	42,5
AKSA	2002q4	3	154264385	412341531	0,374117991	412341531	175536029	0,425705431	33239250	23	17,5	40	40,25
AKSA	2003q1	3	142832693	415643312	0,343642467	415643312	176331225	0,424236888	40190880	23	21,5	42,5	43,5
AKSA	2003q2	3	321927089	351395435	0,916139076	351395435	107022277	0,304563652	39647760	23,5	18	39,5	40,5
AKSA	2003q3	3	153967443	354946881	0,433776013	354946881	104803353	0,295264893	42091800	23,5	18,5	34,5	38,25
AKSA	2003q4	3	181011007	380038330	0,476296712	380038330	109345831	0,287723165	51324840	22,5	17	35,5	37,5
AKSA	2004q1	3	482795416	876563454	0,55078205	876563454	565197554	0,644787952	49152360	22	18	36	38
AKSA	2004q2	3	518601039	816563454	0,635101946	816563454	346317656	0,424116037	41277120	22	18	33,5	36,75
AKSA	2004q3	3	439263228	856563454	0,512820417	856563454	359174853	0,419320777	50781720	20	17	32	34,5

AKSA	2004q4	3	317990959	1076563454	0,295375956	1076563454	558694790	0,518961319	54583560	19	17	29,5	32,75
AKSA	2005q1	3	519653011	1584989161	0,327859031	1584989161	973623261	0,614277552	46979880	19	16,5	30	32,75
AKSA	2005q2	3	489505489	1581201068	0,309578269	1581201068	910955270	0,576116022	46979880	15,5	17	30,5	31,5
AKSA	2005q3	3	438335345	1523777897	0,287663541	1523777897	906389296	0,594830321	47523000	16	17	31	32
AKSA	2005q4	3	405808693	1454924091	0,27892087	1454924091	837055427	0,575325842	46979880	18	17	32	33,5
AKSA	2006q1	3	392193674	1513544940	0,259122583	1513544940	833922394	0,550972999	173800000	18	17	32	33,5
AKSA	2006q2	3	489880374	1722756308	0,284358485	1722756308	1063374024	0,617251563	148500000	15,5	19	34,5	34,5
AKSA	2006q3	3	486992654	1667503433	0,292048966	1667503433	990478861	0,593989099	194700000	16	16,5	35	33,75
AKSA	2006q4	3	480547908	1657954057	0,289843923	1657954057	985473604	0,594391382	221100000	16	16	36	34
AKSA	2007q1	3	466719175	1657274273	0,281618548	1657274273	977651727	0,589915467	251900000	15,5	17	35,5	34
AKSA	2007q2	3	430574626	1593937967	0,270132612	1593937967	934555683	0,586318729	244200000	15,5	17,5	38	35,5
AKSA	2007q3	3	320978567	897996105	0,357438707	897996105	265436229	0,295587283	204600000	15	17,5	37,5	35
AKSA	2007q4	3	306146425	912083908	0,335655988	912083908	286838914	0,314487419	171600000	15	18,5	38	35,75
AKSA	2008q1	3	324448114	976320467	0,332317231	976320467	312715151	0,320299698	124300000	14,5	18,5	38,5	35,75
AKSA	2008q2	3	299372110	994150065	0,301133723	994150065	326889298	0,328812832	116600000	14,5	17,5	40,5	36,25
AKSA	2008q3	3	321049687	1078862815	0,297581567	1078862815	411028802	0,38098338	106700000	15	17,5	40	36,25
AKSA	2008q4	3	375460932	1087200113	0,345346664	1087200113	383538159	0,352776048	102300000	15	22,5	40,5	39
AKSA	2009q1	3	326520515	1124120081	0,290467647	1124120081	392927447	0,349542236	188700000	18,5	21	40,5	40
AKSA	2009q2	3	399501060	1201672932	0,332454072	1201672932	455999488	0,37947055	268250000	17,5	20	41	39,25
AKSA	2009q3	3	305460932	1237200113	0,246896948	1237200113	483538159	0,390832618	275650000	17,5	16	40,5	37
AKSA	2009q4	3	330349411	1297645855	0,254575938	1297645855	496108862	0,382314528	460650000	23,5	15	41,5	40
AKSIGORTA	2000q1	4	44366518	147103968	0,301599737	147103968	98825986	0,671810471	32737500	24,5	23,5	43	45,5
AKSIGORTA	2000q2	4	26171491	144493648	0,181125547	144493648	86680781	0,599893367	33412500	24,5	22,5	40	43,5
AKSIGORTA	2000q3	4	31450184	154066323	0,20413406	154066323	90853470	0,58970363	29362500	24	21	39	42
AKSIGORTA	2000q4	4	30908550	163874023	0,188611651	163874023	100209064	0,611500604	27000000	23	26	40	44,5
AKSIGORTA	2001q1	4	23685266	213033830	0,111180773	213033830	142226255	0,667622861	27675000	19	24	47	45
AKSIGORTA	2001q2	4	22779149	215210696	0,105845803	215210696	123882796	0,57563494	28687500	32,5	25	42	49,75
AKSIGORTA	2001q3	4	36735101	231332420	0,158797894	231332420	134814696	0,582774762	20587500	32,5	26,5	42,5	50,75
AKSIGORTA	2001q4	4	59685159	256438593	0,232746399	256438593	157460336	0,614027453	34087500	32,5	26,5	44	51,5
AKSIGORTA	2002q1	4	64595505	302175675	0,213768051	302175675	185589410	0,6141772	17162750	23	21,5	41,5	43
AKSIGORTA	2002q2	4	83411732	279776359	0,29813717	279776359	137639199	0,491961506	16076500	22,5	18,5	40,5	40,75
AKSIGORTA	2002q3	4	91259477	297566685	0,306685801	297566685	153342875	0,515322725	15642000	24,5	17	43,5	42,5
AKSIGORTA	2002q4	4	110650947	307252045	0,360130872	307252045	153163562	0,49849485	16945500	23	17,5	40	40,25
AKSIGORTA	2003q1	4	131362370	394744410	0,332778291	394744410	224692204	0,569209337	119340000	23	21,5	42,5	43,5

AKSIGORTA	2003q2	4	180618130	350822411	0,514842052	350822411	178509218	0,508830714	252450000	23,5	18	39,5	40,5
AKSIGORTA	2003q3	4	169951089	400315847	0,424542496	400315847	171388125	0,428132252	195840000	23,5	18,5	34,5	38,25
AKSIGORTA	2003q4	4	181863857	441778624	0,411662872	441778624	204055830	0,461896115	304470000	22,5	17	35,5	37,5
AKSIGORTA	2004q1	4	153240878	585775281	0,261603524	585775281	146954585	0,250871947	327420000	22	18	36	38
AKSIGORTA	2004q2	4	134650856	677282222	0,198810557	677282222	153589517	0,226773289	261630000	22	18	33,5	36,75
AKSIGORTA	2004q3	4	105467969	728184122	0,144836952	728184122	215912843	0,296508584	344250000	20	17	32	34,5
AKSIGORTA	2004q4	4	168906989	814022575	0,207496689	814022575	278455756	0,342073751	387090000	19	17	29,5	32,75
AKSIGORTA	2005q1	4	197044600	1218473854	0,161714262	1218473854	315995644	0,259337238	347310000	19	16,5	30	32,75
AKSIGORTA	2005q2	4	285321058	1440465720	0,198075563	1440465720	307979840	0,213805741	425340000	15,5	17	30,5	31,5
AKSIGORTA	2005q3	4	298902556	1763422676	0,169501368	1763422676	278104420	0,157707181	619650000	16	17	31	32
AKSIGORTA	2005q4	4	328394832	2033920591	0,161459023	2033920591	269210173	0,132360218	781830000	18	17	32	33,5
AKSIGORTA	2006q1	4	170913253	2168414091	0,078819472	2168414091	369841260	0,17055841	1943100000	18	17	32	33,5
AKSIGORTA	2006q2	4	181072219	1921517305	0,094233978	1921517305	366529896	0,190750245	1300500000	15,5	19	34,5	34,5
AKSIGORTA	2006q3	4	199501060	1962132576	0,101675627	1962132576	340130765	0,173347494	1676880000	16	16,5	35	33,75
AKSIGORTA	2006q4	4	214797277	2698624821	0,079595087	2698624821	926540278	0,343337937	1588140000	16	16	36	34
AKSIGORTA	2007q1	4	192913253	2168414091	0,088965135	2168414091	369841260	0,17055841	2096100000	15,5	17	35,5	34
AKSIGORTA	2007q2	4	281072219	2398624821	0,117180568	2398624821	843637412	0,351717119	2417400000	15,5	17,5	38	35,5
AKSIGORTA	2007q3	4	399501060	2598624821	0,153735567	2598624821	976623010	0,375823013	2555100000	15	17,5	37,5	35
AKSIGORTA	2007q4	4	330349411	3051332162	0,108263995	3051332162	412798463	0,135284669	2111400000	15	18,5	38	35,75
AKSIGORTA	2008q1	4	227034471	2557410680	0,088775132	2557410680	702711693	0,274774677	1487160000	14,5	18,5	38,5	35,75
AKSIGORTA	2008q2	4	1062167724	2243741087	0,473391395	2243741087	596301613	0,26576222	1260720000	14,5	17,5	40,5	36,25
AKSIGORTA	2008q3	4	1479267583	2659797448	0,556157983	2659797448	611947233	0,23007287	1395360000	15	17,5	40	36,25
AKSIGORTA	2008q4	4	1062167724	2723658313	0,389978331	2723658313	1076218839	0,395137244	875160000	15	22,5	40,5	39
AKSIGORTA	2009q1	4	1242167724	2803658313	0,443052464	2803658313	946218839	0,33749435	795600000	18,5	21	40,5	40
AKSIGORTA	2009q2	4	1603618670	2823658313	0,567922352	2823658313	584471662	0,206990931	1236240000	17,5	20	41	39,25
AKSIGORTA	2009q3	4	1905426122	3114710237	0,611750685	3114710237	675523586	0,216881679	1621800000	17,5	16	40,5	37
AKSIGORTA	2009q4	4	-3994573878	3414710237	-1,169813425	3414710237	775523586	0,227112561	1560600000	23,5	15	41,5	40
ALARKO HOLDING	2000q1	5	37139338	50995295	0,728289502	50995295	9792801	0,192033422	30284000	24,5	23,5	43	45,5
ALARKO HOLDING	2000q2	5	38388259	46336198	0,828472353	46336198	3886393	0,0838738	26398000	24,5	22,5	40	43,5
ALARKO HOLDING	2000q3	5	39771389	49217945	0,808066834	49217945	4566463	0,092780448	20368000	24	21	39	42
ALARKO HOLDING	2000q4	5	43394293	53366993	0,813129812	53366993	4954992	0,092847502	23316000	23	26	40	44,5
ALARKO HOLDING	2001q1	5	49405336	66983194	0,737578086	66983194	12336247	0,184169286	22378000	19	24	47	45
ALARKO HOLDING	2001q2	5	59704742	74338592	0,803145989	74338592	9332521	0,125540729	25996000	32,5	25	42	49,75
ALARKO HOLDING	2001q3	5	67171404	83931611	0,800311149	83931611	11494834	0,136954764	16348000	32,5	26,5	42,5	50,75

ALARKO HOLDİNG	2001q4	5	65824579	84904383	0,775278928	84904383	11401951	0,134291665	30686000	32,5	26,5	44	51,5
ALARKO HOLDİNG	2002q1	5	61724401	83935035	0,735383038	83935035	13923732	0,16588701	32964000	23	21,5	41,5	43
ALARKO HOLDİNG	2002q2	5	71631313	84097237	0,851767734	84097237	4122495	0,049020576	26049600	22,5	18,5	40,5	40,75
ALARKO HOLDİNG	2002q3	5	76066208	89291900	0,851882511	89291900	4851475	0,054332756	53385600	24,5	17	43,5	42,5
ALARKO HOLDİNG	2002q4	5	78812541	113674608	0,693317025	113674608	4718274	0,041506842	68983200	23	17,5	40	40,25
ALARKO HOLDİNG	2003q1	5	79087785	118341897	0,668299115	118341897	9081718	0,076741359	52581600	23	21,5	42,5	43,5
ALARKO HOLDİNG	2003q2	5	75688754	116953795	0,647168003	116953795	1320124	0,011287569	63194400	23,5	18	39,5	40,5
ALARKO HOLDİNG	2003q3	5	76876484	117954247	0,651748334	117954247	1122307	0,009514766	29908800	23,5	18,5	34,5	38,25
ALARKO HOLDİNG	2003q4	5	81935039	128334641	0,638448344	128334641	2361362	0,018400036	48400800	22,5	17	35,5	37,5
ALARKO HOLDİNG	2004q1	5	201983848	1135235837	0,177922368	1135235837	856441665	0,754417397	51616800	22	18	36	38
ALARKO HOLDİNG	2004q2	5	199983848	1235235837	0,161899325	1235235837	946441665	0,766203211	38109600	22	18	33,5	36,75
ALARKO HOLDİNG	2004q3	5	283983848	1435235837	0,197865633	1435235837	1136441665	0,791815279	107414400	20	17	32	34,5
ALARKO HOLDİNG	2004q4	5	272319589	1581780977	0,172160111	1581780977	1267224813	0,801137978	132820800	19	17	29,5	32,75
ALARKO HOLDİNG	2005q1	5	282463446	921025398	0,306683667	921025398	497655139	0,54032727	143594400	19	16,5	30	32,75
ALARKO HOLDİNG	2005q2	5	264293471	924469130	0,285886746	924469130	516565278	0,558769635	194085600	15,5	17	30,5	31,5
ALARKO HOLDİNG	2005q3	5	333730925	990450997	0,336948447	990450997	499468311	0,504283718	297640800	16	17	31	32
ALARKO HOLDİNG	2005q4	5	371313024	1035758964	0,358493662	1035758964	534718037	0,516257214	74932800	18	17	32	33,5
ALARKO HOLDİNG	2006q1	5	375631196	1007634738	0,37278508	1007634738	505843903	0,502011179	760584000	18	17	32	33,5
ALARKO HOLDİNG	2006q2	5	427534748	1165347325	0,366873239	1165347325	988467325	0,848216925	624386400	15,5	19	34,5	34,5
ALARKO HOLDİNG	2006q3	5	496953179	1209266825	0,410954116	1209266825	654577804	0,541301382	638536800	16	16,5	35	33,75
ALARKO HOLDİNG	2006q4	5	485213238	1191834679	0,407114549	1191834679	637973853	0,535287204	571322400	16	16	36	34
ALARKO HOLDİNG	2007q1	5	453999636	1165366334	0,389576756	1165366334	623320875	0,534871188	660580560	15,5	17	35,5	34
ALARKO HOLDİNG	2007q2	5	449715924	1176506119	0,382246991	1176506119	620197916	0,527152308	645469240	15,5	17,5	38	35,5
ALARKO HOLDİNG	2007q3	5	528551250	1269898965	0,416215199	1269898965	616752639	0,485670637	680009400	15	17,5	37,5	35
ALARKO HOLDİNG	2007q4	5	539854851	1290709445	0,418262106	1290709445	618968538	0,479556836	762042280	15	18,5	38	35,75
ALARKO HOLDİNG	2008q1	5	560128715	1373240815	0,407888193	1373240815	588037568	0,428211543	567753880	14,5	18,5	38,5	35,75
ALARKO HOLDİNG	2008q2	5	543206068	1436366887	0,378180584	1436366887	657790555	0,457954413	567753880	14,5	17,5	40,5	36,25
ALARKO HOLDİNG	2008q3	5	545297582	1371816740	0,397500312	1371816740	594812829	0,433594963	466292160	15	17,5	40	36,25
ALARKO HOLDİNG	2008q4	5	574388764	1475394957	0,389311866	1475394957	289039669	0,19590664	345401600	15	22,5	40,5	39
ALARKO HOLDİNG	2009q1	5	648770661	1460530058	0,444202197	1460530058	596165510	0,408184348	386597910	18,5	21	40,5	40
ALARKO HOLDİNG	2009q2	5	630997108	1350924193	0,467085504	1350924193	496833845	0,367773297	619003590	17,5	20	41	39,25
ALARKO HOLDİNG	2009q3	5	636209294	1349847319	0,471319449	1349847319	480731591	0,356137753	907276020	17,5	16	40,5	37
ALARKO HOLDİNG	2009q4	5	690997108	1450924193	0,476246182	1450924193	556833845	0,383778731	884929320	23,5	15	41,5	40
ARÇELİK	2000q1	6	170155704	434814564	0,391329358	434814564	233825267	0,53775859	111504000	24,5	23,5	43	45,5

ARÇELİK	2000q2	6	204986280	510571443	0,401484029	510571443	259788190	0,508818489	156348000	24,5	22,5	40	43,5
ARÇELİK	2000q3	6	215696469	563697940	0,38264548	563697940	295235880	0,523748375	79386000	24	21	39	42
ARÇELİK	2000q4	6	223127433	636838921	0,350367143	636838921	346418502	0,543965657	58782000	23	26	40	44,5
ARÇELİK	2001q1	6	196022012	663224046	0,295559266	663224046	413201334	0,623019229	78174000	19	24	47	45
ARÇELİK	2001q2	6	331886760	748444192	0,443435547	748444192	459562706	0,614024013	119988000	32,5	25	42	49,75
ARÇELİK	2001q3	6	395125955	937575053	0,421433947	937575053	604958869	0,645237805	76356000	32,5	26,5	42,5	50,75
ARÇELİK	2001q4	6	397420316	875319434	0,454028896	875319434	523140814	0,597657031	178164000	32,5	26,5	44	51,5
ARÇELİK	2002q1	6	414471762	939121016	0,441340099	939121016	542867893	0,578059572	248702400	23	21,5	41,5	43
ARÇELİK	2002q2	6	446366128	1207565351	0,369641384	1207565351	756735977	0,626662546	299606400	22,5	18,5	40,5	40,75
ARÇELİK	2002q3	6	559815177	1358553420	0,412067107	1358553420	819319115	0,603082001	299606400	24,5	17	43,5	42,5
ARÇELİK	2002q4	6	583404220	1455727969	0,400764588	1455727969	1310287969	0,900091224	397051200	23	17,5	40	40,25
ARÇELİK	2003q1	6	635125330	1526998941	0,415930433	1526998941	845821241	0,553910824	987901200	23	21,5	42,5	43,5
ARÇELİK	2003q2	6	589767481	1513360242	0,389707265	1513360242	838346701	0,553963741	1159884000	23,5	18	39,5	40,5
ARÇELİK	2003q3	6	650647340	1695523497	0,383744219	1695523497	942903903	0,556113734	1215878400	23,5	18,5	34,5	38,25
ARÇELİK	2003q4	6	811172728	2575673432	0,314936171	2575673432	1348887109	0,523702692	1811818800	22,5	17	35,5	37,5
ARÇELİK	2004q1	6	865570324	2671876325	0,323955984	2671876325	1345090325	0,503425369	1939806000	22	18	36	38
ARÇELİK	2004q2	6	961433000	2817281000	0,341262728	2817281000	1357228000	0,481751022	1719828000	22	18	33,5	36,75
ARÇELİK	2004q3	6	991433000	2917281000	0,339848304	2917281000	1357228000	0,465237322	2059794000	20	17	32	34,5
ARÇELİK	2004q4	6	1041433000	3217281000	0,323699733	3217281000	1557228000	0,484019891	1931806800	19	17	29,5	32,75
ARÇELİK	2005q1	6	1101433000	3317281000	0,332028851	3317281000	1557228000	0,469429029	1779822000	19	16,5	30	32,75
ARÇELİK	2005q2	6	1189692000	3488564000	0,341026279	3488564000	1894964000	0,54319313	2023797600	15,5	17	30,5	31,5
ARÇELİK	2005q3	6	1314799000	3679803000	0,357301464	3679803000	1986116000	0,539734328	1971802800	16	17	31	32
ARÇELİK	2005q4	6	1211148000	4122586000	0,293783562	4122586000	2135530000	0,518007387	2391760800	18	17	32	33,5
ARÇELİK	2006q1	6	1279283000	4046187000	0,316170014	4046187000	1975409000	0,488214954	2827717200	18	17	32	33,5
ARÇELİK	2006q2	6	1295233000	4966459000	0,260796072	4966459000	2867628000	0,577398907	2411758800	15,5	19	34,5	34,5
ARÇELİK	2006q3	6	1390560000	5236899000	0,265531186	5236899000	2990642000	0,571071163	2519748000	16	16,5	35	33,75
ARÇELİK	2006q4	6	1251640000	6369639000	0,196500932	6369639000	4265992000	0,669738426	2223777600	16	16	36	34
ARÇELİK	2007q1	6	1984015000	6489257000	0,305738392	6489257000	4313276000	0,664679485	2503749600	15,5	17	35,5	34
ARÇELİK	2007q2	6	1407711000	6692487000	0,210341985	6692487000	4605863000	0,688213963	3147685200	15,5	17,5	38	35,5
ARÇELİK	2007q3	6	1297417000	6789011000	0,19110545	6789011000	4655648000	0,68576233	2731726800	15	17,5	37,5	35
ARÇELİK	2007q4	6	981228000	6526799000	0,150338321	6526799000	4409346000	0,675575577	2271772800	15	18,5	38	35,75
ARÇELİK	2008q1	6	950697000	6983374000	0,136137202	6983374000	4651168000	0,666034499	1475852400	14,5	18,5	38,5	35,75
ARÇELİK	2008q2	6	974288000	7062848000	0,137945486	7062848000	4861335000	0,688296704	1247875200	14,5	17,5	40,5	36,25
ARÇELİK	2008q3	6	1164582000	6994756000	0,166493585	6994756000	4852444000	0,693725986	1051894800	15	17,5	40	36,25

ARÇELİK	2008q4	6	1432599000	6929229000	0,206747244	6929229000	4927900000	0,711175803	599940000	15	22,5	40,5	39
ARÇELİK	2009q1	6	1734826000	6067431000	0,285924306	6067431000	4128693000	0,68046806	877712220	18,5	21	40,5	40
ARÇELİK	2009q2	6	1516871000	6315075000	0,240198414	6315075000	3893433000	0,61652997	1498050180	17,5	20	41	39,25
ARÇELİK	2009q3	6	901735000	6570017000	0,137250025	6570017000	4004075000	0,609446673	2771722800	17,5	16	40,5	37
ARÇELİK	2009q4	6	811735000	6670017000	0,12169909	6670017000	3904075000	0,585317099	3768223140	23,5	15	41,5	40
ASELSAN	2000q1	7	20594843	142703933	0,144318678	142703933	105677572	0,740537207	10193040	24,5	23,5	43	45,5
ASELSAN	2000q2	7	20970033	164365116	0,127582017	164365116	118674472	0,72201739	10879110	24,5	22,5	40	43,5
ASELSAN	2000q3	7	16809263	187073546	0,089853768	187073546	141622673	0,757042757	6762690	24	21	39	42
ASELSAN	2000q4	7	17415818	208941611	0,083352559	208941611	155901215	0,746147281	4802490	23	26	40	44,5
ASELSAN	2001q1	7	-10212211	219115729	-0,046606472	219115729	198035833	0,903795606	2940300	19	24	47	45
ASELSAN	2001q2	7	-11452520	252776469	-0,045306907	252776469	230592085	0,912237147	3528360	32,5	25	42	49,75
ASELSAN	2001q3	7	-12146196	296121779	-0,041017571	296121779	277752972	0,93796874	1960200	32,5	26,5	42,5	50,75
ASELSAN	2001q4	7	83866750	338489299	0,247767803	338489299	277793385	0,82068587	7154730	32,5	26,5	44	51,5
ASELSAN	2002q1	7	102726856	363257626	0,282793391	363257626	284281507	0,782589233	18523890	23	21,5	41,5	43
ASELSAN	2002q2	7	264688527	505868508	0,523235827	505868508	397133569	0,785052959	15877620	22,5	18,5	40,5	40,75
ASELSAN	2002q3	7	363876864	625593494	0,581650653	625593494	502574571	0,803356454	34695540	24,5	17	43,5	42,5
ASELSAN	2002q4	7	347606075	657697839	0,528519412	657697839	507310886	0,771343398	42928380	23	17,5	40	40,25
ASELSAN	2003q1	7	335077117	656894707	0,510092582	656894707	480045938	0,730780645	33813450	23	21,5	42,5	43,5
ASELSAN	2003q2	7	329494868	640467275	0,514460115	640467275	474110561	0,740257277	23522400	23,5	18	39,5	40,5
ASELSAN	2003q3	7	335448565	647654844	0,51794342	647654844	474126895	0,732067241	29697030	23,5	18,5	34,5	38,25
ASELSAN	2003q4	7	341195597	678850580	0,502607801	678850580	496141372	0,730855046	36165690	22,5	17	35,5	37,5
ASELSAN	2004q1	7	423591699	921235144	0,459808445	921235144	703657117	0,763819229	32637330	22	18	36	38
ASELSAN	2004q2	7	437989712	1070733076	0,409055928	1070733076	841109383	0,785545344	27638820	22	18	33,5	36,75
ASELSAN	2004q3	7	521608544	1170733076	0,44554011	1170733076	929387200	0,793850639	29697030	20	17	32	34,5
ASELSAN	2004q4	7	545759946	1190733076	0,458339452	1190733076	917707625	0,770708099	34695540	19	17	29,5	32,75
ASELSAN	2005q1	7	419499348	1165633205	0,359889669	1165633205	878109859	0,753332914	79388100	19	16,5	30	32,75
ASELSAN	2005q2	7	362171378	1122877531	0,322538628	1122877531	819037766	0,729409703	64098540	15,5	17	30,5	31,5
ASELSAN	2005q3	7	379437186	1139188647	0,333076692	1139188647	797607429	0,700153948	74095560	16	17	31	32
ASELSAN	2005q4	7	472327160	1274615342	0,370564471	1274615342	902838616	0,708322414	98206020	18	17	32	33,5
ASELSAN	2006q1	7	395479602	1211197960	0,326519376	1211197960	852170027	0,703576174	129079170	18	17	32	33,5
ASELSAN	2006q2	7	444184938	1272653042	0,349022808	1272653042	922709185	0,725028075	72919440	15,5	19	34,5	34,5
ASELSAN	2006q3	7	461976381	1307920948	0,353214299	1307920948	908948858	0,69495703	76447800	16	16,5	35	33,75
ASELSAN	2006q4	7	484343706	1357324462	0,356837086	1357324462	935205069	0,689006273	79094070	16	16	36	34
ASELSAN	2007q1	7	465784411	1460789114	0,318858079	1460789114	1048983634	0,718093819	87032880	15,5	17	35,5	34

ASELSAN	2007q2	7	466860770	1397061112	0,334173477	1397061112	964336318	0,690260655	85562730	15,5	17,5	38	35,5
ASELSAN	2007q3	7	457540320	1387195431	0,32983119	1387195431	921306649	0,664150579	94677660	15	17,5	37,5	35
ASELSAN	2007q4	7	522956547	1382343486	0,378311579	1382343486	882375750	0,638318738	88797060	15	18,5	38	35,75
ASELSAN	2008q1	7	433722940	1430090255	0,303283613	1430090255	973793014	0,680931158	258746400	14,5	18,5	38,5	35,75
ASELSAN	2008q2	7	526376562	1547220105	0,340207938	1547220105	1027673834	0,664206618	279916560	14,5	17,5	40,5	36,25
ASELSAN	2008q3	7	506270529	1657175652	0,305502032	1657175652	1121817286	0,67694531	216406080	15	17,5	40	36,25
ASELSAN	2008q4	7	578911331	1712604000	0,338029884	1712604000	1228126105	0,71711038	165832920	15	22,5	40,5	39
ASELSAN	2009q1	7	583541024	1754988670	0,332504155	1754988670	1277213827	0,727761865	167009040	18,5	21	40,5	40
ASELSAN	2009q2	7	650701486	1899851648	0,342501209	1899851648	1361085403	0,716416676	249337440	17,5	20	41	39,25
ASELSAN	2009q3	7	778489548	2097770246	0,371103342	2097770246	1454958588	0,693573851	354012120	17,5	16	40,5	37
ASELSAN	2009q4	7	828489548	2297770246	0,360562397	2297770246	1624958588	0,707189324	610406280	23,5	15	41,5	40
AYGAZ	2000q1	8	16636291	118247449	0,140690485	118247449	70675513	0,597691651	28400000	24,5	23,5	43	45,5
AYGAZ	2000q2	8	27732103	107928121	0,256949743	107928121	43083174	0,399183953	24200000	24,5	22,5	40	43,5
AYGAZ	2000q3	8	29461189	136910984	0,215184992	136910984	66140219	0,483089209	22200000	24	21	39	42
AYGAZ	2000q4	8	35753537	168297199	0,212442852	168297199	85954499	0,510730419	23400000	23	26	40	44,5
AYGAZ	2001q1	8	40272820	226737991	0,177618315	226737991	131599887	0,580405103	22801445,68	19	24	47	45
AYGAZ	2001q2	8	39475057	209261444	0,188639896	209261444	98660562	0,47147033	28721051,77	32,5	25	42	49,75
AYGAZ	2001q3	8	51590417	219749283	0,234769444	219749283	92722654	0,42194747	18416552,28	32,5	26,5	42,5	50,75
AYGAZ	2001q4	8	68233889	235790782	0,289383191	235790782	90062683	0,381960152	30913498,47	32,5	26,5	44	51,5
AYGAZ	2002q1	8	92888124	263929697	0,351942677	263929697	86995524	0,329616277	71692570	23	21,5	41,5	43
AYGAZ	2002q2	8	96849724	306004724	0,31649748	306004724	113955739	0,372398627	63142080	22,5	18,5	40,5	40,75
AYGAZ	2002q3	8	130309753	365861231	0,356172619	365861231	136237538	0,372374896	76296680	24,5	17	43,5	42,5
AYGAZ	2002q4	8	31497874	467897578	0,067317882	467897578	226551702	0,484190799	89451280	23	17,5	40	40,25
AYGAZ	2003q1	8	-27891599	567371447	-0,049159328	567371447	294345996	0,518788877	262632920	23	21,5	42,5	43,5
AYGAZ	2003q2	8	-8855231	602902195	-0,014687674	602902195	277463534	0,460213176	347283200	23,5	18	39,5	40,5
AYGAZ	2003q3	8	12389591	643566969	0,01925144	643566969	297558995	0,462359023	327748520	23,5	18,5	34,5	38,25
AYGAZ	2003q4	8	100227361	1070733076	0,0936063	1070733076	396158499	0,369988102	423251400	22,5	17	35,5	37,5
AYGAZ	2004q1	8	117484751	1170733076	0,100351441	1170733076	396158499	0,338384989	412398800	22	18	36	38
AYGAZ	2004q2	8	185515341	1190733076	0,155799267	1190733076	406158499	0,341099535	342942160	22	18	33,5	36,75
AYGAZ	2004q3	8	222500690	1245733076	0,178610245	1245733076	441158499	0,354135655	401546200	20	17	32	34,5
AYGAZ	2004q4	8	273227361	1330733076	0,205320936	1330733076	516158499	0,387875306	368988400	19	17	29,5	32,75
AYGAZ	2005q1	8	189569152	1407011703	0,134731752	1407011703	585042746	0,415805174	347283200	19	16,5	30	32,75
AYGAZ	2005q2	8	161138074	1422459046	0,113281345	1422459046	602840158	0,423801416	368988400	15,5	17	30,5	31,5
AYGAZ	2005q3	8	191922845	1501698814	0,12780382	1501698814	650660987	0,43328328	410228280	16	17	31	32

AYGAZ	2005q4	8	167503998	1591512413	0,105248314	1591512413	665269694	0,418010999	720612640	18	17	32	33,5
AYGAZ	2006q1	8	144784390	2352255370	0,061551306	2352255370	1433958014	0,609609838	680457450	18	17	32	33,5
AYGAZ	2006q2	8	128613146	2454940980	0,052389506	2454940980	2216183534	0,90274412	508552410	15,5	19	34,5	34,5
AYGAZ	2006q3	8	241401071	2545941558	0,094817994	2545941558	1572549798	0,617669244	487064280	16	16,5	35	33,75
AYGAZ	2006q4	8	525196732	2406138110	0,218273727	2406138110	1100352578	0,457310648	575404370	16	16	36	34
AYGAZ	2007q1	8	622199144	2279790121	0,272919484	2279790121	915032520	0,401366999	584119350	15,5	17	35,5	34
AYGAZ	2007q2	8	485521920	2319466062	0,209324865	2319466062	844259114	0,363988561	882446400	15,5	17,5	38	35,5
AYGAZ	2007q3	8	185515341	2036229259	0,091107296	2036229259	698448993	0,34301098	975203550	15	17,5	37,5	35
AYGAZ	2007q4	8	137444683	2294037558	0,059913877	2294037558	876015182	0,381866103	995259150	15	18,5	38	35,75
AYGAZ	2008q1	8	-137444890	2406141451	-0,057122531	2406141451	946439168	0,393343113	1020000000	14,5	18,5	38,5	35,75
AYGAZ	2008q2	8	-64532489	2445557930	-0,026387635	2445557930	874499028	0,357586716	777000000	14,5	17,5	40,5	36,25
AYGAZ	2008q3	8	6395648	2612670014	0,002447936	2612670014	942847077	0,360874918	666000000	15	17,5	40	36,25
AYGAZ	2008q4	8	-23638642	2464980264	-0,00958979	2464980264	991285289	0,402147353	546000000	15	22,5	40,5	39
AYGAZ	2009q1	8	129175689	2348211870	0,055010236	2348211870	880344023	0,374899741	549000000	18,5	21	40,5	40
AYGAZ	2009q2	8	186882098	2413526835	0,077431125	2413526835	794537822	0,329201984	1032000000	17,5	20	41	39,25
AYGAZ	2009q3	8	186539525	2502330431	0,07454632	2502330431	833593930	0,33312704	1656000000	17,5	16	40,5	37
AYGAZ	2009q4	8	176539525	2722330431	0,064848676	2722330431	853593930	0,313552653	1599000000	23,5	15	41,5	40
BEKO ELEKTRONİK	2000q1	9	16377642	126380245	0,129590206	126380245	97782231	0,773714523	16350000	24,5	23,5	43	45,5
BEKO ELEKTRONİK	2000q2	9	16377642	126380245	0,129590206	126380245	97782231	0,773714523	17400000	24,5	22,5	40	43,5
BEKO ELEKTRONİK	2000q3	9	22878528	157410502	0,145343085	157410502	122068167	0,775476639	10200000	24	21	39	42
BEKO ELEKTRONİK	2000q4	9	33627716	170505879	0,197223205	170505879	129761978	0,761041078	7200000	23	26	40	44,5
BEKO ELEKTRONİK	2001q1	9	35268804	207929074	0,169619396	207929074	173514647	0,834489587	6837000	19	24	47	45
BEKO ELEKTRONİK	2001q2	9	34359080	192959006	0,178064143	192959006	160528044	0,831928228	9222000	32,5	25	42	49,75
BEKO ELEKTRONİK	2001q3	9	40977235	239764989	0,170905832	239764989	201003163	0,838334086	6201000	32,5	26,5	42,5	50,75
BEKO ELEKTRONİK	2001q4	9	41720963	232781530	0,179227978	232781530	181527223	0,779817982	20193000	32,5	26,5	44	51,5
BEKO ELEKTRONİK	2002q1	9	45166472	290145392	0,155668411	290145392	234677867	0,808828517	77400000	23	21,5	41,5	43
BEKO ELEKTRONİK	2002q2	9	46269231	400449214	0,115543318	400449214	330947972	0,826441807	78000000	22,5	18,5	40,5	40,75
BEKO ELEKTRONİK	2002q3	9	69288042	477220549	0,145190818	477220549	374431971	0,784609908	88200000	24,5	17	43,5	42,5
BEKO ELEKTRONİK	2002q4	9	147049249	471784031	0,311687635	471784031	380091795	0,80564786	108000000	23	17,5	40	40,25
BEKO ELEKTRONİK	2003q1	9	147225908	500265912	0,294295303	500265912	409991497	0,819547139	105000000	23	21,5	42,5	43,5
BEKO ELEKTRONİK	2003q2	9	140508988	512385335	0,274225233	512385335	401397675	0,783390249	94800000	23,5	18	39,5	40,5
BEKO ELEKTRONİK	2003q3	9	149612318	580506291	0,257727298	580506291	448104645	0,771920394	96000000	23,5	18,5	34,5	38,25
BEKO ELEKTRONİK	2003q4	9	312850506	600875234	0,520658014	600875234	354913504	0,590660896	163200000	22,5	17	35,5	37,5
BEKO ELEKTRONİK	2004q1	9	515422892	602902195	0,854902995	602902195	339730498	0,563491891	638580000	22	18	36	38

BEKO ELEKTRONİK	2004q2	9	423446549	643566969	0,65796812	643566969	397605239	0,617814863	520260000	22	18	33,5	36,75
BEKO ELEKTRONİK	2004q3	9	198937797	900733076	0,220862098	900733076	635663063	0,705717465	596820000	20	17	32	34,5
BEKO ELEKTRONİK	2004q4	9	199074793	1170733076	0,170042854	1170733076	907513956	0,775167265	480240000	19	17	29,5	32,75
BEKO ELEKTRONİK	2005q1	9	300218635	1437961225	0,208780758	1437961225	1130288368	0,786035359	356700000	19	16,5	30	32,75
BEKO ELEKTRONİK	2005q2	9	274072000	1193806000	0,22957834	1193806000	912943000	0,764733131	388020000	15,5	17	30,5	31,5
BEKO ELEKTRONİK	2005q3	9	331950000	1143269000	0,290351615	1143269000	896063000	0,783772673	363660000	16	17	31	32
BEKO ELEKTRONİK	2005q4	9	252290000	1433027000	0,176053905	1433027000	1159240000	0,808944981	421080000	18	17	32	33,5
BEKO ELEKTRONİK	2006q1	9	195222000	1398705000	0,139573391	1398705000	1124230000	0,803764911	421080000	18	17	32	33,5
BEKO ELEKTRONİK	2006q2	9	160127000	1457276000	0,109881038	1457276000	1224466000	0,840243029	309720000	15,5	19	34,5	34,5
BEKO ELEKTRONİK	2006q3	9	123334000	1346393000	0,091603269	1346393000	1148018000	0,85266189	321900000	16	16,5	35	33,75
BEKO ELEKTRONİK	2006q4	9	22635000	1412567000	0,016024019	1412567000	1289287000	0,912726264	191505600	16	16	36	34
BEKO ELEKTRONİK	2007q1	9	-68209000	1177553000	-0,057924357	1177553000	1044740000	0,88721272	292320000	15,5	17	35,5	34
BEKO ELEKTRONİK	2007q2	9	-53290000	902597000	-0,059040746	902597000	796212000	0,882134552	267960000	15,5	17,5	38	35,5
BEKO ELEKTRONİK	2007q3	9	-82327000	982638000	-0,083781616	982638000	899896000	0,915796051	302760000	15	17,5	37,5	35
BEKO ELEKTRONİK	2007q4	9	-223921000	1104521000	-0,20273132	1104521000	1004454000	0,909402356	274920000	15	18,5	38	35,75
BEKO ELEKTRONİK	2008q1	9	-131726000	1461498000	-0,090130811	1461498000	1140976000	0,780689402	372840000	14,5	18,5	38,5	35,75
BEKO ELEKTRONİK	2008q2	9	274072000	1193806000	0,22957834	1193806000	912943000	0,764733131	291580000	14,5	17,5	40,5	36,25
BEKO ELEKTRONİK	2008q3	9	331950000	1143269000	0,290351615	1143269000	896063000	0,783772673	282020000	15	17,5	40	36,25
BEKO ELEKTRONİK	2008q4	9	-169376000	1262184000	-0,134192796	1262184000	953555000	0,755480184	325040000	15	22,5	40,5	39
BEKO ELEKTRONİK	2009q1	9	21835000	1177159000	0,018548896	1177159000	880456000	0,747949937	315480000	18,5	21	40,5	40
BEKO ELEKTRONİK	2009q2	9	68274000	1251498000	0,054553823	1251498000	930976000	0,743889323	301140000	17,5	20	41	39,25
BEKO ELEKTRONİK	2009q3	9	144072000	1211938600	0,118877309	1211938600	861075600	0,71049441	305920000	17,5	16	40,5	37
BEKO ELEKTRONİK	2009q4	9	104072000	1393806000	0,074667493	1393806000	1032943000	0,741095246	305920000	23,5	15	41,5	40
ÇARŞI	2000q1	10	-4962799	40944889	-0,121206801	40944889	41823004	1,021446266	25443000	24,5	23,5	43	45,5
ÇARŞI	2000q2	10	-1315911	48913454	-0,026902844	48913454	44408030	0,907889882	20344500	24,5	22,5	40	43,5
ÇARŞI	2000q3	10	-3264476	46554718	-0,070121271	46554718	43406719	0,932380667	14949000	24	21	39	42
ÇARŞI	2000q4	10	588022	69924595	0,008409373	69924595	64014236	0,915475249	10395000	23	26	40	44,5
ÇARŞI	2001q1	10	-8899987	65889356	-0,13507473	65889356	69874252	1,0604786	4752000	19	24	47	45
ÇARŞI	2001q2	10	-16837643	67356467	-0,24997812	67356467	79702438	1,183293031	8365500	32,5	25	42	49,75
ÇARŞI	2001q3	10	-15339884	77685458	-0,197461461	77685458	88446998	1,138527084	2574000	32,5	26,5	42,5	50,75
ÇARŞI	2001q4	10	-10211291	98664760	-0,103494814	98664760	103592546	1,049944742	7573500	32,5	26,5	44	51,5
ÇARŞI	2002q1	10	-11729525	90285514	-0,129915913	90285514	97352615	1,078275026	36036000	23	21,5	41,5	43
ÇARŞI	2002q2	10	959723	106847977	0,008982135	106847977	100417577	0,939817298	30888000	22,5	18,5	40,5	40,75
ÇARŞI	2002q3	10	-3557575	104387664	-0,034080416	104387664	101249528	0,969937674	35244000	24,5	17	43,5	42,5

ÇARŞI	2002q4	10	-6856562	106315807	-0,064492404	106315807	100913086	0,949182336	38016000	23	17,5	40	40,25
ÇARŞI	2003q1	10	-16652271	83102264	-0,20038288	83102264	87383106	1,051512941	43956000	23	21,5	42,5	43,5
ÇARŞI	2003q2	10	-21371825	89912070	-0,237696952	89912070	97694794	1,08655928	42768000	23,5	18	39,5	40,5
ÇARŞI	2003q3	10	-27149520	102070326	-0,265988374	102070326	115650914	1,133051285	40788000	23,5	18,5	34,5	38,25
ÇARŞI	2003q4	10	-29943159	111824711	-0,267768713	111824711	129888263	1,161534529	49104000	22,5	17	35,5	37,5
ÇARŞI	2004q1	10	4391340	115467433	0,038030983	115467433	119748275	1,037074021	70092000	22	18	36	38
ÇARŞI	2004q2	10	-16994852	120984634	-0,140471161	120984634	117846498	0,974061698	51678000	22	18	33,5	36,75
ÇARŞI	2004q3	10	-33260164	129280128	-0,257272053	129280128	129852147	1,004424648	95040000	20	17	32	34,5
ÇARŞI	2004q4	10	-31510128	139723373	-0,225517945	139723373	133867961	0,958092824	82566000	19	17	29,5	32,75
ÇARŞI	2005q1	10	-35775277	133278768	-0,268424428	133278768	133850787	1,004291899	114048000	19	16,5	30	32,75
ÇARŞI	2005q2	10	-36385180	130705271	-0,278375766	130705271	133992754	1,025151878	112860000	15,5	17	30,5	31,5
ÇARŞI	2005q3	10	-41207424	129280128	-0,318745229	129280128	139346893	1,077867845	171666000	16	17	31	32
ÇARŞI	2005q4	10	-31398479	134559600	-0,233342541	134559600	136380998	1,013535994	168696000	18	17	32	33,5
ÇARŞI	2006q1	10	-34729923	130966209	-0,265182319	130966209	138152551	1,054871726	223730100	18	17	32	33,5
ÇARŞI	2006q2	10	1947245	146646344	0,01327851	146646344	117642053	0,802216065	131660100	15,5	19	34,5	34,5
ÇARŞI	2006q3	10	1936227	147027476	0,013169151	147027476	119103707	0,810077886	179536500	16	16,5	35	33,75
ÇARŞI	2006q4	10	12607752	151465838	0,083238255	151465838	114256941	0,754341325	191505600	16	16	36	34
ÇARŞI	2007q1	10	12976976	150812402	0,086047141	150812402	113116914	0,750050477	206236800	15,5	17	35,5	34
ÇARŞI	2007q2	10	15325164	172098769	0,089048656	172098769	126886225	0,737287232	197950500	15,5	17,5	38	35,5
ÇARŞI	2007q3	10	13094365	172164416	0,076057325	172164416	124995801	0,72602576	241223400	15	17,5	37,5	35
ÇARŞI	2007q4	10	9814663	189473987	0,051799527	189473987	138225222	0,729520839	279892800	15	18,5	38	35,75
ÇARŞI	2008q1	10	46927922	231728190	0,202512789	231728190	179374767	0,774074	141787800	14,5	18,5	38,5	35,75
ÇARŞI	2008q2	10	47121271	240345829	0,196056121	240345829	182991505	0,761367508	101277000	14,5	17,5	40,5	36,25
ÇARŞI	2008q3	10	43445444	253647375	0,171282845	253647375	195744705	0,771719814	98514900	15	17,5	40	36,25
ÇARŞI	2008q4	10	4753337	239773302	0,019824296	239773302	188368431	0,785610531	49717800	15	22,5	40,5	39
ÇARŞI	2009q1	10	-3933705	239283530	-0,016439514	239283530	198163227	0,828152389	52479900	18,5	21	40,5	40
ÇARŞI	2009q2	10	2740475	238119488	0,011508823	238119488	192377783	0,807904404	83783700	17,5	20	41	39,25
ÇARŞI	2009q3	10	7829337	252492541	0,031008191	252492541	203749225	0,806951462	99435600	17,5	16	40,5	37
ÇARŞI	2009q4	10	17829337	292492541	0,060956553	292492541	241749225	0,826514154	131660100	23,5	15	41,5	40
ÇİMSA	2000q1	11	9995435	79707280	0,125401783	79707280	34812338	0,436752302	15500160	24,5	23,5	43	45,5
ÇİMSA	2000q2	11	19089239	86427585	0,220869749	86427585	29176146	0,337579096	11625120	24,5	22,5	40	43,5
ÇİMSA	2000q3	11	25014028	93951794	0,266243218	93951794	31021453	0,330184786	8592480	24	21	39	42
ÇİMSA	2000q4	11	24037138	102672316	0,234115085	102672316	29961455	0,291816296	8087040	23	26	40	44,5
ÇİMSA	2001q1	11	27785210	123647133	0,224713742	123647133	47320794	0,38270838	7750080	19	24	47	45

ÇİMSA	2001q2	11	38251612	149190755	0,256393984	149190755	51798546	0,347196755	11456640	32,5	25	42	49,75
ÇİMSA	2001q3	11	53524022	181359284	0,295127003	181359284	64755982	0,357059096	10445760	32,5	26,5	42,5	50,75
ÇİMSA	2001q4	11	46791630	173468316	0,269741651	173468316	50051489	0,288533896	15837120	32,5	26,5	44	51,5
ÇİMSA	2002q1	11	35637146	202221001	0,176228709	202221001	83799943	0,414397825	54587520	23	21,5	41,5	43
ÇİMSA	2002q2	11	46463232	194045783	0,239444688	194045783	51596330	0,265897713	54587520	22,5	18,5	40,5	40,75
ÇİMSA	2002q3	11	63046000	225232998	0,27991458	225232998	61039348	0,271005352	56609280	24,5	17	43,5	42,5
ÇİMSA	2002q4	11	73118768	231130285	0,316353039	231130285	46606953	0,201647971	68739840	23	17,5	40	40,25
ÇİMSA	2003q1	11	54489586	248297737	0,219452608	248297737	79408218	0,319810478	133436600	23	21,5	42,5	43,5
ÇİMSA	2003q2	11	71470057	230227256	0,310432649	230227256	42406300	0,184193222	137075780	23,5	18	39,5	40,5
ÇİMSA	2003q3	11	88140466	259060038	0,340231811	259060038	56403898	0,217725198	140714960	23,5	18,5	34,5	38,25
ÇİMSA	2003q4	11	95500324	461132402	0,207099574	461132402	56201144	0,121876372	224416100	22,5	17	35,5	37,5
ÇİMSA	2004q1	11	73118768	481130285	0,151972907	481130285	66676953	0,138583987	230481400	22	18	36	38
ÇİMSA	2004q2	11	115370000	500435874	0,230539028	500435874	43559334	0,087042789	202581020	22	18	33,5	36,75
ÇİMSA	2004q3	11	128127992	534233034	0,239835397	534233034	70088231	0,131194117	280216860	20	17	32	34,5
ÇİMSA	2004q4	11	109445034	567600463	0,192820551	567600463	102013688	0,179727986	332378440	19	17	29,5	32,75
ÇİMSA	2005q1	11	83711373	585592227	0,142951646	585592227	120005452	0,204930063	361491880	19	16,5	30	32,75
ÇİMSA	2005q2	11	98671042	598588064	0,164839642	598588064	81886521	0,136799455	493715420	15,5	17	30,5	31,5
ÇİMSA	2005q3	11	109445034	661600463	0,165424664	661600463	86262206	0,130384138	725409880	16	17	31	32
ÇİMSA	2005q4	11	74808766	901359555	0,082995477	901359555	272397458	0,302207323	736327420	18	17	32	33,5
ÇİMSA	2006q1	11	39489028	927095903	0,042594329	927095903	327388402	0,353133264	767866980	18	17	32	33,5
ÇİMSA	2006q2	11	85852178	928953338	0,092418181	928953338	330484430	0,35575999	514337440	15,5	19	34,5	34,5
ÇİMSA	2006q3	11	121483255	991531444	0,12252083	991531444	332218109	0,335055546	697509500	16	16,5	35	33,75
ÇİMSA	2006q4	11	68440233	975393015	0,070166827	975393015	272695257	0,279574749	725409880	16	16	36	34
ÇİMSA	2007q1	11	-21919790	1042527863	-0,021025616	1042527863	385915044	0,370172403	887501880	15,5	17	35,5	34
ÇİMSA	2007q2	11	39371402	1059498232	0,037160423	1059498232	326333262	0,308007368	875344320	15,5	17,5	38	35,5
ÇİMSA	2007q3	11	57810784	1127813237	0,051259182	1127813237	299985916	0,265989001	1011779160	15	17,5	37,5	35
ÇİMSA	2007q4	11	120197796	1131674275	0,10621236	1131674275	205102229	0,181237865	841573320	15	18,5	38	35,75
ÇİMSA	2008q1	11	13456212	1072866267	0,012542301	1072866267	338523578	0,315531943	647052360	14,5	18,5	38,5	35,75
ÇİMSA	2008q2	11	105950234	1066279240	0,099364435	1066279240	319085483	0,299251332	507915840	14,5	17,5	40,5	36,25
ÇİMSA	2008q3	11	111217406	1129365453	0,098477783	1129365453	322778174	0,285804894	566001960	15	17,5	40	36,25
ÇİMSA	2008q4	11	11039695	1085020922	0,010174638	1085020922	326112482	0,300558704	349867560	15	22,5	40,5	39
ÇİMSA	2009q1	11	7906008	1090200013	0,007251888	1090200013	338610169	0,310594538	382287720	18,5	21	40,5	40
ÇİMSA	2009q2	11	-1768972	1132538789	-0,001561953	1132538789	332838721	0,29388726	510617520	17,5	20	41	39,25
ÇİMSA	2009q3	11	42214711	1191989455	0,035415339	1191989455	317394417	0,26627284	828064920	17,5	16	40,5	37

ÇİMSA	2009q4	11	40214711	1291989455	0,031126191	1291989455	368394417	0,285137325	955043880	23,5	15	41,5	40
DOĞAN GZT.	2000q1	12	10941345	48478970	0,225692604	48478970	24723467	0,509983339	32153814	24,5	23,5	43	45,5
DOĞAN GZT.	2000q2	12	14748552	63793573	0,231191816	63793573	38474929	0,603116069	23480745,75	24,5	22,5	40	43,5
DOĞAN GZT.	2000q3	12	14354805	62568530	0,22942532	62568530	36785603	0,587925	20730748,5	24	21	39	42
DOĞAN GZT.	2000q4	12	12156306	61467636	0,197767586	61467636	36496994	0,593759519	13538448	23	26	40	44,5
DOĞAN GZT.	2001q1	12	9069129	63480287	0,14286528	63480287	43360508	0,683054694	8461530	19	24	47	45
DOĞAN GZT.	2001q2	12	5569222	54145937	0,102855769	54145937	35376157	0,65334832	11634603,75	32,5	25	42	49,75
DOĞAN GZT.	2001q3	12	-5005508	59893564	-0,083573387	59893564	51481031	0,859541953	6134609,25	32,5	26,5	42,5	50,75
DOĞAN GZT.	2001q4	12	-3443385	68966118	-0,049928648	68966118	58233087	0,844372406	13961524,5	32,5	26,5	44	51,5
DOĞAN GZT.	2002q1	12	6345648	92321728	0,068734069	92321728	74566918	0,807685467	18615520	23	21,5	41,5	43
DOĞAN GZT.	2002q2	12	51424482	102650650	0,500965966	102650650	79557293	0,775029608	20519380	22,5	18,5	40,5	40,75
DOĞAN GZT.	2002q3	12	55272825	106956150	0,516780241	106956150	81157537	0,758792617	19038600	24,5	17	43,5	42,5
DOĞAN GZT.	2002q4	12	64555293	120609137	0,535243802	120609137	94826210	0,786227415	19250140	23	17,5	40	40,25
DOĞAN GZT.	2003q1	12	84803963	160666937	0,527824608	160666937	129539426	0,806260631	13115480	23	21,5	42,5	43,5
DOĞAN GZT.	2003q2	12	11571547	123736852	0,093517386	123736852	81434308	0,658124938	23904020	23,5	18	39,5	40,5
DOĞAN GZT.	2003q3	12	10329322	120609137	0,085642948	120609137	77514855	0,642694716	21365540	23,5	18,5	34,5	38,25
DOĞAN GZT.	2003q4	12	28245112	116603302	0,242232523	116603302	52809729	0,452900802	52885000	22,5	17	35,5	37,5
DOĞAN GZT.	2004q1	12	12327751	123416827	0,099887117	123416827	60848297	0,4930308	61135060	22	18	36	38
DOĞAN GZT.	2004q2	12	11839115	118421058	0,099974744	118421058	26099330	0,220394332	41884920	22	18	33,5	36,75
DOĞAN GZT.	2004q3	12	19666850	142449453	0,138061955	142449453	39798803	0,279388949	57115800	20	17	32	34,5
DOĞAN GZT.	2004q4	12	2070749	164193650	0,012611627	164193650	57237500	0,348597525	55000400	19	17	29,5	32,75
DOĞAN GZT.	2005q1	12	19067722	160694172	0,118658454	160694172	38269917	0,238153733	224640000	19	16,5	30	32,75
DOĞAN GZT.	2005q2	12	22467703	165517472	0,135742183	165517472	40556266	0,245027099	226200000	15,5	17	30,5	31,5
DOĞAN GZT.	2005q3	12	27836944	165721174	0,167974576	165721174	36867073	0,222464469	238680000	16	17	31	32
DOĞAN GZT.	2005q4	12	33546796	165824094	0,202303508	165824094	35877678	0,216359861	299520000	18	17	32	33,5
DOĞAN GZT.	2006q1	12	32302106	164370249	0,196520393	164370249	36914202	0,224579583	246480000	18	17	32	33,5
DOĞAN GZT.	2006q2	12	35375132	175023443	0,202116536	175023443	46028471	0,262984605	180180000	15,5	19	34,5	34,5
DOĞAN GZT.	2006q3	12	36031727	164993364	0,218382886	164993364	35988087	0,218118391	196560000	16	16,5	35	33,75
DOĞAN GZT.	2006q4	12	36270987	164894197	0,219965212	164894197	36327309	0,220306776	156780000	16	16	36	34
DOĞAN GZT.	2007q1	12	34683178	162387959	0,213582203	162387959	37104687	0,228494078	442000000	15,5	17	35,5	34
DOĞAN GZT.	2007q2	12	40203186	176683594	0,227543402	176683594	45530279	0,257693869	505000000	15,5	17,5	38	35,5
DOĞAN GZT.	2007q3	12	48127616	177522965	0,271106423	177522965	38807530	0,218605689	416000000	15	17,5	37,5	35
DOĞAN GZT.	2007q4	12	150024161	279568378	0,536627791	279568378	37951977	0,135752038	328000000	15	18,5	38	35,75
DOĞAN GZT.	2008q1	12	41751390	420212549	0,09935779	420212549	173141251	0,412032557	215250000	14,5	18,5	38,5	35,75

DOĞAN GZT.	2008q2	12	33735925	367935299	0,09168983	367935299	114163348	0,310281042	275100000	14,5	17,5	40,5	36,25
DOĞAN GZT.	2008q3	12	38354923	350230979	0,109513222	350230979	93478511	0,266905319	193200000	15	17,5	40	36,25
DOĞAN GZT.	2008q4	12	77763356	367935299	0,211350627	367935299	79257338	0,215411074	159600000	15	22,5	40,5	39
DOĞAN GZT.	2009q1	12	48133628	389230979	0,123663404	389230979	98168218	0,252210701	134400000	18,5	21	40,5	40
DOĞAN GZT.	2009q2	12	72708798	450935299	0,161239979	450935299	159139771	0,352910432	216300000	17,5	20	41	39,25
DOĞAN GZT.	2009q3	12	79771844	520212549	0,153344713	520212549	200872533	0,386135501	205800000	17,5	16	40,5	37
DOĞAN GZT.	2009q4	12	84536136	567895944	0,148858496	567895944	217664965	0,383283183	405300000	23,5	15	41,5	40
DOĞAN HOLDİNG	2000q1	13	-86753524	373026614	-0,23256658	373026614	220794049	0,591898917	110793664,8	24,5	23,5	43	45,5
DOĞAN HOLDİNG	2000q2	13	-36825460	349556196	-0,105349184	349556196	180892004	0,517490481	77276253,6	24,5	22,5	40	43,5
DOĞAN HOLDİNG	2000q3	13	-37027811	372940982	-0,09928598	372940982	205685412	0,551522686	64241704,8	24	21	39	42
DOĞAN HOLDİNG	2000q4	13	-148417534	587758564	-0,252514456	587758564	375428193	0,638745594	37241568	23	26	40	44,5
DOĞAN HOLDİNG	2001q1	13	-91157803	742537969	-0,122765174	742537969	437770109	0,589559224	57817534,32	19	24	47	45
DOĞAN HOLDİNG	2001q2	13	-315752346	743686755	-0,424577073	743686755	432857590	0,582042893	93010816,08	32,5	25	42	49,75
DOĞAN HOLDİNG	2001q3	13	-54178777	786463250	-0,06888914	786463250	455592886	0,579293293	37707087,6	32,5	26,5	42,5	50,75
DOĞAN HOLDİNG	2001q4	13	-33393484	733253927	-0,0455415	733253927	397517262	0,542127696	87983204,4	32,5	26,5	44	51,5
DOĞAN HOLDİNG	2002q1	13	7083362	873851353	0,008105912	873851353	570048878	0,652340785	85469540	23	21,5	41,5	43
DOĞAN HOLDİNG	2002q2	13	-111309504	811779047	-0,137117981	811779047	503563520	0,620320914	75414300	22,5	18,5	40,5	40,75
DOĞAN HOLDİNG	2002q3	13	-122285549	938917752	-0,13024096	938917752	432987765	0,461156224	67872870	24,5	17	43,5	42,5
DOĞAN HOLDİNG	2002q4	13	-103954940	1027964283	-0,101126996	1027964283	421959345	0,410480551	65359060	23	17,5	40	40,25
DOĞAN HOLDİNG	2003q1	13	-169411301	964151424	-0,175710264	964151424	362014052	0,37547427	129410820	23	21,5	42,5	43,5
DOĞAN HOLDİNG	2003q2	13	8502442	1142206908	0,007443872	1142206908	377207353	0,330244328	135293130	23,5	18	39,5	40,5
DOĞAN HOLDİNG	2003q3	13	8360344	8964151424	0,000932642	8964151424	8062014052	0,899361654	164704680	23,5	18,5	34,5	38,25
DOĞAN HOLDİNG	2003q4	13	-19015289	9125616384	-0,002083727	9125616384	7894513422	0,86509372	323527050	22,5	17	35,5	37,5
DOĞAN HOLDİNG	2004q1	13	61032000	9714226000	0,006282745	9714226000	8572019092	0,882419154	492642960	22	18	36	38
DOĞAN HOLDİNG	2004q2	13	-298951433	10181531000	-0,02936213	10181531000	8874546996	0,871631879	404408400	22	18	33,5	36,75
DOĞAN HOLDİNG	2004q3	13	-623824697	10233426000	-0,060959516	10233426000	8776836967	0,857663598	522054480	20	17	32	34,5
DOĞAN HOLDİNG	2004q4	13	-697365028	11748823863	-0,059356157	11748823863	10208800423	0,868921055	551466000	19	17	29,5	32,75
DOĞAN HOLDİNG	2005q1	13	1071977610	11271937594	0,09510145	11271937594	9316591193	0,8265297	654406320	19	16,5	30	32,75
DOĞAN HOLDİNG	2005q2	13	1100759792	11780261017	0,093441036	11780261017	9761150805	0,828602252	654406320	15,5	17	30,5	31,5
DOĞAN HOLDİNG	2005q3	13	800155912	7722384472	0,103615135	7722384472	5142422157	0,66591118	727935120	16	17	31	32
DOĞAN HOLDİNG	2005q4	13	590359935	8006916557	0,073731246	8006916557	5395303235	0,673830331	852934080	18	17	32	33,5
DOĞAN HOLDİNG	2006q1	13	691975638	8030086127	0,086172879	8030086127	5300210872	0,660044088	2430000000	18	17	32	33,5
DOĞAN HOLDİNG	2006q2	13	2214549794	7528653432	0,29414952	7528653432	4286743882	0,569390519	2400000000	15,5	19	34,5	34,5
DOĞAN HOLDİNG	2006q3	13	2395340083	7543533839	0,317535539	7543533839	4190975838	0,555571954	2400000000	16	16,5	35	33,75

DOĞAN HOLDİNG	2006q4	13	2489946319	7903756430	0,315033281	7903756430	4514216594	0,571148242	1860000000	16	16	36	34
DOĞAN HOLDİNG	2007q1	13	2545084796	9072660907	0,28052242	9072660907	5549280128	0,611648576	1935000000	15,5	17	35,5	34
DOĞAN HOLDİNG	2007q2	13	2566357657	8506058760	0,301709373	8506058760	4864336518	0,57186726	2205000000	15,5	17,5	38	35,5
DOĞAN HOLDİNG	2007q3	13	2773487032	8733025830	0,317586033	8733025830	5014388149	0,574186799	2205000000	15	17,5	37,5	35
DOĞAN HOLDİNG	2007q4	13	2911323548	9068449586	0,321038731	9068449586	5310874435	0,585643046	1860000000	15	18,5	38	35,75
DOĞAN HOLDİNG	2008q1	13	3160819000	9714226000	0,325380427	9714226000	4769480000	0,4909789	1125000000	14,5	18,5	38,5	35,75
DOĞAN HOLDİNG	2008q2	13	3563704000	10181531000	0,350016515	10181531000	5121467000	0,503015411	1245000000	14,5	17,5	40,5	36,25
DOĞAN HOLDİNG	2008q3	13	3296963000	10233426000	0,322175877	10233426000	5234762000	0,511535628	1335000000	15	17,5	40	36,25
DOĞAN HOLDİNG	2008q4	13	2747759000	10608467000	0,259015652	10608467000	5902643000	0,556408669	855000000	15	22,5	40,5	39
DOĞAN HOLDİNG	2009q1	13	1472515000	9898109000	0,148767305	9898109000	5505099000	0,556176841	1225000000	18,5	21	40,5	40
DOĞAN HOLDİNG	2009q2	13	1969543000	10274299000	0,191696095	10274299000	5719073000	0,556638755	2499000000	17,5	20	41	39,25
DOĞAN HOLDİNG	2009q3	13	2554704000	10569192000	0,241712328	10569192000	6024392000	0,569995511	2499000000	17,5	16	40,5	37
DOĞAN HOLDİNG	2009q4	13	2566471000	10900456000	0,235446205	10900456000	6135056000	0,562825629	2523500000	23,5	15	41,5	40
DOĞAN YAYIN HOL.	2000q1	14	-9060752248	127461488	-71,08619545	127461488	9085327	0,071278997	218691900	24,5	23,5	43	45,5
DOĞAN YAYIN HOL.	2000q2	14	-8618615348	127325684	-67,68952718	127325684	8646327	0,067907171	160981537,5	24,5	22,5	40	43,5
DOĞAN YAYIN HOL.	2000q3	14	7118831	189179787	0,037629977	189179787	63881822	0,337677841	154906762,5	24	21	39	42
DOĞAN YAYIN HOL.	2000q4	14	2824052	249607935	0,011313951	249607935	95934795	0,384341928	95171475	23	26	40	44,5
DOĞAN YAYIN HOL.	2001q1	14	-19797613	269308274	-0,073512829	269308274	133615726	0,496144155	52648400,48	19	24	47	45
DOĞAN YAYIN HOL.	2001q2	14	26846529	335312988	0,080064089	335312988	136351861	0,406640559	78972600,72	32,5	25	42	49,75
DOĞAN YAYIN HOL.	2001q3	14	17720729	311257804	0,056932642	311257804	104629815	0,33615162	24299261,76	32,5	26,5	42,5	50,75
DOĞAN YAYIN HOL.	2001q4	14	100809422	337239342	0,29892545	337239342	99168033	0,294058316	70872846,8	32,5	26,5	44	51,5
DOĞAN YAYIN HOL.	2002q1	14	89378776	363440197	0,2459243	363440197	124032184	0,341272608	166205520	23	21,5	41,5	43
DOĞAN YAYIN HOL.	2002q2	14	126768005	399672829	0,317179442	399672829	158895456	0,397563818	186981210	22,5	18,5	40,5	40,75
DOĞAN YAYIN HOL.	2002q3	14	50612549	526064623	0,096209756	526064623	287323104	0,546174541	177747570	24,5	17	43,5	42,5
DOĞAN YAYIN HOL.	2002q4	14	30095845	633826873	0,047482753	633826873	319721800	0,504430805	191598030	23	17,5	40	40,25
DOĞAN YAYIN HOL.	2003q1	14	-3902170	622205048	-0,006271518	622205048	284514678	0,457268354	204063920	23	21,5	42,5	43,5
DOĞAN YAYIN HOL.	2003q2	14	1353024	609883171	0,002218497	609883171	288100118	0,472385748	228071440	23,5	18	39,5	40,5
DOĞAN YAYIN HOL.	2003q3	14	73186495	831201000	0,088049094	831201000	424099000	0,510224362	381119380	23,5	18,5	34,5	38,25
DOĞAN YAYIN HOL.	2003q4	14	73713000	1394564000	0,052857381	1394564000	624211000	0,447602978	738231240	22,5	17	35,5	37,5
DOĞAN YAYIN HOL.	2004q1	14	145618736	1342206908	0,108492018	1342206908	716142285	0,533555803	699219020	22	18	36	38
DOĞAN YAYIN HOL.	2004q2	14	126905461	1406984004	0,090196804	1406984004	773157131	0,549513803	609190820	22	18	33,5	36,75
DOĞAN YAYIN HOL.	2004q3	14	102146578	1456589033	0,070127246	1456589033	834383985	0,57283418	690216200	20	17	32	34,5
DOĞAN YAYIN HOL.	2004q4	14	165913946	1640023440	0,101165594	1640023440	980140269	0,597637964	819256620	19	17	29,5	32,75
DOĞAN YAYIN HOL.	2005q1	14	195090000	1676254000	0,11638451	1676254000	1057566000	0,630910351	1676221110	19	16,5	30	32,75

DOĞAN YAYIN HOL.	2005q2	14	200386000	1628804000	0,123026466	1628804000	986457000	0,605632722	1658940480	15,5	17	30,5	31,5
DOĞAN YAYIN HOL.	2005q3	14	411119000	1802490000	0,228083928	1802490000	1153791000	0,640109515	1728063000	16	17	31	32
DOĞAN YAYIN HOL.	2005q4	14	287628000	2226507000	0,129183515	2226507000	1586992000	0,712772069	2643936390	18	17	32	33,5
DOĞAN YAYIN HOL.	2006q1	14	498000000	2384613000	0,208838919	2384613000	1553412000	0,65143149	3237220000	18	17	32	33,5
DOĞAN YAYIN HOL.	2006q2	14	549397000	2522346000	0,21781191	2522346000	1805341000	0,71573884	2817355000	15,5	19	34,5	34,5
DOĞAN YAYIN HOL.	2006q3	14	556972000	2458138000	0,226582885	2458138000	1696873000	0,690308274	2464425000	16	16,5	35	33,75
DOĞAN YAYIN HOL.	2006q4	14	554383000	2512992000	0,220606751	2512992000	1721424000	0,685009741	2598295000	16	16	36	34
DOĞAN YAYIN HOL.	2007q1	14	887439000	4034296000	0,219973696	4034296000	2679849000	0,664266826	2702845000	15,5	17	35,5	34
DOĞAN YAYIN HOL.	2007q2	14	779364000	3687586000	0,21134802	3687586000	2335823000	0,633428753	2814175000	15,5	17,5	38	35,5
DOĞAN YAYIN HOL.	2007q3	14	901037000	3804960000	0,236805906	3804960000	2426267000	0,637659003	2690475000	15	17,5	37,5	35
DOĞAN YAYIN HOL.	2007q4	14	925963000	4064146000	0,227837041	4064146000	2691322000	0,662210954	2523480000	15	18,5	38	35,75
DOĞAN YAYIN HOL.	2008q1	14	666175000	4342715000	0,15340058	4342715000	2487835000	0,572875494	1212260000	14,5	18,5	38,5	35,75
DOĞAN YAYIN HOL.	2008q2	14	995168000	4537172000	0,219336626	4537172000	2567719000	0,565929394	760755000	14,5	17,5	40,5	36,25
DOĞAN YAYIN HOL.	2008q3	14	912566000	4480787000	0,203661991	4480787000	2612079000	0,582950941	834975000	15	17,5	40	36,25
DOĞAN YAYIN HOL.	2008q4	14	545587000	4658832000	0,117108108	4658832000	3134785000	0,672869294	352545000	15	22,5	40,5	39
DOĞAN YAYIN HOL.	2009q1	14	419417000	4284577000	0,097889943	4284577000	2988585000	0,697521599	368920000	18,5	21	40,5	40
DOĞAN YAYIN HOL.	2009q2	14	217323000	4262907000	0,05098	4262907000	2930655000	0,687478052	1010520000	17,5	20	41	39,25
DOĞAN YAYIN HOL.	2009q3	14	178997000	4234576000	0,042270348	4234576000	2713985000	0,640910684	802000000	17,5	16	40,5	37
DOĞAN YAYIN HOL.	2009q4	14	345587000	4658832000	0,074178893	4658832000	3084785000	0,662136991	978440000	23,5	15	41,5	40
ECZACIBAŞI İLAÇ	2000q1	15	19187473	108801997	0,176352213	108801997	58457268	0,537281204	4385664	24,5	23,5	43	45,5
ECZACIBAŞI İLAÇ	2000q2	15	22428155	113665222	0,197317654	113665222	59172246	0,520583561	2680128	24,5	22,5	40	43,5
ECZACIBAŞI İLAÇ	2000q3	15	22540190	117902879	0,191175908	117902879	62979836	0,534167075	2314656	24	21	39	42
ECZACIBAŞI İLAÇ	2000q4	15	22429720	126634107	0,177122266	126634107	68324935	0,539546072	2071008	23	26	40	44,5
ECZACIBAŞI İLAÇ	2001q1	15	15642668	144264329	0,108430602	144264329	95658617	0,663078792	1461888	19	24	47	45
ECZACIBAŞI İLAÇ	2001q2	15	4239248	162323833	0,026115992	162323833	110941523	0,683458005	1583712	32,5	25	42	49,75
ECZACIBAŞI İLAÇ	2001q3	15	-10368147	176313349	-0,05880523	176313349	135787780	0,770150308	974592	32,5	26,5	42,5	50,75
ECZACIBAŞI İLAÇ	2001q4	15	-12427761	174958142	-0,071032767	174958142	126473283	0,722877378	1705536	32,5	26,5	44	51,5
ECZACIBAŞI İLAÇ	2002q1	15	3475046	191622387	0,018134864	191622387	124363682	0,649003929	1218200	23	21,5	41,5	43
ECZACIBAŞI İLAÇ	2002q2	15	-8875595	233553696	-0,038002374	233553696	159314943	0,682134112	1705480	22,5	18,5	40,5	40,75
ECZACIBAŞI İLAÇ	2002q3	15	5089742	287932805	0,01767684	287932805	192682529	0,669192692	1705480	24,5	17	43,5	42,5
ECZACIBAŞI İLAÇ	2002q4	15	12191300	300965000	0,040507368	300965000	199978000	0,664456	2314580	23	17,5	40	40,25
ECZACIBAŞI İLAÇ	2003q1	15	3863662	278426621	0,013876769	278426621	170739008	0,613228029	7674870	23	21,5	42,5	43,5
ECZACIBAŞI İLAÇ	2003q2	15	45554160	327647057	0,139034241	327647057	165308739	0,504532958	6943930	23,5	18	39,5	40,5
ECZACIBAŞI İLAÇ	2003q3	15	51600914	373457859	0,138170647	373457859	176893559	0,473664042	10233160	23,5	18,5	34,5	38,25

ECZACIBAŞI İLAÇ	2003q4	15	40740159	503252839	0,08095366	503252839	175196839	0,348128864	13887860	22,5	17	35,5	37,5
ECZACIBAŞI İLAÇ	2004q1	15	77931911	725434748	0,107427872	725434748	267178787	0,368301612	82231200	22	18	36	38
ECZACIBAŞI İLAÇ	2004q2	15	65564337	817061128	0,080244103	817061128	240721751	0,294619023	84058560	22	18	33,5	36,75
ECZACIBAŞI İLAÇ	2004q3	15	83919547	904268949	0,092803747	904268949	246564299	0,272666997	96850080	20	17	32	34,5
ECZACIBAŞI İLAÇ	2004q4	15	176489907	1002382000	0,176070507	1002382000	276947252	0,2726289131	124260480	19	17	29,5	32,75
ECZACIBAŞI İLAÇ	2005q1	15	161697002	1194298966	0,135390724	1194298966	346528131	0,290151914	155325600	19	16,5	30	32,75
ECZACIBAŞI İLAÇ	2005q2	15	163416023	1232829856	0,13255359	1232829856	379771850	0,308048875	204664320	15,5	17	30,5	31,5
ECZACIBAŞI İLAÇ	2005q3	15	99104802	1219394126	0,081273806	1219394126	379215820	0,310987081	204664320	16	17	31	32
ECZACIBAŞI İLAÇ	2005q4	15	81266560	1300936093	0,062467757	1300936093	370472845	0,284774054	226592640	18	17	32	33,5
ECZACIBAŞI İLAÇ	2006q1	15	171265764	1353079206	0,126574825	1353079206	411257150	0,303941667	252175680	18	17	32	33,5
ECZACIBAŞI İLAÇ	2006q2	15	168113382	1444917839	0,116348056	1444917839	532953808	0,368847137	162635040	15,5	19	34,5	34,5
ECZACIBAŞI İLAÇ	2006q3	15	194648150	1402959270	0,138741127	1402959270	481195036	0,342985749	232074720	16	16,5	35	33,75
ECZACIBAŞI İLAÇ	2006q4	15	205240758	1725197825	0,118966506	1725197825	524399599	0,303964908	285068160	16	16	36	34
ECZACIBAŞI İLAÇ	2007q1	15	192729307	1751949657	0,110008473	1751949657	543146454	0,310024008	336234240	15,5	17	35,5	34
ECZACIBAŞI İLAÇ	2007q2	15	89742906	1865671878	0,048102192	1865671878	633031101	0,339304627	316133280	15,5	17,5	38	35,5
ECZACIBAŞI İLAÇ	2007q3	15	670938182	2094934063	0,320266969	2094934063	393938696	0,188043482	270449280	15	17,5	37,5	35
ECZACIBAŞI İLAÇ	2007q4	15	570104059	2086699201	0,273208548	2086699201	427896982	0,205059254	270449280	15	18,5	38	35,75
ECZACIBAŞI İLAÇ	2008q1	15	605266768	2000364649	0,302578217	2000364649	294354305	0,147150323	564654240	14,5	18,5	38,5	35,75
ECZACIBAŞI İLAÇ	2008q2	15	573953957	1974046791	0,290749925	1974046791	285106894	0,144427627	624957120	14,5	17,5	40,5	36,25
ECZACIBAŞI İLAÇ	2008q3	15	527199448	1962988237	0,268569846	1962988237	274941266	0,140062615	575618400	15	17,5	40	36,25
ECZACIBAŞI İLAÇ	2008q4	15	442046063	2023849933	0,218418399	2023849933	292417880	0,14448595	433084320	15	22,5	40,5	39
ECZACIBAŞI İLAÇ	2009q1	15	554996000	2064721000	0,268799513	2064721000	315453000	0,152782386	493387200	18,5	21	40,5	40
ECZACIBAŞI İLAÇ	2009q2	15	482143000	2004056000	0,240583596	2004056000	310940000	0,155155345	751044960	17,5	20	41	39,25
ECZACIBAŞI İLAÇ	2009q3	15	760249000	2275218000	0,334143366	2275218000	304580000	0,133868491	844240320	17,5	16	40,5	37
ECZACIBAŞI İLAÇ	2009q4	15	784889500	2345987000	0,334566858	2345987000	337221570	0,143744006	1337627520	23,5	15	41,5	40
ENKA HOLDİNG	2000q1	16	-996951	13134766	-0,075901695	13134766	3360205	0,255825266	6850000	24,5	23,5	43	45,5
ENKA HOLDİNG	2000q2	16	-221855	13243858	-0,016751539	13243858	1979859	0,149492618	6400000	24,5	22,5	40	43,5
ENKA HOLDİNG	2000q3	16	348198	15576470	0,022354102	15576470	3201702	0,205547342	4900000	24	21	39	42
ENKA HOLDİNG	2000q4	16	-192529	17973550	-0,010711796	17973550	4045283	0,22506867	4700000	23	26	40	44,5
ENKA HOLDİNG	2001q1	16	-272379	20497823	-0,013288192	20497823	5691091	0,27764368	6230000	19	24	47	45
ENKA HOLDİNG	2001q2	16	2580803	22521310	0,114593822	22521310	4508797	0,200201365	7560000	32,5	25	42	49,75
ENKA HOLDİNG	2001q3	16	3185566	27189386	0,117162116	27189386	5957411	0,219107964	7140000	32,5	26,5	42,5	50,75
ENKA HOLDİNG	2001q4	16	4429268	32608861	0,135830197	32608861	7073578	0,216921959	14700000	32,5	26,5	44	51,5
ENKA HOLDİNG	2002q1	16	5220624	34444258	0,151567324	34444258	7532361	0,218682632	53027750	23	21,5	41,5	43

ENKA HOLDİNG	2002q2	16	75503892	338127665	0,223299954	338127665	254491861	0,752650219	45130000	22,5	18,5	40,5	40,75
ENKA HOLDİNG	2002q3	16	93799000	380675000	0,246401786	380675000	269021000	0,706694687	38586150	24,5	17	43,5	42,5
ENKA HOLDİNG	2002q4	16	109524681	403998671	0,271101587	403998671	273427167	0,676802145	39940050	23	17,5	40	40,25
ENKA HOLDİNG	2003q1	16	99781535	424363580	0,235132183	424363580	300677034	0,708536378	215000000	23	21,5	42,5	43,5
ENKA HOLDİNG	2003q2	16	117508622	438104540	0,268220507	438104540	284386652	0,649129662	216000000	23,5	18	39,5	40,5
ENKA HOLDİNG	2003q3	16	133581914	473361319	0,282198626	473361319	295861105	0,625021718	228000000	23,5	18,5	34,5	38,25
ENKA HOLDİNG	2003q4	16	75848176	494440916	0,1534019	494440916	292806368	0,59219688	312000000	22,5	17	35,5	37,5
ENKA HOLDİNG	2004q1	16	525253505	2884546880	0,182092206	2884546880	1819079561	0,630629224	286000000	22	18	36	38
ENKA HOLDİNG	2004q2	16	366042465	3095703967	0,118242076	3095703967	1982243317	0,640320695	270000000	22	18	33,5	36,75
ENKA HOLDİNG	2004q3	16	196002714	3707605761	0,052865037	3707605761	2253028146	0,607677378	312000000	20	17	32	34,5
ENKA HOLDİNG	2004q4	16	251601942	4878217172	0,051576618	4878217172	3095439514	0,634543196	330000000	19	17	29,5	32,75
ENKA HOLDİNG	2005q1	16	967125993	5969722818	0,162005176	5969722818	3958878312	0,663159485	1035000000	19	16,5	30	32,75
ENKA HOLDİNG	2005q2	16	893964796	5860587517	0,152538426	5860587517	3857394806	0,65819251	1188000000	15,5	17	30,5	31,5
ENKA HOLDİNG	2005q3	16	1119290306	6129176728	0,182616745	6129176728	4019058158	0,655725612	1179000000	16	17	31	32
ENKA HOLDİNG	2005q4	16	1012022221	6273443158	0,161318465	6273443158	3970909897	0,632971368	1347000000	18	17	32	33,5
ENKA HOLDİNG	2006q1	16	1225230768	6448916606	0,189990171	6448916606	4022635869	0,623769249	2952000000	18	17	32	33,5
ENKA HOLDİNG	2006q2	16	1424756341	7881543404	0,180771236	7881543404	4893904462	0,620932248	3744000000	15,5	19	34,5	34,5
ENKA HOLDİNG	2006q3	16	1510808359	7906107454	0,191093831	7906107454	4927222436	0,623217236	3582000000	16	16,5	35	33,75
ENKA HOLDİNG	2006q4	16	1436838727	7782635243	0,184621106	7782635243	4767276208	0,612552954	4872000000	16	16	36	34
ENKA HOLDİNG	2007q1	16	1485344117	7924770978	0,187430542	7924770978	4813843500	0,607442602	9144000000	15,5	17	35,5	34
ENKA HOLDİNG	2007q2	16	1340596208	7762175829	0,172708817	7762175829	4665673846	0,601078093	10917000000	15,5	17,5	38	35,5
ENKA HOLDİNG	2007q3	16	1452124614	7801787306	0,186127173	7801787306	4713912575	0,604209316	11133000000	15	17,5	37,5	35
ENKA HOLDİNG	2007q4	16	930253000	9161433000	0,101540119	9161433000	5704430000	0,622656958	14922000000	15	18,5	38	35,75
ENKA HOLDİNG	2008q1	16	1168832000	10518752000	0,111118886	10518752000	6201976000	0,589611391	15912000000	14,5	18,5	38,5	35,75
ENKA HOLDİNG	2008q2	16	1273386000	10265877000	0,124040645	10265877000	5729374000	0,558098836	13680000000	14,5	17,5	40,5	36,25
ENKA HOLDİNG	2008q3	16	1402784000	10369537000	0,135279328	10369537000	5865160000	0,565614453	8496000000	15	17,5	40	36,25
ENKA HOLDİNG	2008q4	16	1715675000	11746868000	0,146053825	11746868000	6418138000	0,546370147	5100000000	15	22,5	40,5	39
ENKA HOLDİNG	2009q1	16	2122225000	12974828000	0,163564789	12974828000	7252464000	0,558964173	8586000000	18,5	21	40,5	40
ENKA HOLDİNG	2009q2	16	1526849000	11464984000	0,133174979	11464984000	5995725000	0,522959735	7020000000	17,5	20	41	39,25
ENKA HOLDİNG	2009q3	16	1742917000	11204804000	0,155550869	11204804000	5496588000	0,490556372	9162000000	17,5	16	40,5	37
ENKA HOLDİNG	2009q4	16	1710107000	11876546000	0,143990265	11876546000	5888871000	0,495840373	9828000000	23,5	15	41,5	40
EREĞLİ DEMİR ÇELİK	2000q1	17	151435557	315785273	0,47955231	315785273	-61155085	-0,193660345	28828800	24,5	23,5	43	45,5
EREĞLİ DEMİR ÇELİK	2000q2	17	179750936	828582257	0,21693795	828582257	376224414	0,454058014	26611200	24,5	22,5	40	43,5
EREĞLİ DEMİR ÇELİK	2000q3	17	191389998	905451476	0,211375212	905451476	419734236	0,463563479	20401920	24	21	39	42

EREĞLİ DEMİR CELİK	2000q4	17	170327147	992645936	0,171589024	992645936	443484834	0,446770412	14636160	23	26	40	44,5
EREĞLİ DEMİR CELİK	2001q1	17	135726336	1072679332	0,126530205	1072679332	585272936	0,545617799	11088000	19	24	47	45
EREĞLİ DEMİR CELİK	2001q2	17	221054413	1456267327	0,151795216	1456267327	815799752	0,560199173	15079680	32,5	25	42	49,75
EREĞLİ DEMİR CELİK	2001q3	17	214396965	1649050557	0,130012366	1649050557	971354669	0,589038744	14192640	32,5	26,5	42,5	50,75
EREĞLİ DEMİR CELİK	2001q4	17	145170123	1627564533	0,089194696	1627564533	877346675	0,539054924	19514880	32,5	26,5	44	51,5
EREĞLİ DEMİR CELİK	2002q1	17	106804690	1793363068	0,059555531	1793363068	891446545	0,49708091	15966720	23	21,5	41,5	43
EREĞLİ DEMİR CELİK	2002q2	17	-30547734	1959524336	-0,015589362	1959524336	1097665628	0,560169429	16853760	22,5	18,5	40,5	40,75
EREĞLİ DEMİR CELİK	2002q3	17	1270513	2171039745	0,000585209	2171039745	1156726855	0,532798562	16853760	24,5	17	43,5	42,5
EREĞLİ DEMİR CELİK	2002q4	17	131385824	2360239321	0,055666314	2360239321	1123995666	0,476221058	17297280	23	17,5	40	40,25
EREĞLİ DEMİR CELİK	2003q1	17	221931450	2672951441	0,083028613	2672951441	1228145113	0,459471539	16410240	23	21,5	42,5	43,5
EREĞLİ DEMİR CELİK	2003q2	17	264506602	2738388051	0,096592082	2738388051	994804763	0,363281151	20845440	23,5	18	39,5	40,5
EREĞLİ DEMİR CELİK	2003q3	17	260586995	2884546880	0,09033897	2884546880	1011452972	0,350645358	29272320	23,5	18,5	34,5	38,25
EREĞLİ DEMİR CELİK	2003q4	17	304690432	3095703967	0,098423633	3095703967	1073580592	0,346796917	43464960	22,5	17	35,5	37,5
EREĞLİ DEMİR CELİK	2004q1	17	264095032	3707605761	0,071230613	3707605761	969217710	0,261413368	585446400	22	18	36	38
EREĞLİ DEMİR CELİK	2004q2	17	841666765	4878217172	0,172535731	4878217172	1993670292	0,408688302	453720960	22	18	33,5	36,75
EREĞLİ DEMİR CELİK	2004q3	17	1011235200	5900876000	0,171370352	5900876000	2805172033	0,475382305	663505920	20	17	32	34,5
EREĞLİ DEMİR CELİK	2004q4	17	1007810485	6096051654	0,165321841	6096051654	2219491654	0,364086753	731808000	19	17	29,5	32,75
EREĞLİ DEMİR CELİK	2005q1	17	873861228	6388369935	0,13678939	6388369935	2033516663	0,318315421	780595200	19	16,5	30	32,75
EREĞLİ DEMİR CELİK	2005q2	17	1552067838	6478181758	0,239583867	6478181758	1982726351	0,306062168	804988800	15,5	17	30,5	31,5
EREĞLİ DEMİR CELİK	2005q3	17	1566468016	6638520343	0,235966441	6638520343	2095934434	0,315723132	1234316160	16	17	31	32
EREĞLİ DEMİR CELİK	2005q4	17	1272736123	7190977304	0,176990702	7190977304	2389547412	0,332298005	1244073600	18	17	32	33,5
EREĞLİ DEMİR CELİK	2006q1	17	1036250455	7304726848	0,141860261	7304726848	2568146680	0,351573267	1136741760	18	17	32	33,5
EREĞLİ DEMİR CELİK	2006q2	17	1251835519	7827002690	0,159938046	7827002690	3010684610	0,384653581	1078197120	15,5	19	34,5	34,5
EREĞLİ DEMİR CELİK	2006q3	17	1563234446	8398194814	0,186139341	8398194814	3281186470	0,3907014	965986560	16	16,5	35	33,75
EREĞLİ DEMİR CELİK	2006q4	17	1769256603	8688113113	0,203641065	8688113113	3288880574	0,378549465	1287982080	16	16	36	34
EREĞLİ DEMİR CELİK	2007q1	17	1636187442	9030257415	0,181189457	9030257415	3560451839	0,394280215	3435157330	15,5	17	35,5	34
EREĞLİ DEMİR CELİK	2007q2	17	1411123060	9020717407	0,156431356	9020717407	3313111646	0,367278066	3452037710	15,5	17,5	38	35,5
EREĞLİ DEMİR CELİK	2007q3	17	1335430658	9201182987	0,145136844	9201182987	3322965815	0,361145498	4878429820	15	17,5	37,5	35
EREĞLİ DEMİR CELİK	2007q4	17	1678020214	9990675568	0,167958633	9990675568	4089799568	0,409361663	4447980130	15	18,5	38	35,75
EREĞLİ DEMİR CELİK	2008q1	17	1907574466	10791047743	0,176773795	10791047743	4694996089	0,435082506	5491326140	14,5	18,5	38,5	35,75
EREĞLİ DEMİR CELİK	2008q2	17	2036425260	11164553214	0,182400963	11164553214	4439110578	0,397607544	8248477340	14,5	17,5	40,5	36,25
EREĞLİ DEMİR CELİK	2008q3	17	2645381257	11810529268	0,223984988	11810529268	4483788365	0,379643305	5319004190	15	17,5	40	36,25
EREĞLİ DEMİR CELİK	2008q4	17	2741215634	12345678000	0,222038485	12345678000	4518675310	0,36601273	3400486480	15	22,5	40,5	39
EREĞLİ DEMİR CELİK	2009q1	17	2993580444	12567897500	0,238192621	12567897500	4169702686	0,331774084	3584000000	18,5	21	40,5	40

EREĞLİ DEMİR CELİK	2009q2	17	3097112327	13450987000	0,230251678	13450987000	4762873887	0,354091033	5104000000	17,5	20	41	39,25
EREĞLİ DEMİR CELİK	2009q3	17	3372184586	13888076000	0,242811501	13888076000	4857818585	0,34978341	7360000000	17,5	16	40,5	37
EREĞLİ DEMİR CELİK	2009q4	17	3001149274	14123456000	0,212493973	14123456000	5102738593	0,361295323	6944000000	23,5	15	41,5	40
FORD OTOSAN	2000q1	18	107824087	255493083	0,422023507	255493083	173531586	0,679202677	50297100	24,5	23,5	43	45,5
FORD OTOSAN	2000q2	18	122324934	307320256	0,39803733	307320256	200072799	0,651023794	56438025	24,5	22,5	40	43,5
FORD OTOSAN	2000q3	18	125325681	345946616	0,362268845	345946616	218183401	0,630685172	53806200	24	21	39	42
FORD OTOSAN	2000q4	18	105229093	392823438	0,267878856	392823438	246787469	0,628240184	46788000	23	26	40	44,5
FORD OTOSAN	2001q1	18	93284877	459926577	0,202825585	459926577	323760357	0,703939222	38307675	19	24	47	45
FORD OTOSAN	2001q2	18	57578103	508069263	0,113327271	508069263	372016167	0,732215456	64041075	32,5	25	42	49,75
FORD OTOSAN	2001q3	18	16092574	620782679	0,02592304	620782679	507396602	0,817349806	39184950	32,5	26,5	42,5	50,75
FORD OTOSAN	2001q4	18	-74774213	712347780	-0,10496869	712347780	584772041	0,82090807	64918350	32,5	26,5	44	51,5
FORD OTOSAN	2002q1	18	-128912044	737003622	-0,174913718	737003622	593267792	0,804972695	168143800	23	21,5	41,5	43
FORD OTOSAN	2002q2	18	-232996834	857446157	-0,271733487	857446157	797901632	0,93055596	162295320	22,5	18,5	40,5	40,75
FORD OTOSAN	2002q3	18	-9746085	1021033938	-0,00954531	1021033938	958126626	0,938388618	144018820	24,5	17	43,5	42,5
FORD OTOSAN	2002q4	18	-262272606	1127603401	-0,232592954	1127603401	1036608994	0,919302827	144018820	23	17,5	40	40,25
FORD OTOSAN	2003q1	18	-348238815	1174591643	-0,296476496	1174591643	1059290799	0,901837507	649183500	23	21,5	42,5	43,5
FORD OTOSAN	2003q2	18	-243612272	1232918668	-0,197589896	1232918668	963573983	0,781538968	751532250	23,5	18	39,5	40,5
FORD OTOSAN	2003q3	18	-187177054	1361797351	-0,137448537	1361797351	988672838	0,726005846	1081972500	23,5	18,5	34,5	38,25
FORD OTOSAN	2003q4	18	33834174	1597543093	0,02117888	1597543093	1085686717	0,679597766	1541079750	22,5	17	35,5	37,5
FORD OTOSAN	2004q1	18	25111120	1633374539	0,015373767	1633374539	954862948	0,58459522	1877368500	22	18	36	38
FORD OTOSAN	2004q2	18	25729588	1949012515	0,013201346	1949012515	1210937162	0,621308048	1886141250	22	18	33,5	36,75
FORD OTOSAN	2004q3	18	139781323	2222345678	0,062898101	2222345678	1364899521	0,614170664	2096687250	20	17	32	34,5
FORD OTOSAN	2004q4	18	162578647	2398765000	0,067775979	2398765000	1271161599	0,529923356	1900762500	19	17	29,5	32,75
FORD OTOSAN	2005q1	18	295994000	2528015000	0,117085539	2528015000	1040625000	0,411637194	2280915000	19	16,5	30	32,75
FORD OTOSAN	2005q2	18	402029367	2599529708	0,154654654	2599529708	997414060	0,383690195	2386188000	15,5	17	30,5	31,5
FORD OTOSAN	2005q3	18	268982588	2534392997	0,106132943	2534392997	1008315766	0,397852964	2666916000	16	17	31	32
FORD OTOSAN	2005q4	18	301519855	2635550015	0,114404907	2635550015	1031041621	0,391205485	3435408900	18	17	32	33,5
FORD OTOSAN	2006q1	18	375642764	2784804989	0,13489015	2784804989	1226733893	0,440509802	3491554500	18	17	32	33,5
FORD OTOSAN	2006q2	18	433845208	2954346099	0,146849825	2954346099	1250133795	0,423150759	3084498900	15,5	19	34,5	34,5
FORD OTOSAN	2006q3	18	123098206	2678301552	0,045961294	2678301552	1184868592	0,442395514	3133626300	16	16,5	35	33,75
FORD OTOSAN	2006q4	18	220220581	2824297300	0,077973583	2824297300	1192884444	0,422365041	3607354800	16	16	36	34
FORD OTOSAN	2007q1	18	255361038	2943746651	0,086746948	2943746651	1416949014	0,481342039	3860010000	15,5	17	35,5	34
FORD OTOSAN	2007q2	18	492936328	2888580899	0,170649999	2888580899	1236279302	0,427988464	4074065100	15,5	17,5	38	35,5
FORD OTOSAN	2007q3	18	719516990	3006197325	0,239344565	3006197325	1227987471	0,408485318	4238992800	15	17,5	37,5	35

FORD OTOSAN	2007q4	18	674764487	3037876731	0,222117139	3037876731	1322059127	0,435191828	4007392200	15	18,5	38	35,75
FORD OTOSAN	2008q1	18	923847260	3320071747	0,278261234	3320071747	1437241938	0,432894843	3445936200	14,5	18,5	38,5	35,75
FORD OTOSAN	2008q2	18	781632069	3188199618	0,245164093	3188199618	1420098360	0,445423289	3070462500	14,5	17,5	40,5	36,25
FORD OTOSAN	2008q3	18	862741470	3095465705	0,278711364	3095465705	1240382980	0,40070965	2456370000	15	17,5	40	36,25
FORD OTOSAN	2008q4	18	764315320	2707145762	0,282332533	2707145762	995385300	0,367688107	1529967600	15	22,5	40,5	39
FORD OTOSAN	2009q1	18	771584656	2861263876	0,269665676	2861263876	1209509935	0,422718766	1593131400	18,5	21	40,5	40
FORD OTOSAN	2009q2	18	854209176	2967523090	0,287852579	2967523090	1230209514	0,414557689	2105460000	17,5	20	41	39,25
FORD OTOSAN	2009q3	18	951015673	3059483610	0,310841892	3059483610	1230016233	0,402033934	3263463000	17,5	16	40,5	37
FORD OTOSAN	2009q4	18	975778122	3123456793	0,312403272	3123456793	1255913234	0,402090798	3105553500	23,5	15	41,5	40
FORTIS	2000q1	19	195090000	1027290872	0,189907265	1027290872	954475306	0,929118843	19000000	24,5	23,5	43	45,5
FORTIS	2000q2	19	200386000	1133032755	0,176858082	1133032755	1006407131	0,888241868	17000000	24,5	22,5	40	43,5
FORTIS	2000q3	19	411119000	1172718000	0,350569361	1172718000	1045680000	0,891672167	14000000	24	21	39	42
FORTIS	2000q4	19	287628000	1148922000	0,250345976	1148922000	1015067000	0,883495137	10000000	23	26	40	44,5
FORTIS	2001q1	19	498000000	1766606000	0,281896473	1766606000	1564769000	0,885748718	9000000	19	24	47	45
FORTIS	2001q2	19	549397000	1623743000	0,33835219	1623743000	1420597000	0,8748903	18000000	32,5	25	42	49,75
FORTIS	2001q3	19	556972000	1948174000	0,285894381	1948174000	1744066000	0,895231124	10000000	32,5	26,5	42,5	50,75
FORTIS	2001q4	19	554383000	2535031000	0,218688844	2535031000	2170832000	0,856333512	23000000	32,5	26,5	44	51,5
FORTIS	2002q1	19	887439000	2534841000	0,350096515	2534841000	2138562000	0,843667118	38800000	23	21,5	41,5	43
FORTIS	2002q2	19	779364000	3211397000	0,242686905	3211397000	2801223000	0,872275524	40740000	22,5	18,5	40,5	40,75
FORTIS	2002q3	19	901037000	3678566000	0,244942459	3678566000	3221689460	0,875800369	36860000	24,5	17	43,5	42,5
FORTIS	2002q4	19	925963000	4008745000	0,230985757	4008745000	3544600197	0,88421693	38800000	23	17,5	40	40,25
FORTIS	2003q1	19	666175000	4345679000	0,153295952	4345679000	3880092225	0,892862134	51604000	23	21,5	42,5	43,5
FORTIS	2003q2	19	739315128	4567890000	0,161850467	4567890000	4002303225	0,87618205	59752000	23,5	18	39,5	40,5
FORTIS	2003q3	19	490710245	4900876000	0,100127048	4900876000	4298684000	0,87712564	67900000	23,5	18,5	34,5	38,25
FORTIS	2003q4	19	775456000	5517743351	0,140538613	5517743351	4928421351	0,893195105	130368000	22,5	17	35,5	37,5
FORTIS	2004q1	19	1386109000	5621096000	0,246590523	5621096000	4829783000	0,859224429	236563600	22	18	36	38
FORTIS	2004q2	19	789072000	5801925000	0,136001758	5801925000	5028399000	0,866677697	243842480	22	18	33,5	36,75
FORTIS	2004q3	19	933044891	6356943803	0,146775702	6356943803	5505739803	0,866098549	265679120	20	17	32	34,5
FORTIS	2004q4	19	632644667	6975955132	0,090689326	6975955132	6075078632	0,870859763	396698960	19	17	29,5	32,75
FORTIS	2005q1	19	177049939	7188618000	0,024629204	7188618000	6239884000	0,868022755	594102740	19	16,5	30	32,75
FORTIS	2005q2	19	494997000	7750116000	0,063869625	7750116000	6798851000	0,877257966	709837040	15,5	17	30,5	31,5
FORTIS	2005q3	19	800155912	7419815000	0,107840413	7419815000	6395447000	0,861941571	783135430	16	17	31	32
FORTIS	2005q4	19	590359935	7657358000	0,077097079	7657358000	6634151000	0,866375975	1161200810	18	17	32	33,5
FORTIS	2006q1	19	691975638	8419950000	0,082182868	8419950000	7376554000	0,876080499	1099475850	18	17	32	33,5

FORTIS	2006q2	19	2214549794	10113183000	0,218976537	10113183000	9112155000	0,901017513	675116750	15,5	19	34,5	34,5
FORTIS	2006q3	19	2395340083	9630311000	0,248729255	9630311000	8571867000	0,890092438	752272950	16	16,5	35	33,75
FORTIS	2006q4	19	2489946319	8644050000	0,288053206	8644050000	7529356000	0,871044938	933590020	16	16	36	34
FORTIS	2007q1	19	2545084796	8790876500	0,289514339	8790876500	7434090500	0,845659759	1990000000	15,5	17	35,5	34
FORTIS	2007q2	19	2566357657	8441961000	0,304000179	8441961000	6875234000	0,814411959	2620000000	15,5	17,5	38	35,5
FORTIS	2007q3	19	2773487032	9986775000	0,277715983	9986775000	8393767000	0,840488246	2760000000	15	17,5	37,5	35
FORTIS	2007q4	19	2911323548	9891211000	0,294334389	9891211000	8241835000	0,833248325	2240000000	15	18,5	38	35,75
FORTIS	2008q1	19	3160819000	10997296000	0,287417834	10997296000	9317064000	0,847214079	1365000000	14,5	18,5	38,5	35,75
FORTIS	2008q2	19	3563704000	10975082000	0,324708645	10975082000	9220797000	0,840157459	945000000	14,5	17,5	40,5	36,25
FORTIS	2008q3	19	3296963000	10643375000	0,309766686	10643375000	8846121000	0,831138713	1071000000	15	17,5	40	36,25
FORTIS	2008q4	19	2747759000	11914926000	0,230614861	11914926000	10109917000	0,848508585	766500000	15	22,5	40,5	39
FORTIS	2009q1	19	1472515000	11399654000	0,129171903	11399654000	9528356000	0,83584607	819000000	18,5	21	40,5	40
FORTIS	2009q2	19	1969543000	11400987000	0,172751973	11400987000	9500422200	0,833298222	1449000000	17,5	20	41	39,25
FORTIS	2009q3	19	2554704000	11384516000	0,224401635	11384516000	9474216000	0,832201914	1848000000	17,5	16	40,5	37
FORTIS	2009q4	19	2566471000	11876567000	0,216095358	11876567000	9876111000	0,831562774	2194500000	23,5	15	41,5	40
GARANTİ BANKASI	2000q1	20	1078185285	5193908658	0,207586493	5193908658	4593073619	0,88431929	135200000	24,5	23,5	43	45,5
GARANTİ BANKASI	2000q2	20	2067609600	5281272000	0,391498412	5281272000	4683406000	0,886795075	135200000	24,5	22,5	40	43,5
GARANTİ BANKASI	2000q3	20	1890215223	6004949000	0,314776233	6004949000	5417489000	0,902170693	104000000	24	21	39	42
GARANTİ BANKASI	2000q4	20	1857539234	6609701000	0,281032264	6609701000	5997288000	0,907346338	676000000	23	26	40	44,5
GARANTİ BANKASI	2001q1	20	505978000	7632938000	0,066288761	7632938000	6824337000	0,894064252	546000000	19	24	47	45
GARANTİ BANKASI	2001q2	20	614520445	8876706000	0,069228433	8876706000	7998219000	0,901034573	114400000	32,5	25	42	49,75
GARANTİ BANKASI	2001q3	20	1403176480	10393762000	0,13500179	10393762000	9488154000	0,912870046	650000000	32,5	26,5	42,5	50,75
GARANTİ BANKASI	2001q4	20	439410000	16143925000	0,027218288	16143925000	14926807000	0,924608297	137800000	32,5	26,5	44	51,5
GARANTİ BANKASI	2002q1	20	1520111000	16100976000	0,094411109	16100976000	14534249000	0,902693663	427543920	23	21,5	41,5	43
GARANTİ BANKASI	2002q2	20	1263687000	15498361000	0,081536815	15498361000	13905353000	0,897214422	316699200	22,5	18,5	40,5	40,75
GARANTİ BANKASI	2002q3	20	2000000000	17029461000	0,117443529	17029461000	15380085000	0,903145731	245441880	24,5	17	43,5	42,5
GARANTİ BANKASI	2002q4	20	1531100000	17529461000	0,087344386	17529461000	15849229000	0,904148108	356286600	23	17,5	40	40,25
GARANTİ BANKASI	2003q1	20	1405473350	18029461000	0,077954263	18029461000	16275176000	0,902698977	279492920	23	21,5	42,5	43,5
GARANTİ BANKASI	2003q2	20	1000000000	18230049555	0,054854486	18230049555	16432795555	0,901412555	337035580	23,5	18	39,5	40,5
GARANTİ BANKASI	2003q3	20	1888115555	20029461000	0,094266918	20029461000	18224452000	0,909882298	468561660	23,5	18,5	34,5	38,25
GARANTİ BANKASI	2003q4	20	3000000000	21029461000	0,142657009	21029461000	19158163000	0,911015408	739834200	22,5	17	35,5	37,5
GARANTİ BANKASI	2004q1	20	3000000000	22555561000	0,133004894	22555561000	20654996200	0,915738527	1260000000	22	18	36	38
GARANTİ BANKASI	2004q2	20	3526100000	24300500765	0,145104006	24300500765	21990200765	0,904927885	1176000000	22	18	33,5	36,75
GARANTİ BANKASI	2004q3	20	4271039765	25909424000	0,16484503	25909424000	23308968000	0,899632813	1344000000	20	17	32	34,5

GARANTİ BANKASI	2004q4	20	4879963000	28065000000	0,173880741	28065000000	25208213000	0,898208195	1656000000	19	17	29,5	32,75
GARANTİ BANKASI	2005q1	20	5509439000	30331567000	0,181640434	30331567000	27246945000	0,898303243	3339000000	19	16,5	30	32,75
GARANTİ BANKASI	2005q2	20	9156286220	33063468000	0,276930606	33063468000	29649872000	0,896756263	3906000000	15,5	17	30,5	31,5
GARANTİ BANKASI	2005q3	20	11956360900	36546232000	0,327157144	36546232000	32871865000	0,899459758	4788000000	16	17	31	32
GARANTİ BANKASI	2005q4	20	12169567999	41347840016	0,294321735	41347840016	37439069775	0,905466156	5817000000	18	17	32	33,5
GARANTİ BANKASI	2006q1	20	10419756015	44061383000	0,236482727	44061383000	39900020000	0,905555325	5943000000	18	17	32	33,5
GARANTİ BANKASI	2006q2	20	7813124655	53323714000	0,146522514	53323714000	49367401000	0,925805749	4725000000	15,5	19	34,5	34,5
GARANTİ BANKASI	2006q3	20	7165932766	54122678000	0,132401667	54122678000	49681475000	0,917941921	5376000000	16	16,5	35	33,75
GARANTİ BANKASI	2006q4	20	7116321000	50286913000	0,141514374	50286913000	45616620000	0,907127069	5628000000	16	16	36	34
GARANTİ BANKASI	2007q1	20	9519919445	53456786000	0,178086267	53456786000	48205910000	0,901773444	7497000000	15,5	17	35,5	34
GARANTİ BANKASI	2007q2	20	6960749235	57492868000	0,121071526	57492868000	51518895000	0,896091929	8883000000	15,5	17,5	38	35,5
GARANTİ BANKASI	2007q3	20	1703887000	66952937000	0,025449025	66952937000	60278374000	0,900309631	11193000000	15	17,5	37,5	35
GARANTİ BANKASI	2007q4	20	1542092000	67578482000	0,022819276	67578482000	60695363000	0,898146292	12684000000	15	18,5	38	35,75
GARANTİ BANKASI	2008q1	20	1911340000	71981423000	0,02655324	71981423000	64968592000	0,902574432	14490000000	14,5	18,5	38,5	35,75
GARANTİ BANKASI	2008q2	20	5648927000	47779445000	0,11822923	47779445000	39811747000	0,833240047	11592000000	14,5	17,5	40,5	36,25
GARANTİ BANKASI	2008q3	20	3045634000	78994254000	0,038555133	78994254000	70241203000	0,889193827	13146000000	15	17,5	40	36,25
GARANTİ BANKASI	2008q4	20	2513965000	85678000000	0,029342013	85678000000	76443400000	0,892217372	10668000000	15	22,5	40,5	39
GARANTİ BANKASI	2009q1	20	1206309000	94772407000	0,012728483	94772407000	84583075000	0,892486301	9702000000	18,5	21	40,5	40
GARANTİ BANKASI	2009q2	20	205965000	93493799000	0,00220298	93493799000	82282115000	0,880080988	17178000000	17,5	20	41	39,25
GARANTİ BANKASI	2009q3	20	3089880000	1,00811E+11	0,030650224	1,00811E+11	88444847000	0,877333219	23268000000	17,5	16	40,5	37
GARANTİ BANKASI	2009q4	20	2575034755	1,03457E+11	0,024889955	1,03457E+11	90579799000	0,875532698	25536000000	23,5	15	41,5	40
GLOBAL MEN. DEĞ.	2000q1	21	9334493	35396981	0,263708733	35396981	18791123	0,530867957	18112500	24,5	23,5	43	45,5
GLOBAL MEN. DEĞ.	2000q2	21	10816705	40879041	0,264602709	40879041	22515922	0,550793792	27300000	24,5	22,5	40	43,5
GLOBAL MEN. DEĞ.	2000q3	21	17959859	53374233	0,336489313	53374233	30157363	0,565017262	19687500	24	21	39	42
GLOBAL MEN. DEĞ.	2000q4	21	10974443	31472779	0,348696345	31472779	19901448	0,632338441	9975000	23	26	40	44,5
GLOBAL MEN. DEĞ.	2001q1	21	1913014	32008734	0,059765375	32008734	22985048	0,718086757	11725000	19	24	47	45
GLOBAL MEN. DEĞ.	2001q2	21	9954294	34360730	0,289699724	34360730	17693302	0,514928001	17150000	32,5	25	42	49,75
GLOBAL MEN. DEĞ.	2001q3	21	9659900	28708033	0,3364877	28708033	14718983	0,512713044	9100000	32,5	26,5	42,5	50,75
GLOBAL MEN. DEĞ.	2001q4	21	8736696	39114634	0,223361313	39114634	20665658	0,528335712	25375000	32,5	26,5	44	51,5
GLOBAL MEN. DEĞ.	2002q1	21	3256900	46763323	0,069646462	46763323	22479850	0,48071541	26400000	23	21,5	41,5	43
GLOBAL MEN. DEĞ.	2002q2	21	-2376462	51934864	-0,04575851	51934864	30323463	0,58387489	14000000	22,5	18,5	40,5	40,75
GLOBAL MEN. DEĞ.	2002q3	21	11914529	57473534	0,207304618	57473534	17166036	0,298677231	11200000	24,5	17	43,5	42,5
GLOBAL MEN. DEĞ.	2002q4	21	11079001	53456780	0,207251559	53456780	15802780	0,29561788	11800000	23	17,5	40	40,25
GLOBAL MEN. DEĞ.	2003q1	21	9211727	49568967	0,185836574	49568967	14966019	0,301923157	15600000	23	21,5	42,5	43,5

GLOBAL MEN. DEĞ.	2003q2	21	7863370	50340977	0,156202173	50340977	18107034	0,359687775	23600000	23,5	18	39,5	40,5
GLOBAL MEN. DEĞ.	2003q3	21	6772974	58473702	0,115829403	58473702	27423604	0,468990385	22800000	23,5	18,5	34,5	38,25
GLOBAL MEN. DEĞ.	2003q4	21	19321320	60979796	0,316847895	60979796	23917695	0,39222327	34800000	22,5	17	35,5	37,5
GLOBAL MEN. DEĞ.	2004q1	21	25699012	87675000	0,293116761	87675000	38106033	0,434628263	72000000	22	18	36	38
GLOBAL MEN. DEĞ.	2004q2	21	25521190	116376443	0,219298591	116376443	66035466	0,567429836	55500000	22	18	33,5	36,75
GLOBAL MEN. DEĞ.	2004q3	21	18947026	130403835	0,145295006	130403835	71930133	0,551595227	63750000	20	17	32	34,5
GLOBAL MEN. DEĞ.	2004q4	21	22004701	155675000	0,141350255	155675000	94695204	0,608287805	58500000	19	17	29,5	32,75
GLOBAL MEN. DEĞ.	2005q1	21	32529696	172657370	0,188406067	172657370	92876081	0,537921324	88875000	19	16,5	30	32,75
GLOBAL MEN. DEĞ.	2005q2	21	18935355	177745200	0,106530894	177745200	93892107	0,528239902	79875000	15,5	17	30,5	31,5
GLOBAL MEN. DEĞ.	2005q3	21	7617918	176576900	0,043142212	176576900	87000904	0,492708299	103500000	16	17	31	32
GLOBAL MEN. DEĞ.	2005q4	21	51504688	236171487	0,218081737	236171487	103766027	0,439367293	164250000	18	17	32	33,5
GLOBAL MEN. DEĞ.	2006q1	21	49961186	259586640	0,192464396	259586640	119810716	0,46154423	144000000	18	17	32	33,5
GLOBAL MEN. DEĞ.	2006q2	21	48362901	255079215	0,189599537	255079215	111636506	0,437654264	115875000	15,5	19	34,5	34,5
GLOBAL MEN. DEĞ.	2006q3	21	61273913	279432239	0,219280042	279432239	130992000	0,468779123	135000000	16	16,5	35	33,75
GLOBAL MEN. DEĞ.	2006q4	21	31477438	301511414	0,104398827	301511414	143377371	0,475528834	127125000	16	16	36	34
GLOBAL MEN. DEĞ.	2007q1	21	134438802	430052648	0,312610102	430052648	162269428	0,377324564	213750000	15,5	17	35,5	34
GLOBAL MEN. DEĞ.	2007q2	21	113009781	507620978	0,222626302	507620978	228764263	0,450659592	263250000	15,5	17,5	38	35,5
GLOBAL MEN. DEĞ.	2007q3	21	157780100	645678000	0,244363444	645678000	344690344	0,533842479	337500000	15	17,5	37,5	35
GLOBAL MEN. DEĞ.	2007q4	21	173890715	777663096	0,223606747	777663096	473559787	0,608952372	355500000	15	18,5	38	35,75
GLOBAL MEN. DEĞ.	2008q1	21	132920260	796378255	0,166905938	796378255	457718682	0,574750352	184503280	14,5	18,5	38,5	35,75
GLOBAL MEN. DEĞ.	2008q2	21	82417779	770991961	0,106898364	770991961	440180902	0,570928005	155252760	14,5	17,5	40,5	36,25
GLOBAL MEN. DEĞ.	2008q3	21	83555844	797060281	0,104830018	797060281	465026199	0,583426637	150752680	15	17,5	40	36,25
GLOBAL MEN. DEĞ.	2008q4	21	78179599	812890084	0,096174871	812890084	505415870	0,621751796	63001120	15	22,5	40,5	39
GLOBAL MEN. DEĞ.	2009q1	21	36016883	818225255	0,044018298	818225255	518639868	0,633859521	60751080	18,5	21	40,5	40
GLOBAL MEN. DEĞ.	2009q2	21	118854379	833981098	0,142514476	833981098	432619061	0,518739648	144002560	17,5	20	41	39,25
GLOBAL MEN. DEĞ.	2009q3	21	223861995	806905974	0,277432566	806905974	402901256	0,499316239	195753480	17,5	16	40,5	37
GLOBAL MEN. DEĞ.	2009q4	21	130889000	856786000	0,152767436	856786000	415798350	0,485300122	162002880	23,5	15	41,5	40
HÜRRİYET GZT.	2000q1	22	7182496	128932788	0,055707288	128932788	65125782	0,5051142	46019297,6	24,5	23,5	43	45,5
HÜRRİYET GZT.	2000q2	22	45019351	148044002	0,304094394	148044002	54393626	0,367415263	35447296,8	24,5	22,5	40	43,5
HÜRRİYET GZT.	2000q3	22	60766783	164189882	0,370100656	164189882	63640608	0,387603714	37312944	24	21	39	42
HÜRRİYET GZT.	2000q4	22	66559612	180459544	0,368833981	180459544	69992020	0,387854355	24253413,6	23	26	40	44,5
HÜRRİYET GZT.	2001q1	22	60109761	197737585	0,303987535	197737585	98995430	0,500640432	25074366,96	19	24	47	45
HÜRRİYET GZT.	2001q2	22	83687801	237867487	0,351825304	237867487	105115269	0,441906838	43880142,18	32,5	25	42	49,75
HÜRRİYET GZT.	2001q3	22	85309650	290876555	0,293284723	290876555	-1132558445	-3,893605124	33432489,28	32,5	26,5	42,5	50,75

HÜRRİYET GZT.	2001q4	22	91572140	314436229	0,291226429	314436229	162288847	0,516126426	68954509,14	32,5	26,5	44	51,5
HÜRRİYET GZT.	2002q1	22	86516774	327935693	0,263822377	327935693	165230052	0,503848942	120968350	23	21,5	41,5	43
HÜRRİYET GZT.	2002q2	22	129188394	384782738	0,335743736	384782738	181894016	0,472718753	154489700	22,5	18,5	40,5	40,75
HÜRRİYET GZT.	2002q3	22	149126711	396533710	0,376075746	396533710	167515757	0,42245023	113681100	24,5	17	43,5	42,5
HÜRRİYET GZT.	2002q4	22	160072793	422710843	0,37868154	422710843	169020799	0,399849689	144287550	23	17,5	40	40,25
HÜRRİYET GZT.	2003q1	22	132122496	432430338	0,305534752	432430338	197246714	0,456135235	161794380	23	21,5	42,5	43,5
HÜRRİYET GZT.	2003q2	22	175805106	451966767	0,388977949	451966767	138989356	0,307521186	225531560	23,5	18	39,5	40,5
HÜRRİYET GZT.	2003q3	22	163980807	456452449	0,35925058	456452449	115496601	0,253030959	279463020	23,5	18,5	34,5	38,25
HÜRRİYET GZT.	2003q4	22	185440232	594487153	0,311933119	594487153	228678800	0,384665672	441257400	22,5	17	35,5	37,5
HÜRRİYET GZT.	2004q1	22	196309010	611713542	0,320916567	611713542	167612224	0,274004436	729300250	22	18	36	38
HÜRRİYET GZT.	2004q2	22	201809999	635870241	0,317376071	635870241	192680002	0,303017801	650119080	22	18	33,5	36,75
HÜRRİYET GZT.	2004q3	22	202363425	795295774	0,254450522	795295774	315384195	0,396562141	750137400	20	17	32	34,5
HÜRRİYET GZT.	2004q4	22	211989757	805265235	0,263254575	805265235	268210881	0,333071477	862658010	19	17	29,5	32,75
HÜRRİYET GZT.	2005q1	22	217923204	861895724	0,252841728	861895724	267408571	0,310256292	750137400	19	16,5	30	32,75
HÜRRİYET GZT.	2005q2	22	196675421	868580588	0,22643313	868580588	256867046	0,295731967	875160300	15,5	17	30,5	31,5
HÜRRİYET GZT.	2005q3	22	242173414	893195317	0,271131531	893195317	257325076	0,288094968	1100201520	16	17	31	32
HÜRRİYET GZT.	2005q4	22	270357990	935597348	0,288968316	935597348	278344881	0,297504991	1458600500	18	17	32	33,5
HÜRRİYET GZT.	2006q1	22	283428278	891260079	0,318008497	891260079	217473019	0,244006238	1416926200	18	17	32	33,5
HÜRRİYET GZT.	2006q2	22	256140604	896628389	0,285670861	896628389	232172995	0,258940045	912667170	15,5	19	34,5	34,5
HÜRRİYET GZT.	2006q3	22	278246977	901285956	0,308722193	901285956	213084045	0,23642224	1071029510	16	16,5	35	33,75
HÜRRİYET GZT.	2006q4	22	301291759	969364818	0,31081359	969364818	266684632	0,275112762	1054359790	16	16	36	34
HÜRRİYET GZT.	2007q1	22	84680374	1828818645	0,046303319	1828818645	1120062416	0,612451332	1170380000	15,5	17	35,5	34
HÜRRİYET GZT.	2007q2	22	276103309	1665408119	0,165787176	1665408119	946814504	0,568518007	1035660000	15,5	17,5	38	35,5
HÜRRİYET GZT.	2007q3	22	279360657	1631373312	0,17124263	1631373312	903801330	0,554012575	1086180000	15	17,5	37,5	35
HÜRRİYET GZT.	2007q4	22	268649026	1822405036	0,147414554	1822405036	1079161710	0,592163481	1039870000	15	18,5	38	35,75
HÜRRİYET GZT.	2008q1	22	215032655	1971194465	0,109087489	1971194465	1227450939	0,622693986	639400000	14,5	18,5	38,5	35,75
HÜRRİYET GZT.	2008q2	22	241234929	1995330432	0,120899739	1995330432	1229964537	0,61642148	450800000	14,5	17,5	40,5	36,25
HÜRRİYET GZT.	2008q3	22	278296789	1960138072	0,141978156	1960138072	1164842298	0,594265432	473800000	15	17,5	40	36,25
HÜRRİYET GZT.	2008q4	22	275626163	2044349822	0,134823385	2044349822	1239084587	0,606102035	220800000	15	22,5	40,5	39
HÜRRİYET GZT.	2009q1	22	211885141	1929463031	0,1098156	1929463031	1097491983	0,568806951	248400000	18,5	21	40,5	40
HÜRRİYET GZT.	2009q2	22	189954403	1862826683	0,101971055	1862826683	1016227762	0,545529958	480240000	17,5	20	41	39,25
HÜRRİYET GZT.	2009q3	22	215433035	1912884499	0,112622082	1912884499	957607532	0,500609176	690000000	17,5	16	40,5	37
HÜRRİYET GZT.	2009q4	22	235433035	1992884499	0,118136819	1992884499	992607532	0,498075795	966000000	23,5	15	41,5	40
İŞ BANKASI (C)	2000q1	23	505978000	9549750000	0,052983377	9549750000	8514024000	0,891544177	749011760	24,5	23,5	43	45,5

İŞ BANKASI (C)	2000q2	23	614520445	12315375000	0,049898638	12315375000	11117787685	0,902756732	782549600	24,5	22,5	40	43,5
İŞ BANKASI (C)	2000q3	23	1403176480	15498361000	0,090537088	15498361000	13951485000	0,900190994	659577520	24	21	39	42
İŞ BANKASI (C)	2000q4	23	439410000	17029461000	0,025802931	17029461000	15015876000	0,881758736	648398240	23	26	40	44,5
İŞ BANKASI (C)	2001q1	23	1520111000	18029461000	0,084312615	18029461000	15785719913	0,875551405	553374360	19	24	47	45
İŞ BANKASI (C)	2001q2	23	1263687000	19029461000	0,066406873	19029461000	16369663552	0,860227389	765780680	32,5	25	42	49,75
İŞ BANKASI (C)	2001q3	23	2000000000	20029461000	0,099852912	20029461000	17305802687	0,864017394	447171200	32,5	26,5	42,5	50,75
İŞ BANKASI (C)	2001q4	23	1531100000	21029461000	0,072807382	21029461000	18225802687	0,866679497	698705000	32,5	26,5	44	51,5
İŞ BANKASI (C)	2002q1	23	1405473350	22555561000	0,062311611	22555561000	19731902687	0,874813208	924053220	23	21,5	41,5	43
İŞ BANKASI (C)	2002q2	23	1000000000	24300500765	0,041151415	24300500765	21185790528	0,871825265	510660990	22,5	18,5	40,5	40,75
İŞ BANKASI (C)	2002q3	23	1888115555	25909424000	0,072873699	25909424000	22359401000	0,86298333	421497960	24,5	17	43,5	42,5
İŞ BANKASI (C)	2002q4	23	3000000000	28065000000	0,106894709	28065000000	24084234568	0,85815908	534978180	23	17,5	40	40,25
İŞ BANKASI (C)	2003q1	23	3000000000	33456786985	0,089667905	33456786985	29333741550	0,876765051	884568880	23	21,5	42,5	43,5
İŞ BANKASI (C)	2003q2	23	3526100000	37865784900	0,093121006	37865784900	33489889900	0,884436702	984439560	23,5	18	39,5	40,5
İŞ BANKASI (C)	2003q3	23	4271039765	40234567999	0,106153489	40234567999	35468677244	0,881547361	1398189520	23,5	18,5	34,5	38,25
İŞ BANKASI (C)	2003q4	23	4879963000	43876543000	0,111220317	43876543000	38753045454	0,883229234	2111551520	22,5	17	35,5	37,5
İŞ BANKASI (C)	2004q1	23	5509439000	45678909555	0,120612314	45678909555	40000810555	0,875695391	2625211200	22	18	36	38
İŞ BANKASI (C)	2004q2	23	9156286220	47400500765	0,193168555	47400500765	41529520110	0,876140957	2461135500	22	18	33,5	36,75
İŞ BANKASI (C)	2004q3	23	11956360900	50992864000	0,234471257	50992864000	44987446000	0,882230227	2871324750	20	17	32	34,5
İŞ BANKASI (C)	2004q4	23	12169567999	55198829000	0,220467865	55198829000	48809273000	0,884244718	3888594090	19	17	29,5	32,75
İŞ BANKASI (C)	2005q1	23	10419756015	54361250000	0,191676167	54361250000	47980903000	0,882630605	4646703120	19	16,5	30	32,75
İŞ BANKASI (C)	2005q2	23	7813124655	58696751000	0,133110002	58696751000	52532284000	0,894977714	4981423260	15,5	17	30,5	31,5
İŞ BANKASI (C)	2005q3	23	7165932766	59740921000	0,119950156	59740921000	53110956000	0,889021379	7147259460	16	17	31	32
İŞ BANKASI (C)	2005q4	23	7116321000	57272590000	0,124253522	57272590000	50207193000	0,87663563	8958686100	18	17	32	33,5
İŞ BANKASI (C)	2006q1	23	9519919445	62456789000	0,152424093	62456789000	54798811000	0,877387581	11991144750	18	17	32	33,5
İŞ BANKASI (C)	2006q2	23	6960749235	66459551000	0,104736627	66459551000	56805498000	0,854737914	8352452550	15,5	19	34,5	34,5
İŞ BANKASI (C)	2006q3	23	1703887000	64363450000	0,026472897	64363450000	54234749000	0,842632721	8628111050	16	16,5	35	33,75
İŞ BANKASI (C)	2006q4	23	1542092000	68204750000	0,022609745	68204750000	57603917000	0,844573391	9758310900	16	16	36	34
İŞ BANKASI (C)	2007q1	23	1911340000	74567900765	0,025632209	74567900765	64051991765	0,858975392	10061535250	15,5	17	35,5	34
İŞ BANKASI (C)	2007q2	23	5648927000	79136432000	0,071382129	79136432000	68551591000	0,866245663	9427520700	15,5	17,5	38	35,5
İŞ BANKASI (C)	2007q3	23	3045634000	82345678955	0,03698596	82345678955	71744845955	0,871264247	11191735100	15	17,5	37,5	35
İŞ BANKASI (C)	2007q4	23	2513965000	84567988000	0,029727147	84567988000	73491129000	0,869018298	11274432650	15	18,5	38	35,75
İŞ BANKASI (C)	2008q1	23	1206309000	85046530000	0,014184106	85046530000	73670028000	0,866232026	7580608750	14,5	18,5	38,5	35,75
İŞ BANKASI (C)	2008q2	23	205965000	88987543000	0,002314537	88987543000	76672168000	0,861605629	6422843050	14,5	17,5	40,5	36,25
İŞ BANKASI (C)	2008q3	23	3089880000	89982878000	0,034338533	89982878000	76484517000	0,849989672	8655676900	15	17,5	40	36,25

İŞ BANKASI (C)	2008q4	23	2575034755	91456780950	0,028155755	91456780950	76895793950	0,840788328	6560672300	15	22,5	40,5	39
İŞ BANKASI (C)	2009q1	23	6206309000	92046530000	0,067425779	92046530000	80670028000	0,876404879	6682816630	18,5	21	40,5	40
İŞ BANKASI (C)	2009q2	23	6205965000	93987543000	0,066029655	93987543000	81672168000	0,868968008	9238917000	17,5	20	41	39,25
İŞ BANKASI (C)	2009q3	23	7089880000	9,49983E+11	0,007463166	9,49983E+11	9,36485E+11	0,985790943	11795017370	17,5	16	40,5	37
İŞ BANKASI (C)	2009q4	23	6575034755	95456780950	0,068879703	95456780950	80895793950	0,847459899	12503334340	23,5	15	41,5	40
İZMİR DEMİR ÇELİK	2000q1	24	22404367	100093090	0,223835302	100093090	33432475	0,334013817	40462500	24,5	23,5	43	45,5
İZMİR DEMİR ÇELİK	2000q2	24	30227133	116860960	0,258658948	116860960	36967702	0,316339195	31747500	24,5	22,5	40	43,5
İZMİR DEMİR ÇELİK	2000q3	24	31465761	119905382	0,26242159	119905382	36871140	0,30750196	27390000	24	21	39	42
İZMİR DEMİR ÇELİK	2000q4	24	34828816	131661201	0,264533634	131661201	37160181	0,282240939	19297500	23	26	40	44,5
İZMİR DEMİR ÇELİK	2001q1	24	37313487	149980161	0,248789485	149980161	50686634	0,337955591	19297500	19	24	47	45
İZMİR DEMİR ÇELİK	2001q2	24	23030285	174006402	0,13235309	174006402	79000085	0,454006773	24277500	32,5	25	42	49,75
İZMİR DEMİR ÇELİK	2001q3	24	4894347	190017672	0,025757325	190017672	102151276	0,537588293	14317500	32,5	26,5	42,5	50,75
İZMİR DEMİR ÇELİK	2001q4	24	7714960	177486541	0,043467859	177486541	79331845	0,446973864	28012500	32,5	26,5	44	51,5
İZMİR DEMİR ÇELİK	2002q1	24	-29449750	259132362	-0,113647519	259132362	115243320	0,444727625	19920000	23	21,5	41,5	43
İZMİR DEMİR ÇELİK	2002q2	24	10214351	243567854	0,041936367	243567854	102691311	0,421612743	24277500	22,5	18,5	40,5	40,75
İZMİR DEMİR ÇELİK	2002q3	24	-9079992	216038836	-0,042029443	216038836	99211894	0,459231756	22410000	24,5	17	43,5	42,5
İZMİR DEMİR ÇELİK	2002q4	24	-12880028	259132362	-0,049704436	259132362	115243320	0,444727625	22410000	23	17,5	40	40,25
İZMİR DEMİR ÇELİK	2003q1	24	-21631814	279737634	-0,077328937	279737634	132618402	0,474081374	25522500	23	21,5	42,5	43,5
İZMİR DEMİR ÇELİK	2003q2	24	-17965746	276477504	-0,06498086	276477504	113017042	0,40877482	25522500	23,5	18	39,5	40,5
İZMİR DEMİR ÇELİK	2003q3	24	-20233844	274722764	-0,073651865	274722764	109822024	0,399755821	29257500	23,5	18,5	34,5	38,25
İZMİR DEMİR ÇELİK	2003q4	24	26773155	264095463	0,101376808	264095463	97902575	0,370709038	41707500	22,5	17	35,5	37,5
İZMİR DEMİR ÇELİK	2004q1	24	22896706	266459908	0,085929272	266459908	93805122	0,352042162	47310000	22	18	36	38
İZMİR DEMİR ÇELİK	2004q2	24	16791250	247239941	0,067914795	247239941	63594568	0,25721802	41707500	22	18	33,5	36,75
İZMİR DEMİR ÇELİK	2004q3	24	15438455	252832711	0,061061937	252832711	66284812	0,262168656	86527500	20	17	32	34,5
İZMİR DEMİR ÇELİK	2004q4	24	16692345	266824512	0,062559264	266824512	76886683	0,288154497	84660000	19	17	29,5	32,75
İZMİR DEMİR ÇELİK	2005q1	24	27726396	276229422	0,100374521	276229422	85334046	0,308924536	76567500	19	16,5	30	32,75
İZMİR DEMİR ÇELİK	2005q2	24	14805348	264095463	0,056060592	264095463	73387641	0,277883006	69720000	15,5	17	30,5	31,5
İZMİR DEMİR ÇELİK	2005q3	24	30005030	266459908	0,112606171	266459908	76560679	0,287325323	72210000	16	17	31	32
İZMİR DEMİR ÇELİK	2005q4	24	36294436	294381075	0,123290657	294381075	103128715	0,350323862	79057500	18	17	32	33,5
İZMİR DEMİR ÇELİK	2006q1	24	44206376	287916426	0,153538916	287916426	92497290	0,321264373	91507500	18	17	32	33,5
İZMİR DEMİR ÇELİK	2006q2	24	53525546	400054554	0,133795617	400054554	192881943	0,482139101	125745000	15,5	19	34,5	34,5
İZMİR DEMİR ÇELİK	2006q3	24	76221131	403811936	0,188754032	403811936	160552504	0,397592269	116407500	16	16,5	35	33,75
İZMİR DEMİR ÇELİK	2006q4	24	78093211	370338618	0,210869748	370338618	123098677	0,332394925	135082500	16	16	36	34
İZMİR DEMİR ÇELİK	2007q1	24	69621637	425466194	0,16363612	425466194	172633483	0,405751351	322455000	15,5	17	35,5	34

İZMİR DEMİR ÇELİK	2007q2	24	71963105	410611757	0,175258267	410611757	143787245	0,3501781	317475000	15,5	17,5	38	35,5
İZMİR DEMİR ÇELİK	2007q3	24	63612776	342839002	0,185547081	342839002	79055592	0,230591011	281370000	15	17,5	37,5	35
İZMİR DEMİR ÇELİK	2007q4	24	96474848	425161875	0,226913215	425161875	125084963	0,294205502	262695000	15	18,5	38	35,75
İZMİR DEMİR ÇELİK	2008q1	24	95865079	472463733	0,20290463	472463733	169297429	0,358328941	257715000	14,5	18,5	38,5	35,75
İZMİR DEMİR ÇELİK	2008q2	24	132232237	637146199	0,207538297	637146199	317024067	0,497568796	287595000	14,5	17,5	40,5	36,25
İZMİR DEMİR ÇELİK	2008q3	24	233644535	752854301	0,310344956	752854301	329786926	0,438048804	263940000	15	17,5	40	36,25
İZMİR DEMİR ÇELİK	2008q4	24	208637412	658660731	0,316760059	658660731	265890305	0,403683251	155625000	15	22,5	40,5	39
İZMİR DEMİR ÇELİK	2009q1	24	187443158	649728554	0,288494567	649728554	242029667	0,372508897	189000000	18,5	21	40,5	40
İZMİR DEMİR ÇELİK	2009q2	24	117549846	559340015	0,21015812	559340015	168819801	0,301819638	342000000	17,5	20	41	39,25
İZMİR DEMİR ÇELİK	2009q3	24	114338375	459136783	0,249029002	459136783	72900449	0,158777192	360000000	17,5	16	40,5	37
İZMİR DEMİR ÇELİK	2009q4	24	125802174	492456744	0,255458323	492456744	90111070	0,182982711	333000000	23,5	15	41,5	40
KARDEMİR (D)	2000q1	25	-41299033	121083303	-0,341079505	121083303	96573364	0,797577879	8100000	24,5	23,5	43	45,5
KARDEMİR (D)	2000q2	25	-46361728	129024931	-0,359323796	129024931	102522314	0,794593054	5400000	24,5	22,5	40	43,5
KARDEMİR (D)	2000q3	25	-35372712	148595957	-0,238046261	148595957	110522010	0,74377535	5700000	24	21	39	42
KARDEMİR (D)	2000q4	25	-51375866	154929422	-0,331608195	154929422	127855748	0,825251565	2400000	23	26	40	44,5
KARDEMİR (D)	2001q1	25	-82058470	146221778	-0,561191849	146221778	144117355	0,985608006	1600000	19	24	47	45
KARDEMİR (D)	2001q2	25	-103008492	171741320	-0,599788636	171741320	176419414	1,027239187	2800000	32,5	25	42	49,75
KARDEMİR (D)	2001q3	25	-128419601	198050737	-0,648417688	198050737	215318100	1,087186563	1200000	32,5	26,5	42,5	50,75
KARDEMİR (D)	2001q4	25	-159458004	194691934	-0,819027274	194691934	245013997	1,258470199	2800000	32,5	26,5	44	51,5
KARDEMİR (D)	2002q1	25	-125140306	199528752	-0,627179315	199528752	249678380	1,251340358	2655000	23	21,5	41,5	43
KARDEMİR (D)	2002q2	25	-234371799	212896867	-1,100870118	212896867	304823961	1,431791671	1327500	22,5	18,5	40,5	40,75
KARDEMİR (D)	2002q3	25	-168352213	233488717	-0,721029329	233488717	323102307	1,383802657	1770000	24,5	17	43,5	42,5
KARDEMİR (D)	2002q4	25	-264775225	267938876	-0,988192639	267938876	362882886	1,354349512	2655000	23	17,5	40	40,25
KARDEMİR (D)	2003q1	25	-195041228	303841326	-0,641918038	303841326	393251874	1,294267239	5601000	23	21,5	42,5	43,5
KARDEMİR (D)	2003q2	25	-298373755	339593356	-0,878620708	339593356	419167383	1,234321507	4200750	23,5	18	39,5	40,5
KARDEMİR (D)	2003q3	25	-158720827	336848180	-0,471193957	336848180	333912576	0,991285083	4200750	23,5	18,5	34,5	38,25
KARDEMİR (D)	2003q4	25	-51016037	355764472	-0,143398346	355764472	310463145	0,872664837	6534500	22,5	17	35,5	37,5
KARDEMİR (D)	2004q1	25	11051131	460049750	0,0240216	460049750	247152883	0,537230773	55828440	22	18	36	38
KARDEMİR (D)	2004q2	25	5230443	478833650	0,010923299	478833650	245344933	0,512380308	64099320	22	18	33,5	36,75
KARDEMİR (D)	2004q3	25	3838403	510248381	0,007522617	510248381	242309505	0,474885397	134401800	20	17	32	34,5
KARDEMİR (D)	2004q4	25	71284889	534003775	0,133491358	534003775	230162449	0,431012775	124063200	19	17	29,5	32,75
KARDEMİR (D)	2005q1	25	106438858	600540271	0,177238502	600540271	265595897	0,442261593	280500000	19	16,5	30	32,75
KARDEMİR (D)	2005q2	25	102629142	593256776	0,172992785	593256776	258931328	0,43645743	269500000	15,5	17	30,5	31,5
KARDEMİR (D)	2005q3	25	100540574	558563660	0,179998416	558563660	223459116	0,400060247	264000000	16	17	31	32

KARDEMİR (D)	2005q4	25	83544034	533674085	0,156545046	533674085	204510254	0,383211889	308000000	18	17	32	33,5
KARDEMİR (D)	2006q1	25	71954331	606288273	0,118680064	606288273	285403566	0,470739051	396000000	18	17	32	33,5
KARDEMİR (D)	2006q2	25	91258687	631785947	0,144445579	631785947	288264910	0,456269899	286000000	15,5	19	34,5	34,5
KARDEMİR (D)	2006q3	25	110200350	720690018	0,1529095	720690018	332968730	0,462013795	264000000	16	16,5	35	33,75
KARDEMİR (D)	2006q4	25	118970663	758816935	0,156784407	758816935	330283777	0,435261473	286000000	16	16	36	34
KARDEMİR (D)	2007q1	25	129398997	846179191	0,152921507	846179191	391818373	0,463044208	462000000	15,5	17	35,5	34
KARDEMİR (D)	2007q2	25	114129631	802425151	0,142230875	802425151	342375401	0,42667581	500500000	15,5	17,5	38	35,5
KARDEMİR (D)	2007q3	25	113141987	808711522	0,139904013	808711522	329877872	0,407905493	759000000	15	17,5	37,5	35
KARDEMİR (D)	2007q4	25	118785740	884501719	0,134296788	884501719	374253338	0,423123359	759000000	15	18,5	38	35,75
KARDEMİR (D)	2008q1	25	146016344	985863862	0,148110048	985863862	451860087	0,458339234	566500000	14,5	18,5	38,5	35,75
KARDEMİR (D)	2008q2	25	235604704	1148001656	0,205230282	1148001656	510195866	0,444420845	632500000	14,5	17,5	40,5	36,25
KARDEMİR (D)	2008q3	25	287275687	1078558882	0,266351417	1078558882	379238994	0,351616403	451000000	15	17,5	40	36,25
KARDEMİR (D)	2008q4	25	265758284	1285000367	0,206815726	1285000367	423432854	0,329519637	275000000	15	22,5	40,5	39
KARDEMİR (D)	2009q1	25	238369453	1264124198	0,1885649	1264124198	423333932	0,334883181	448165050	18,5	21	40,5	40
KARDEMİR (D)	2009q2	25	207951851	1256369801	0,165518027	1256369801	441277230	0,351231962	465740150	17,5	20	41	39,25
KARDEMİR (D)	2009q3	25	158308509	1214721523	0,13032494	1214721523	424152722	0,349176922	553615650	17,5	16	40,5	37
KARDEMİR (D)	2009q4	25	167929700	1276547383	0,131549915	1276547383	453090649	0,354934454	562403200	23,5	15	41,5	40
KOÇ HOLDİNG	2000q1	26	44585792	180666713	0,246784763	180666713	11700888	0,064765046	150640170	24,5	23,5	43	45,5
KOÇ HOLDİNG	2000q2	26	30125893	218883303	0,137634496	218883303	23401132	0,106911453	101922498	24,5	22,5	40	43,5
KOÇ HOLDİNG	2000q3	26	37702508	230187298	0,163790567	230187298	17667831	0,076754153	67307310	24	21	39	42
KOÇ HOLDİNG	2000q4	26	41337739	242807250	0,170249196	242807250	14806468	0,060980337	66025266	23	26	40	44,5
KOÇ HOLDİNG	2001q1	26	3237192	254664627	0,012711589	254664627	16941522	0,066524834	91452472	19	24	47	45
KOÇ HOLDİNG	2001q2	26	-10881309	304393460	-0,035747512	304393460	25390920	0,083414801	117948048	32,5	25	42	49,75
KOÇ HOLDİNG	2001q3	26	1837603	425792867	0,00431572	425792867	34767940	0,081654585	82050816	32,5	26,5	42,5	50,75
KOÇ HOLDİNG	2001q4	26	18085730	523314787	0,034559945	523314787	68862698	0,131589437	157264064	32,5	26,5	44	51,5
KOÇ HOLDİNG	2002q1	26	-33689560	553782013	-0,060835418	553782013	70496451	0,127300001	320986480	23	21,5	41,5	43
KOÇ HOLDİNG	2002q2	26	-68320623	638533957	-0,106996068	638533957	114641259	0,179538234	304734000	22,5	18,5	40,5	40,75
KOÇ HOLDİNG	2002q3	26	-67344116	666669800	-0,101015699	666669800	105597026	0,158394795	304734000	24,5	17	43,5	42,5
KOÇ HOLDİNG	2002q4	26	-61433707	681149293	-0,090191251	681149293	96035175	0,140989906	339270520	23	17,5	40	40,25
KOÇ HOLDİNG	2003q1	26	-43025000	720890850	-0,059683099	720890850	99661922	0,138248283	379161900	23	21,5	42,5	43,5
KOÇ HOLDİNG	2003q2	26	-69695726	995308488	-0,070024246	995308488	107600761	0,108107951	395647200	23,5	18	39,5	40,5
KOÇ HOLDİNG	2003q3	26	47249398	1245565709	0,037934087	1245565709	168866037	0,135573768	522034500	23,5	18,5	34,5	38,25
KOÇ HOLDİNG	2003q4	26	-70186061	2079225480	-0,033755868	2079225480	895520952	0,430699297	744586050	22,5	17	35,5	37,5
KOÇ HOLDİNG	2004q1	26	7804985	3991105541	0,001955595	3991105541	2732316188	0,684601337	2045452500	22	18	36	38

KOÇ HOLDİNG	2004q2	26	17213412	4683578000	0,00367527	4683578000	3382960078	0,722302496	1784835000	22	18	33,5	36,75
KOÇ HOLDİNG	2004q3	26	-67021414	5357978000	-0,012508714	5357978000	4008544372	0,748144985	2345557500	20	17	32	34,5
KOÇ HOLDİNG	2004q4	26	-54814184	7549750000	-0,007260397	7549750000	6172541935	0,817582295	2345557500	19	17	29,5	32,75
KOÇ HOLDİNG	2005q1	26	-8537571	9315375000	-0,000916503	9315375000	7807330469	0,838112311	2829000000	19	16,5	30	32,75
KOÇ HOLDİNG	2005q2	26	-10480233	10498361000	-0,000998273	10498361000	8972259276	0,854634288	2955500000	15,5	17	30,5	31,5
KOÇ HOLDİNG	2005q3	26	-11097664	11029461000	-0,001006184	11029461000	9426215232	0,854639699	3427000000	16	17	31	32
KOÇ HOLDİNG	2005q4	26	-7012840	12029461000	-0,000582972	12029461000	10439707971	0,867845032	3576500000	18	17	32	33,5
KOÇ HOLDİNG	2006q1	26	-46226808	13029461000	-0,003547868	13029461000	11369104749	0,872569076	4427500000	18	17	32	33,5
KOÇ HOLDİNG	2006q2	26	-32379129	13029461000	-0,00248507	13029461000	11373419515	0,872900231	3213100000	15,5	19	34,5	34,5
KOÇ HOLDİNG	2006q3	26	-33991884	13315375000	-0,00255283	13315375000	11598842622	0,871086441	3301650000	16	16,5	35	33,75
KOÇ HOLDİNG	2006q4	26	-99988300	13498361000	-0,00740744	13498361000	11772894951	0,872172181	3744400000	16	16	36	34
KOÇ HOLDİNG	2007q1	26	-20689523	15498361000	-0,001334949	15498361000	13761357099	0,887923381	5917923000	15,5	17	35,5	34
KOÇ HOLDİNG	2007q2	26	25063069	14065397000	0,001781896	14065397000	12266725663	0,872120827	6494004000	15,5	17,5	38	35,5
KOÇ HOLDİNG	2007q3	26	-113727033	14654053000	-0,00776079	14654053000	12831831899	0,875650709	7855650000	15	17,5	37,5	35
KOÇ HOLDİNG	2007q4	26	-25734549	12234674000	-0,002103411	12234674000	10455623255	0,854589444	7855650000	15	18,5	38	35,75
KOÇ HOLDİNG	2008q1	26	45959340	13315375000	0,003451599	13315375000	11423441410	0,857913608	5299945200	14,5	18,5	38,5	35,75
KOÇ HOLDİNG	2008q2	26	-123665886	13498361000	-0,009161548	13498361000	11577817322	0,857720232	5460549600	14,5	17,5	40,5	36,25
KOÇ HOLDİNG	2008q3	26	-112688458	15498361000	-0,007270992	15498361000	14522975931	0,937065276	6645007050	15	17,5	40	36,25
KOÇ HOLDİNG	2008q4	26	-198836236	17029461000	-0,011676015	17029461000	15894496415	0,933352877	4276092150	15	22,5	40,5	39
KOÇ HOLDİNG	2009q1	26	-164438569	18029461000	-0,009120548	18029461000	16817481350	0,932777821	4612919310	18,5	21	40,5	40
KOÇ HOLDİNG	2009q2	26	-165794764	19029461000	-0,008712531	19029461000	17410178634	0,914906556	6279366600	17,5	20	41	39,25
KOÇ HOLDİNG	2009q3	26	175013984	20029461000	0,008737828	20029461000	18439094087	0,920598617	9201687210	17,5	16	40,5	37
KOÇ HOLDİNG	2009q4	26	-1233111531	24567483933	-0,050192829	24567483933	22801735599	0,928126611	9974532330	23,5	15	41,5	40
MİGROS	2000q1	27	8659938	228257254	0,037939377	228257254	150631964	0,659921914	24969600	24,5	23,5	43	45,5
MİGROS	2000q2	27	26635509	235334665	0,113181409	235334665	146246707	0,621441414	26622000	24,5	22,5	40	43,5
MİGROS	2000q3	27	22987967	250876691	0,091630541	250876691	157201443	0,626608404	18268200	24	21	39	42
MİGROS	2000q4	27	15521240	289626710	0,053590499	289626710	190614368	0,658138084	19920600	23	26	40	44,5
MİGROS	2001q1	27	9862690	302776776	0,03257413	302776776	197824515	0,653367532	16891200	19	24	47	45
MİGROS	2001q2	27	15466498	355398012	0,043518808	355398012	224977290	0,633029118	18176400	32,5	25	42	49,75
MİGROS	2001q3	27	10962747	403396400	0,027176115	403396400	259359348	0,642939173	19094400	32,5	26,5	42,5	50,75
MİGROS	2001q4	27	21526975	427389693	0,050368494	427389693	280371601	0,656009271	29100600	32,5	26,5	44	51,5
MİGROS	2002q1	27	18138963	422612314	0,042921047	422612314	262116778	0,620229864	134395200	23	21,5	41,5	43
MİGROS	2002q2	27	27596256	436912603	0,063161959	436912603	260929086	0,597211168	97491600	22,5	18,5	40,5	40,75
MİGROS	2002q3	27	26879472	469239484	0,057283057	469239484	271437944	0,578463563	115668000	24,5	17	43,5	42,5

MIGROS	2002q4	27	32995481	529397950	0,062326424	529397950	307270303	0,580414607	122828400	23	17,5	40	40,25
MIGROS	2003q1	27	20052004	545307943	0,036771891	545307943	312104859	0,572346072	103550400	23	21,5	42,5	43,5
MIGROS	2003q2	27	11481868	571754868	0,020081802	571754868	317791735	0,555818154	120625200	23,5	18	39,5	40,5
MIGROS	2003q3	27	13941198	604851980	0,023048942	604851980	336144873	0,55574733	146512800	23,5	18,5	34,5	38,25
MIGROS	2003q4	27	98877791	864985000	0,114311567	864985000	508220256	0,587548057	169646400	22,5	17	35,5	37,5
MIGROS	2004q1	27	107214302	1003662000	0,106823116	1003662000	533560000	0,531613232	448902000	22	18	36	38
MIGROS	2004q2	27	66705600	1104501000	0,060394332	1104501000	623528000	0,564533667	392445000	22	18	33,5	36,75
MIGROS	2004q3	27	53583307	1263465000	0,042409807	1263465000	729703000	0,577541127	455787000	20	17	32	34,5
MIGROS	2004q4	27	71149686	1171798000	0,060718388	1171798000	548341235	0,467948601	610011000	19	17	29,5	32,75
MIGROS	2005q1	27	126586000	1364074000	0,092799951	1364074000	719511000	0,527472117	501228000	19	16,5	30	32,75
MIGROS	2005q2	27	107438000	1377758000	0,077980313	1377758000	725412000	0,526516268	575586000	15,5	17	30,5	31,5
MIGROS	2005q3	27	213318000	1722456000	0,123845254	1722456000	1060785000	0,61585608	630666000	16	17	31	32
MIGROS	2005q4	27	-148382000	2360878000	-0,062850346	2360878000	1653948000	0,70056479	724302000	18	17	32	33,5
MIGROS	2006q1	27	-167709000	2327120000	-0,07206719	2327120000	1597707000	0,686559782	1062562050	18	17	32	33,5
MIGROS	2006q2	27	-185279000	2580027000	-0,071812814	2580027000	1751405000	0,678832043	929543850	15,5	19	34,5	34,5
MIGROS	2006q3	27	-176729000	2709045000	-0,065236642	2709045000	1796359000	0,663096774	1111652100	16	16,5	35	33,75
MIGROS	2006q4	27	-260659000	2789932000	-0,093428442	2789932000	1867162000	0,669250003	1339683300	16	16	36	34
MIGROS	2007q1	27	-291733000	2687676000	-0,108544706	2687676000	1768851000	0,658134016	1472308100	15,5	17	35,5	34
MIGROS	2007q2	27	-297149000	2702595000	-0,109949511	2702595000	1746219000	0,646126778	1835489300	15,5	17,5	38	35,5
MIGROS	2007q3	27	-10075000	2817340000	-0,003576068	2817340000	1806252000	0,641119638	1753595500	15	17,5	37,5	35
MIGROS	2007q4	27	446678000	2829725000	0,157852088	2829725000	1360657000	0,480844252	1929845200	15	18,5	38	35,75
MIGROS	2008q1	27	473219000	2650765000	0,178521672	2650765000	1123660000	0,42390027	1652118400	14,5	18,5	38,5	35,75
MIGROS	2008q2	27	366020000	2624475000	0,139464083	2624475000	1171326000	0,44630869	1753595500	14,5	17,5	40,5	36,25
MIGROS	2008q3	27	412565000	2832741000	0,145641624	2832741000	1293824000	0,45673925	1901360400	15	17,5	40	36,25
MIGROS	2008q4	27	458991000	2789932000	0,164516913	2789932000	1263207000	0,452773401	1189240400	15	22,5	40,5	39
MIGROS	2009q1	27	1189080000	3187676000	0,373024109	3187676000	1602902000	0,502843451	1137611700	18,5	21	40,5	40
MIGROS	2009q2	27	963046000	3302595000	0,291602815	3302595000	1650245000	0,499681311	1518595900	17,5	20	41	39,25
MIGROS	2009q3	27	1202269000	3517340000	0,341811994	3517340000	1890209000	0,537397295	3453782000	17,5	16	40,5	37
MIGROS	2009q4	27	986589000	3629725000	0,271808195	3629725000	1907269000	0,525458265	3352304900	23,5	15	41,5	40
NET HOLDING	2000q1	28	2936251	51332524	0,057200597	51332524	7347844	0,143142075	27307822,5	24,5	23,5	43	45,5
NET HOLDING	2000q2	28	19851437	76366975	0,259947929	76366975	7924445	0,103767957	25252395	24,5	22,5	40	43,5
NET HOLDING	2000q3	28	18098909	67465588	0,268268751	67465588	8133958	0,120564546	15562522,5	24	21	39	42
NET HOLDING	2000q4	28	3938757	58920431	0,066848747	58920431	4019970	0,068227098	9689872,5	23	26	40	44,5
NET HOLDING	2001q1	28	6859004	62423270	0,10987896	62423270	3832430	0,061394252	14476082,25	19	24	47	45

NET HOLDING	2001q2	28	6077833	90246140	0,06734729	90246140	2781218	0,030818138	19967010	32,5	25	42	49,75
NET HOLDING	2001q3	28	7742109	91959957	0,084190002	91959957	3867073	0,042051705	6988453,5	32,5	26,5	42,5	50,75
NET HOLDING	2001q4	28	5021087	96754655	0,051895043	96754655	7698182	0,079563944	15474432,75	32,5	26,5	44	51,5
NET HOLDING	2002q1	28	-114047	101348766	-0,001125292	101348766	11351900	0,112008271	14665820	23	21,5	41,5	43
NET HOLDING	2002q2	28	-2279931	104450602	-0,02182784	104450602	17045854	0,163195364	11845470	22,5	18,5	40,5	40,75
NET HOLDING	2002q3	28	1054564	107559170	0,009804501	107559170	19732698	0,183459002	7896980	24,5	17	43,5	42,5
NET HOLDING	2002q4	28	-14246364	112731082	-0,126374765	112731082	23862464	0,211675995	8461050	23	17,5	40	40,25
NET HOLDING	2003q1	28	-13763954	119376060	-0,115299114	119376060	27106594	0,227068928	7332910	23	21,5	42,5	43,5
NET HOLDING	2003q2	28	13786264	133216030	0,103488026	133216030	12070488	0,090608375	11281400	23,5	18	39,5	40,5
NET HOLDING	2003q3	28	13345760	135064684	0,098810138	135064684	13144480	0,097319889	10717330	23,5	18,5	34,5	38,25
NET HOLDING	2003q4	28	13397619	136945565	0,097831711	136945565	15489589	0,113107635	14101750	22,5	17	35,5	37,5
NET HOLDING	2004q1	28	17675091	176546333	0,100115877	176546333	155689889	0,88186419	36100480	22	18	36	38
NET HOLDING	2004q2	28	25510531	204375253	0,124822016	204375253	179472944	0,878153991	40613040	22	18	33,5	36,75
NET HOLDING	2004q3	28	42563279	249356785	0,170692283	249356785	223801143	0,897513749	40613040	20	17	32	34,5
NET HOLDING	2004q4	28	50811333	285035012	0,178263479	285035012	258498821	0,906901995	43997460	19	17	29,5	32,75
NET HOLDING	2005q1	28	60427436	298726833	0,202283255	298726833	271544098	0,909004709	135376800	19	16,5	30	32,75
NET HOLDING	2005q2	28	59700448	294613758	0,202639715	294613758	246696855	0,837356873	128607960	15,5	17	30,5	31,5
NET HOLDING	2005q3	28	55709901	299360112	0,186096607	299360112	250072249	0,835355944	125223540	16	17	31	32
NET HOLDING	2005q4	28	51609824	294307054	0,175360472	294307054	248730400	0,845139104	142145640	18	17	32	33,5
NET HOLDING	2006q1	28	46492113	301148010	0,154382933	301148010	248001493	0,823520278	385823880	18	17	32	33,5
NET HOLDING	2006q2	28	68065683	331553033	0,205293501	331553033	269252092	0,812093587	253831500	15,5	19	34,5	34,5
NET HOLDING	2006q3	28	59866891	324112771	0,184710065	324112771	259201775	0,799727126	199680780	16	16,5	35	33,75
NET HOLDING	2006q4	28	36348520	280499571	0,12958494	280499571	232983375	0,830601538	209834040	16	16	36	34
NET HOLDING	2007q1	28	28301545	285035012	0,099291469	285035012	233719733	0,819968506	247062660	15,5	17	35,5	34
NET HOLDING	2007q2	28	33524328	297423693	0,112715728	297423693	227487772	0,764860962	274138020	15,5	17,5	38	35,5
NET HOLDING	2007q3	28	30710136	298640452	0,102833142	298640452	224855381	0,752930085	287675700	15	17,5	37,5	35
NET HOLDING	2007q4	28	46746779	296363464	0,157734622	296363464	189964451	0,640984717	392592720	15	18,5	38	35,75
NET HOLDING	2008q1	28	65228686	350440694	0,186133309	350440694	101083909	0,288447976	213218460	14,5	18,5	38,5	35,75
NET HOLDING	2008q2	28	44311666	345978575	0,12807633	345978575	104033871	0,300694547	189527520	14,5	17,5	40,5	36,25
NET HOLDING	2008q3	28	41006018	372288313	0,110145864	372288313	121969219	0,327620327	179374260	15	17,5	40	36,25
NET HOLDING	2008q4	28	-2715037	357636734	-0,007591606	357636734	153261481	0,428539539	101532600	15	22,5	40,5	39
NET HOLDING	2009q1	28	-14008035	356982238	-0,039240146	356982238	151941199	0,425626776	118454700	18,5	21	40,5	40
NET HOLDING	2009q2	28	-21697115	353500313	-0,061377923	353500313	151494123	0,428554424	179374260	17,5	20	41	39,25
NET HOLDING	2009q3	28	-22389196	349986530	-0,063971593	349986530	145317804	0,415209705	189527520	17,5	16	40,5	37

NET HOLDİNG	2009q4	28	-18418861	360876542	-0,05103923	360876542	151111077	0,418733443	196296360	23,5	15	41,5	40
NET TURİZM	2000q1	29	1156156	53981594	0,021417597	53981594	32957912	0,610539807	9184140	24,5	23,5	43	45,5
NET TURİZM	2000q2	29	10610996	63919322	0,166006079	63919322	34912670	0,546199004	9556470	24,5	22,5	40	43,5
NET TURİZM	2000q3	29	12855744	73079767	0,175913861	73079767	41005210	0,56110209	5460840	24	21	39	42
NET TURİZM	2000q4	29	-10381092	74985591	-0,138441157	74985591	42412723	0,565611639	4095630	23	26	40	44,5
NET TURİZM	2001q1	29	-19496640	83589761	-0,233241964	83589761	57783776	0,691278158	5212620	19	24	47	45
NET TURİZM	2001q2	29	-16229018	98134013	-0,165376076	98134013	70286770	0,716232505	8191260	32,5	25	42	49,75
NET TURİZM	2001q3	29	-19116176	118861841	-0,160826854	118861841	93535008	0,786922087	2606310	32,5	26,5	42,5	50,75
NET TURİZM	2001q4	29	-20554372	123048742	-0,16704252	123048742	102336643	0,831675654	5336730	32,5	26,5	44	51,5
NET TURİZM	2002q1	29	-23546036	129178160	-0,182275673	129178160	110046307	0,851895607	10425240	23	21,5	41,5	43
NET TURİZM	2002q2	29	-40320178	145246430	-0,27759841	145246430	135780239	0,934826687	7943040	22,5	18,5	40,5	40,75
NET TURİZM	2002q3	29	-48411421	143810341	-0,336633796	143810341	139302766	0,968656114	4964400	24,5	17	43,5	42,5
NET TURİZM	2002q4	29	-60322235	143810341	-0,419456866	143810341	139302766	0,968656114	4467960	23	17,5	40	40,25
NET TURİZM	2003q1	29	-63195763	145781678	-0,433495923	145781678	120959678	0,82973169	4219740	23	21,5	42,5	43,5
NET TURİZM	2003q2	29	-84405264	151897947	-0,555670868	151897947	158589834	1,044055151	6453720	23,5	18	39,5	40,5
NET TURİZM	2003q3	29	-64071703	150137825	-0,426752572	150137825	137133774	0,913385911	6205500	23,5	18,5	34,5	38,25
NET TURİZM	2003q4	29	-63146982	150674707	-0,419094772	150674707	135677899	0,900468975	8191260	22,5	17	35,5	37,5
NET TURİZM	2004q1	29	-2223427	165473855	-0,013436727	165473855	134904044	0,815258966	12162780	22	18	36	38
NET TURİZM	2004q2	29	1578478	176546333	0,008940871	176546333	142452283	0,806883273	11169900	22	18	33,5	36,75
NET TURİZM	2004q3	29	22835855	204375253	0,111734932	204375253	164014874	0,802518268	11418120	20	17	32	34,5
NET TURİZM	2004q4	29	34211662	222876544	0,153500505	222876544	181433626	0,814054376	12659220	19	17	29,5	32,75
NET TURİZM	2005q1	29	40967396	238967647	0,171434906	238967647	185563796	0,776522673	25444920	19	16,5	30	32,75
NET TURİZM	2005q2	29	37626532	235897590	0,159503673	235897590	185638577	0,786945628	29436280	15,5	17	30,5	31,5
NET TURİZM	2005q3	29	35099510	233886635	0,15007061	233886635	183994415	0,786682039	36920080	16	17	31	32
NET TURİZM	2005q4	29	32454146	246017016	0,131918298	246017016	190468133	0,774207151	46399560	18	17	32	33,5
NET TURİZM	2006q1	29	38997968	327937312	0,118918972	327937312	220253939	0,671634276	58373640	18	17	32	33,5
NET TURİZM	2006q2	29	59150736	310084392	0,190756896	310084392	230890826	0,74460641	66356360	15,5	19	34,5	34,5
NET TURİZM	2006q3	29	50369953	292516498	0,172195255	292516498	219399031	0,750039852	53883360	16	16,5	35	33,75
NET TURİZM	2006q4	29	37761601	248286500	0,152088821	248286500	194552376	0,783580162	52386600	16	16	36	34
NET TURİZM	2007q1	29	28894530	264741692	0,109142348	264741692	202253763	0,763966421	115749440	15,5	17	35,5	34
NET TURİZM	2007q2	29	39615402	265127538	0,149420171	265127538	196748475	0,742089926	109762400	15,5	17,5	38	35,5
NET TURİZM	2007q3	29	35547132	273611813	0,129918119	273611813	200675974	0,73343315	107766720	15	17,5	37,5	35
NET TURİZM	2007q4	29	8942854	300508442	0,029759077	300508442	155482482	0,51739805	106768880	15	18,5	38	35,75
NET TURİZM	2008q1	29	1411073	248514302	0,005678035	248514302	70956660	0,285523446	68850960	14,5	18,5	38,5	35,75

NET TURİZM	2008q2	29	-9489383	247820708	-0,038291324	247820708	84160263	0,339601415	54881200	14,5	17,5	40,5	36,25
NET TURİZM	2008q3	29	-9254381	261994833	-0,035322761	261994833	93863063	0,358263031	53883360	15	17,5	40	36,25
NET TURİZM	2008q4	29	-20786973	230839827	-0,090049335	230839827	110480008	0,478600289	50889840	15	22,5	40,5	39
NET TURİZM	2009q1	29	-22080610	228239109	-0,096743324	228239109	101500041	0,444709241	55879040	18,5	21	40,5	40
NET TURİZM	2009q2	29	-26425065	256280859	-0,103109788	256280859	102205657	0,398803318	69848800	17,5	20	41	39,25
NET TURİZM	2009q3	29	-27712492	252664483	-0,109680995	252664483	95199721	0,376783155	78829360	17,5	16	40,5	37
NET TURİZM	2009q4	29	-806310011	255876043	-3,151174301	255876043	94888500	0,370837765	110760240	23,5	15	41,5	40
OTOKAR	2000q1	30	-10324347	46617414	-0,221469749	46617414	36315253	0,779006167	16590464	24,5	23,5	43	45,5
OTOKAR	2000q2	30	-5930599	47512740	-0,124821237	47512740	33226580	0,699319383	17061784	24,5	22,5	40	43,5
OTOKAR	2000q3	30	-4898122	48888370	-0,100189922	48888370	32079663	0,656181889	13244092	24	21	39	42
OTOKAR	2000q4	30	-3790374	49843918	-0,076044865	49843918	30965997	0,621259288	7352592	23	26	40	44,5
OTOKAR	2001q1	30	-15777736	65399106	-0,241253084	65399106	49665814	0,759426497	5844368	19	24	47	45
OTOKAR	2001q2	30	-16692220	76782152	-0,217397137	76782152	53857317	0,701430158	6645612	32,5	25	42	49,75
OTOKAR	2001q3	30	-21858129	96406672	-0,226728385	96406672	67519429	0,700360541	5043124	32,5	26,5	42,5	50,75
OTOKAR	2001q4	30	-16156498	93011985	-0,1737034	93011985	64873578	0,69747547	13291224	32,5	26,5	44	51,5
OTOKAR	2002q1	30	-14826723	85375837	-0,17366416	85375837	61572390	0,721192227	14103000	23	21,5	41,5	43
OTOKAR	2002q2	30	-11119018	96263420	-0,11550616	96263420	64643167	0,67152369	10655600	22,5	18,5	40,5	40,75
OTOKAR	2002q3	30	-9799402	88227686	-0,111069466	88227686	55932113	0,633951943	15434950	24,5	17	43,5	42,5
OTOKAR	2002q4	30	-12153561	123765133	-0,098198586	123765133	83670307	0,676041022	17315350	23	17,5	40	40,25
OTOKAR	2003q1	30	-12176855	133761223	-0,091034268	133761223	96233064	0,719439176	44160000	23	21,5	42,5	43,5
OTOKAR	2003q2	30	-958214	126959005	-0,007547428	126959005	84111704	0,662510737	42720000	23,5	18	39,5	40,5
OTOKAR	2003q3	30	4701267	130616738	0,035992837	130616738	83715792	0,640926984	49680000	23,5	18,5	34,5	38,25
OTOKAR	2003q4	30	11537746	154075202	0,074883861	154075202	88226819	0,572621797	64080000	22,5	17	35,5	37,5
OTOKAR	2004q1	30	35182247	157464762	0,223429335	157464762	79676621	0,505996516	83280000	22	18	36	38
OTOKAR	2004q2	30	44918899	160987543	0,279020961	160987543	84478710	0,524753086	85680000	22	18	33,5	36,75
OTOKAR	2004q3	30	44278859	181853217	0,243486806	181853217	100301975	0,551554582	107760000	20	17	32	34,5
OTOKAR	2004q4	30	46242697	192894459	0,239730562	192894459	93129027	0,482797834	95040000	19	17	29,5	32,75
OTOKAR	2005q1	30	56483753	212761585	0,265479095	212761585	103380119	0,485896545	105360000	19	16,5	30	32,75
OTOKAR	2005q2	30	53247303	209009368	0,254760366	209009368	108316368	0,518236905	95760000	15,5	17	30,5	31,5
OTOKAR	2005q3	30	55282302	201877695	0,273840565	201877695	98892680	0,489864321	122640000	16	17	31	32
OTOKAR	2005q4	30	50972954	208335556	0,244667569	208335556	104742405	0,50275818	168720000	18	17	32	33,5
OTOKAR	2006q1	30	54160454	212076968	0,255381122	212076968	102089090	0,481377544	239520000	18	17	32	33,5
OTOKAR	2006q2	30	56444009	272257526	0,207318453	272257526	151699442	0,557190996	199200000	15,5	19	34,5	34,5
OTOKAR	2006q3	30	68836327	243595405	0,282584669	243595405	110448820	0,453410934	249600000	16	16,5	35	33,75

OTOKAR	2006q4	30	64854438	257051241	0,252301595	257051241	122118058	0,47507282	301200000	16	16	36	34
OTOKAR	2007q1	30	38343620	292201541	0,131223196	292201541	149695424	0,512301966	328800000	15,5	17	35,5	34
OTOKAR	2007q2	30	35009497	346586993	0,101012149	346586993	186289939	0,537498356	471600000	15,5	17,5	38	35,5
OTOKAR	2007q3	30	41690811	336915629	0,123742585	336915629	189335439	0,561966922	429120000	15	17,5	37,5	35
OTOKAR	2007q4	30	-65634422	434883497	-0,15092415	434883497	282222108	0,648960262	426960000	15	18,5	38	35,75
OTOKAR	2008q1	30	-97379928	507856412	-0,19174697	507856412	359958821	0,708780696	297360000	14,5	18,5	38,5	35,75
OTOKAR	2008q2	30	-204236935	619704717	-0,329571374	619704717	457224158	0,737809711	275040000	14,5	17,5	40,5	36,25
OTOKAR	2008q3	30	-98636700	544195224	-0,181252418	544195224	391758226	0,719885454	295680000	15	17,5	40	36,25
OTOKAR	2008q4	30	-158441124	666384797	-0,237762213	666384797	507265326	0,761219836	196080000	15	22,5	40,5	39
OTOKAR	2009q1	30	271554996	346586993	0,783511792	346586993	186289939	0,537498356	199440000	18,5	21	40,5	40
OTOKAR	2009q2	30	199659284	336915629	0,592609148	336915629	189335439	0,561966922	295680000	17,5	20	41	39,25
OTOKAR	2009q3	30	222813230	434883497	0,512351541	434883497	282222108	0,648960262	320880000	17,5	16	40,5	37
OTOKAR	2009q4	30	223333510	437665432	0,510283641	437665432	282000857	0,644329747	350880000	23,5	15	41,5	40
PETKİM	2000q1	31	142443956	441455346	0,322669002	441455346	94117001	0,213197103	1411020000	24,5	23,5	43	45,5
PETKİM	2000q2	31	158704316	483173519	0,328462363	483173519	101204802	0,209458503	906750000	24,5	22,5	40	43,5
PETKİM	2000q3	31	163251334	551076811	0,296240616	551076811	163739805	0,29712701	735930000	24	21	39	42
PETKİM	2000q4	31	164025247	610940132	0,268480066	610940132	188571862	0,308658496	769860000	23	26	40	44,5
PETKİM	2001q1	31	171752855	622353365	0,275973209	622353365	187363047	0,301055731	787410000	19	24	47	45
PETKİM	2001q2	31	186634642	745994387	0,250182368	745994387	227703964	0,305235492	803790000	32,5	25	42	49,75
PETKİM	2001q3	31	232099682	848456844	0,273555083	848456844	248744937	0,293173352	538200000	32,5	26,5	42,5	50,75
PETKİM	2001q4	31	276561612	888545744	0,311251969	888545744	228895457	0,257606835	994500000	32,5	26,5	44	51,5
PETKİM	2002q1	31	271171819	916361352	0,295922366	916361352	227390621	0,248145145	1330875000	23	21,5	41,5	43
PETKİM	2002q2	31	315733652	1057582651	0,298542768	1057582651	290546009	0,274726527	1023750000	22,5	18,5	40,5	40,75
PETKİM	2002q3	31	345386838	1151768642	0,299875188	1151768642	312356721	0,271197452	1054462500	24,5	17	43,5	42,5
PETKİM	2002q4	31	293112153	1196566407	0,244961041	1196566407	348548350	0,291290436	1208025000	23	17,5	40	40,25
PETKİM	2003q1	31	315783192	1287330116	0,245300866	1287330116	398678980	0,30969444	1453725000	23	21,5	42,5	43,5
PETKİM	2003q2	31	284662593	1146182315	0,248357167	1146182315	260076432	0,226906687	1208025000	23,5	18	39,5	40,5
PETKİM	2003q3	31	265294707	1143046395	0,232094435	1143046395	282272705	0,246947723	1070842500	23,5	18,5	34,5	38,25
PETKİM	2003q4	31	258995245	1164973785	0,222318518	1164973785	289656657	0,248637918	1187550000	22,5	17	35,5	37,5
PETKİM	2004q1	31	308664584	1276548300	0,241796244	1276548300	388002556	0,303946632	1248975000	22	18	36	38
PETKİM	2004q2	31	339863455	1458055570	0,233093623	1458055570	541694218	0,371518225	1074937500	22	18	33,5	36,75
PETKİM	2004q3	31	322677533	1508188569	0,21395039	1508188569	350605918	0,232468224	1167075000	20	17	32	34,5
PETKİM	2004q4	31	309906090	1654637855	0,187295419	1654637855	302869213	0,183042599	1341112500	19	17	29,5	32,75
PETKİM	2005q1	31	361258592	1723394911	0,20962032	1723394911	217089254	0,125966053	1197787500	19	16,5	30	32,75

PETKİM	2005q2	31	280734260	1767944490	0,158791332	1767944490	277150871	0,156764464	1197787500	15,5	17	30,5	31,5
PETKİM	2005q3	31	280876446	1795511473	0,156432554	1795511473	370703716	0,206461346	1392300000	16	17	31	32
PETKİM	2005q4	31	256115663	1801846135	0,142140696	1801846135	401776394	0,222980412	1607287500	18	17	32	33,5
PETKİM	2006q1	31	273702260	1814704687	0,150824683	1814704687	411601178	0,226814413	1279687500	18	17	32	33,5
PETKİM	2006q2	31	286608799	1847907677	0,15509909	1847907677	428732876	0,2320099	1044225000	15,5	19	34,5	34,5
PETKİM	2006q3	31	289973941	1835230005	0,158004141	1835230005	395099462	0,215286074	1033987500	16	16,5	35	33,75
PETKİM	2006q4	31	304768096	1838952760	0,16572916	1838952760	380897190	0,207127229	1044225000	16	16	36	34
PETKİM	2007q1	31	360175450	1916883678	0,187896352	1916883678	408695109	0,213208091	1453725000	15,5	17	35,5	34
PETKİM	2007q2	31	382860464	1901687665	0,20132668	1901687665	371589211	0,195399706	1832512500	15,5	17,5	38	35,5
PETKİM	2007q3	31	402891811	1894980181	0,212610039	1894980181	344033798	0,181550077	2027025000	15	17,5	37,5	35
PETKİM	2007q4	31	404370642	1945723706	0,207825315	1945723706	413807246	0,212675235	1760850000	15	18,5	38	35,75
PETKİM	2008q1	31	394188166	1862661634	0,211626287	1862661634	351532892	0,188726114	1330875000	14,5	18,5	38,5	35,75
PETKİM	2008q2	31	336973670	1952531823	0,172582934	1952531823	462608831	0,236927678	1023750000	14,5	17,5	40,5	36,25
PETKİM	2008q3	31	314523587	1929336102	0,163021667	1929336102	474436365	0,24590654	909090000	15	17,5	40	36,25
PETKİM	2008q4	31	332814690	1987654326	0,167440931	1987654326	510811103	0,256991921	945945000	15	22,5	40,5	39
PETKİM	2009q1	31	224039603	1777915812	0,126012493	1777915812	408990818	0,230039474	835380000	18,5	21	40,5	40
PETKİM	2009q2	31	269232836	1831991522	0,146961835	1831991522	435216959	0,237564942	1330875000	17,5	20	41	39,25
PETKİM	2009q3	31	304050727	1943892605	0,156413336	1943892605	522595892	0,268839899	1535625000	17,5	16	40,5	37
PETKİM	2009q4	31	294112211	1968954345	0,149374825	1968954345	517966811	0,263066948	1453725000	23,5	15	41,5	40
PETROL OFİSİ	2000q1	32	82711028	301475801	0,274353788	301475801	234551155	0,778009891	99000000	24,5	23,5	43	45,5
PETROL OFİSİ	2000q2	32	116109106	311342434	0,372930553	311342434	212533729	0,682636563	96500000	24,5	22,5	40	43,5
PETROL OFİSİ	2000q3	32	139096729	358252486	0,388264519	358252486	238537677	0,665836767	78500000	24	21	39	42
PETROL OFİSİ	2000q4	32	155030732	344828425	0,449588029	344828425	192547330	0,558385899	80000000	23	26	40	44,5
PETROL OFİSİ	2001q1	32	188860321	317341180	0,595133355	317341180	117061610	0,368882507	87500000	19	24	47	45
PETROL OFİSİ	2001q2	32	239013393	465717985	0,513214865	465717985	201946982	0,433625045	126000000	32,5	25	42	49,75
PETROL OFİSİ	2001q3	32	210235050	617594329	0,340409619	617594329	361166529	0,584795734	125500000	32,5	26,5	42,5	50,75
PETROL OFİSİ	2001q4	32	179332479	632690945	0,283444042	632690945	338694190	0,535323277	189500000	32,5	26,5	44	51,5
PETROL OFİSİ	2002q1	32	213236175	673268965	0,316717666	673268965	333646029	0,495561278	622500000	23	21,5	41,5	43
PETROL OFİSİ	2002q2	32	237603795	786452941	0,302120804	786452941	413498200	0,525776151	512500000	22,5	18,5	40,5	40,75
PETROL OFİSİ	2002q3	32	262383375	991016837	0,264761773	991016837	568075751	0,573225126	397500000	24,5	17	43,5	42,5
PETROL OFİSİ	2002q4	32	-972835928	3230743574	-0,301118274	3230743574	2841473887	0,879510807	527500000	23	17,5	40	40,25
PETROL OFİSİ	2003q1	32	-868497920	2986134394	-0,290843547	2986134394	2725942222	0,912866557	583138710	23	21,5	42,5	43,5
PETROL OFİSİ	2003q2	32	-675144362	3007052796	-0,224520289	3007052796	2511416483	0,835175387	514979640	23,5	18	39,5	40,5
PETROL OFİSİ	2003q3	32	-279378681	2742844623	-0,101857276	2742844623	2275673522	0,829676425	537699330	23,5	18,5	34,5	38,25

PETROL OFİSİ	2003q4	32	-309925607	2996754356	-0,103420424	2996754356	2495967813	0,83289036	621004860	22,5	17	35,5	37,5
PETROL OFİSİ	2004q1	32	-476451514	3332493072	-0,142971494	3332493072	1767709529	0,530446573	1028100000	22	18	36	38
PETROL OFİSİ	2004q2	32	-617759913	3623566098	-0,170483964	3623566098	1791574576	0,494423043	821100000	22	18	33,5	36,75
PETROL OFİSİ	2004q3	32	-574432267	3825797176	-0,150147078	3825797176	1881904571	0,491898677	1052250000	20	17	32	34,5
PETROL OFİSİ	2004q4	32	-410011692	4098675432	-0,10003517	4098675432	2129721087	0,519612036	903900000	19	17	29,5	32,75
PETROL OFİSİ	2005q1	32	-257549466	4370975136	-0,058922656	4370975136	2359266059	0,539757373	1056148500	19	16,5	30	32,75
PETROL OFİSİ	2005q2	32	-304807510	4524396262	-0,067369764	4524396262	2467422423	0,545359487	1218954000	15,5	17	30,5	31,5
PETROL OFİSİ	2005q3	32	-219066107	4750497608	-0,04611435	4750497608	2603290591	0,548003768	1319142000	16	17	31	32
PETROL OFİSİ	2005q4	32	66767699	4707887382	0,014182093	4707887382	2528534276	0,537084699	1849303500	18	17	32	33,5
PETROL OFİSİ	2006q1	32	-5280853	4681941729	-0,001127919	4681941729	2456434463	0,524661477	2634109500	18	17	32	33,5
PETROL OFİSİ	2006q2	32	-151384766	5269850615	-0,028726576	5269850615	3288264237	0,623976746	1657276500	15,5	19	34,5	34,5
PETROL OFİSİ	2006q3	32	270385413	5609565419	0,048200777	5609565419	3406766589	0,607313817	1427679000	16	16,5	35	33,75
PETROL OFİSİ	2006q4	32	607075199	6028819738	0,10069553	6028819738	3686365802	0,611457294	1381759500	16	16	36	34
PETROL OFİSİ	2007q1	32	499987881	6124568654	0,081636424	6124568654	3810003111	0,622085134	2115600000	15,5	17	35,5	34
PETROL OFİSİ	2007q2	32	416652325	5409829201	0,077017649	5409829201	3123632729	0,57739951	2282880000	15,5	17,5	38	35,5
PETROL OFİSİ	2007q3	32	665636141	5746506763	0,115833178	5746506763	3222880256	0,560841636	2514120000	15	17,5	37,5	35
PETROL OFİSİ	2007q4	32	899409076	5786172157	0,155441119	5786172157	3140244786	0,542715409	2533800000	15	18,5	38	35,75
PETROL OFİSİ	2008q1	32	1438528233	6112888514	0,235327085	6112888514	3503273428	0,573096241	2552000000	14,5	18,5	38,5	35,75
PETROL OFİSİ	2008q2	32	1667861535	6777518437	0,246087348	6777518437	3995821874	0,589570049	2585000000	14,5	17,5	40,5	36,25
PETROL OFİSİ	2008q3	32	1385913638	6960997834	0,199096979	6960997834	4060544267	0,583327903	2827000000	15	17,5	40	36,25
PETROL OFİSİ	2008q4	32	1099238921	6935088899	0,158503941	6935088899	4177096903	0,60231339	1446500000	15	22,5	40,5	39
PETROL OFİSİ	2009q1	32	822472655	7488923600	0,109825216	7488923600	4766248081	0,636439672	2102100000	18,5	21	40,5	40
PETROL OFİSİ	2009q2	32	388149045	7406655693	0,052405439	7406655693	4506466718	0,608434752	2974125000	17,5	20	41	39,25
PETROL OFİSİ	2009q3	32	415687888	7056668225	0,058907104	7056668225	4066670780	0,576287655	4186875000	17,5	16	40,5	37
PETROL OFİSİ	2009q4	32	405009553	7234598645	0,055982311	7234598645	4232922697	0,585094337	3349500000	23,5	15	41,5	40
SABANCI HOLDİNG	2000q1	33	25007390	708163019	0,035313041	708163019	105035093	0,1483205	999000000	24,5	23,5	43	45,5
SABANCI HOLDİNG	2000q2	33	28470868	770304933	0,036960516	770304933	72468778	0,09407804	684000000	24,5	22,5	40	43,5
SABANCI HOLDİNG	2000q3	33	-5234515	775207649	-0,006752404	775207649	49977114	0,064469325	504000000	24	21	39	42
SABANCI HOLDİNG	2000q4	33	8815044	857763502	0,010276777	857763502	38907975	0,045359793	544500000	23	26	40	44,5
SABANCI HOLDİNG	2001q1	33	41006	1054140299	3,88999E-05	1054140299	95263425	0,090370727	666000000	19	24	47	45
SABANCI HOLDİNG	2001q2	33	-77015957	1121079269	-0,068698048	1121079269	94010799	0,083857406	840000000	32,5	25	42	49,75
SABANCI HOLDİNG	2001q3	33	-40740725	1166078942	-0,034938222	1166078942	98259154	0,084264581	660000000	32,5	26,5	42,5	50,75
SABANCI HOLDİNG	2001q4	33	36992346	1232767837	0,030007553	1232767837	66751672	0,054147805	1260000000	32,5	26,5	44	51,5
SABANCI HOLDİNG	2002q1	33	5183612	1323699075	0,003916005	1323699075	127050420	0,095981347	1384000000	23	21,5	41,5	43

SABANCI HOLDİNG	2002q2	33	15767073	1326317526	0,011887857	1326317526	97357597	0,073404441	1144000000	22,5	18,5	40,5	40,75
SABANCI HOLDİNG	2002q3	33	31729295	1330099630	0,023854826	1330099630	78650548	0,059131321	1096000000	24,5	17	43,5	42,5
SABANCI HOLDİNG	2002q4	33	-22725556	1481193226	-0,015342736	1481193226	56118733	0,037887517	1240000000	23	17,5	40	40,25
SABANCI HOLDİNG	2003q1	33	-20125558	1724063051	-0,011673331	1724063051	269889225	0,156542549	1510000000	23	21,5	42,5	43,5
SABANCI HOLDİNG	2003q2	33	-83063673	1661336135	-0,049998114	1661336135	162862053	0,098030765	1590000000	23,5	18	39,5	40,5
SABANCI HOLDİNG	2003q3	33	-21694524	1733049209	-0,012518123	1733049209	109062693	0,0629311	2140000000	23,5	18,5	34,5	38,25
SABANCI HOLDİNG	2003q4	33	-1006627896	36324505000	-0,027712088	36324505000	31134788000	0,857129037	3080000000	22,5	17	35,5	37,5
SABANCI HOLDİNG	2004q1	33	-333802004	40611921000	-0,008219311	40611921000	35216696000	0,867151692	3492000000	22	18	36	38
SABANCI HOLDİNG	2004q2	33	-766419100	43074872000	-0,017792719	43074872000	37575102000	0,872320688	3048000000	22	18	33,5	36,75
SABANCI HOLDİNG	2004q3	33	-1896691000	42031793000	-0,045125151	42031793000	36315840000	0,864008823	3744000000	20	17	32	34,5
SABANCI HOLDİNG	2004q4	33	-2844107000	43339545000	-0,065623832	43339545000	37149828000	0,857180849	3636000000	19	17	29,5	32,75
SABANCI HOLDİNG	2005q1	33	-4414552000	46486231000	-0,094964722	46486231000	40091006000	0,862427543	3144000000	19	16,5	30	32,75
SABANCI HOLDİNG	2005q2	33	-4073843000	53671739000	-0,075902944	53671739000	47171969000	0,878897719	3648000000	15,5	17	30,5	31,5
SABANCI HOLDİNG	2005q3	33	-6464125000	57683050000	-0,112062816	57683050000	50967097000	0,883571465	4932000000	16	17	31	32
SABANCI HOLDİNG	2005q4	33	-5072850000	61735979000	-0,082170075	61735979000	54936820000	0,889867155	5424000000	18	17	32	33,5
SABANCI HOLDİNG	2006q1	33	-2381049000	61366555000	-0,038800435	61366555000	54666402000	0,890817515	10098000000	18	17	32	33,5
SABANCI HOLDİNG	2006q2	33	-6726918000	66092687000	-0,101780065	66092687000	59458768000	0,899627034	6912000000	15,5	19	34,5	34,5
SABANCI HOLDİNG	2006q3	33	-5048733000	67106225000	-0,075234943	67106225000	60329090000	0,899008848	8640000000	16	16,5	35	33,75
SABANCI HOLDİNG	2006q4	33	-2659885000	67618900000	-0,039336413	67618900000	60764556000	0,89863272	8964000000	16	16	36	34
SABANCI HOLDİNG	2007q1	33	-8100350000	72360032000	-0,111945086	72360032000	65203155000	0,901093507	9216000000	15,5	17	35,5	34
SABANCI HOLDİNG	2007q2	33	-	76906783000	-0,155922788	76906783000	69540042000	0,904212077	10746000000	15,5	17,5	38	35,5
SABANCI HOLDİNG	2007q3	33	-7390938000	75121069000	-0,098387018	75121069000	67551509000	0,899235193	12726000000	15	17,5	37,5	35
SABANCI HOLDİNG	2007q4	33	-9229427000	79330180000	-0,116341939	79330180000	70780485000	0,892226452	10584000000	15	18,5	38	35,75
SABANCI HOLDİNG	2008q1	33	-	88252761000	-0,168389077	88252761000	79193269000	0,897346078	6822000000	14,5	18,5	38,5	35,75
SABANCI HOLDİNG	2008q2	33	-	92466025000	-0,169285075	92466025000	83520734000	0,903258619	7020000000	14,5	17,5	40,5	36,25
SABANCI HOLDİNG	2008q3	33	-	95655119000	-0,189759829	95655119000	86333389000	0,90254855	8352000000	15	17,5	40	36,25
SABANCI HOLDİNG	2008q4	33	-	1,00821E+11	-0,213621551	1,00821E+11	91264453000	0,905208927	5868000000	15	22,5	40,5	39
SABANCI HOLDİNG	2009q1	33	-	1,00811E+11	-0,170503993	1,00811E+11	91033881000	0,90301746	5073000000	18,5	21	40,5	40
SABANCI HOLDİNG	2009q2	33	-	1,00887E+11	-0,156663036	1,00887E+11	90833132000	0,900346382	7866000000	17,5	20	41	39,25
SABANCI HOLDİNG	2009q3	33	-	1,01346E+11	-0,058581153	1,01346E+11	90779032000	0,895735635	10925000000	17,5	16	40,5	37

SABANCI HOLDİNG	2009q4	33	-4111112000	1,02901E+11	-0,039952196	1,02901E+11	92000012000	0,89406528	10640000000	23,5	15	41,5	40
SASA	2000q1	34	-9985502	178585239	-0,055914487	178585239	120521400	0,674867647	18890200	24,5	23,5	43	45,5
SASA	2000q2	34	1848780	206596129	0,008948764	206596129	125743774	0,608645354	16438800	24,5	22,5	40	43,5
SASA	2000q3	34	0	207484058	0	207484058	115326003	0,55583067	13410600	24	21	39	42
SASA	2000q4	34	22698756	239429819	0,09480338	239429819	129719617	0,541785553	12689600	23	26	40	44,5
SASA	2001q1	34	-2819809	285428272	-0,009879221	285428272	198783332	0,696438831	9228800	19	24	47	45
SASA	2001q2	34	589229	351972392	0,001674077	351972392	239348243	0,680019935	11103400	32,5	25	42	49,75
SASA	2001q3	34	-753556	360292976	-0,002091509	360292976	239785416	0,665528978	8507800	32,5	26,5	42,5	50,75
SASA	2001q4	34	25586776	342801293	0,074640255	342801293	207030939	0,603938618	15862000	32,5	26,5	44	51,5
SASA	2002q1	34	30909285	344524364	0,089715818	344524364	183156429	0,531621122	14852600	23	21,5	41,5	43
SASA	2002q2	34	35827647	364391340	0,098321895	364391340	193002461	0,529657102	10526600	22,5	18,5	40,5	40,75
SASA	2002q3	34	43664694	353428335	0,123546104	353428335	160088151	0,452957885	11103400	24,5	17	43,5	42,5
SASA	2002q4	34	42839284	387524868	0,110545897	387524868	180991889	0,46704587	13699000	23	17,5	40	40,25
SASA	2003q1	34	34899609	453619392	0,076935884	453619392	213230353	0,470064457	174842500	23	21,5	42,5	43,5
SASA	2003q2	34	25267365	468299462	0,053955571	468299462	216595351	0,462514627	182052500	23,5	18	39,5	40,5
SASA	2003q3	34	18898953	473097677	0,039947254	473097677	224969842	0,475525146	185657500	23,5	18,5	34,5	38,25
SASA	2003q4	34	34899609	605047000	0,057680823	605047000	216344000	0,357565611	230720000	22,5	17	35,5	37,5
SASA	2004q1	34	105711000	914801000	0,115556279	914801000	452142000	0,494251755	246942500	22	18	36	38
SASA	2004q2	34	76501000	823456000	0,092902353	823456000	393909000	0,478360714	239732500	22	18	33,5	36,75
SASA	2004q3	34	78482901	800654800	0,098023394	800654800	379876800	0,474457656	248745000	20	17	32	34,5
SASA	2004q4	34	53558691	789000650	0,067881682	789000650	368222650	0,466694989	239732500	19	17	29,5	32,75
SASA	2005q1	34	59582000	763414000	0,078046774	763414000	343916000	0,450497371	240093000	19	16,5	30	32,75
SASA	2005q2	34	30749000	715606000	0,042969176	715606000	326903000	0,456819814	214137000	15,5	17	30,5	31,5
SASA	2005q3	34	94588000	708776000	0,1334526	708776000	322003000	0,454308554	222789000	16	17	31	32
SASA	2005q4	34	48791000	692985000	0,070407007	692985000	326026000	0,470466172	272538000	18	17	32	33,5
SASA	2006q1	34	19255000	691197000	0,02785747	691197000	333670000	0,482742257	255234000	18	17	32	33,5
SASA	2006q2	34	127968000	605047000	0,211500925	605047000	175500000	0,290060111	201159000	15,5	19	34,5	34,5
SASA	2006q3	34	124009000	583510000	0,212522493	583510000	162732000	0,278884681	190344000	16	16,5	35	33,75
SASA	2006q4	34	104987000	519844000	0,201958665	519844000	175730000	0,338043721	179529000	16	16	36	34
SASA	2007q1	34	91417000	504177000	0,181319259	504177000	177036000	0,351138588	164388000	15,5	17	35,5	34
SASA	2007q2	34	92870000	506226000	0,183455611	506226000	181417000	0,358371557	149247000	15,5	17,5	38	35,5
SASA	2007q3	34	89962000	506338000	0,177671832	506338000	186348000	0,368030841	164388000	15	17,5	37,5	35
SASA	2007q4	34	79856000	447877000	0,178298953	447877000	160177000	0,357636137	149247000	15	18,5	38	35,75
SASA	2008q1	34	63635000	447733192	0,142127055	447733192	172599192	0,385495637	95172000	14,5	18,5	38,5	35,75

SASA	2008q2	34	64684000	445079000	0,145331503	445079000	175623000	0,394588376	77868000	14,5	17,5	40,5	36,25
SASA	2008q3	34	69119000	458698000	0,1506852	458698000	184922000	0,403145425	73542000	15	17,5	40	36,25
SASA	2008q4	34	20215000	417316000	0,04844051	417316000	180314000	0,432080246	51912000	15	22,5	40,5	39
SASA	2009q1	34	-1638000	402881000	-0,004065717	402881000	188458000	0,467775844	62727000	18,5	21	40,5	40
SASA	2009q2	34	-7190000	403187000	-0,017832916	403187000	199870000	0,495725309	101661000	17,5	20	41	39,25
SASA	2009q3	34	42839284	387524868	0,110545897	387524868	180991889	0,46704587	110313000	17,5	16	40,5	37
SASA	2009q4	34	43664694	353428335	0,123546104	353428335	160088151	0,452957885	125454000	23,5	15	41,5	40
ŞİŞE CAM	2000q1	35	-2999366	96099315	-0,031211107	96099315	12785475	0,133044393	141410000	24,5	23,5	43	45,5
ŞİŞE CAM	2000q2	35	1110410	103525498	0,010725957	103525498	12294807	0,118761148	111390000	24,5	22,5	40	43,5
ŞİŞE CAM	2000q3	35	5864908	105986926	0,055336146	105986926	8379922	0,07906562	104280000	24	21	39	42
ŞİŞE CAM	2000q4	35	-42018731	194999763	-0,215480934	194999763	54089091	0,277380291	83740000	23	26	40	44,5
ŞİŞE CAM	2001q1	35	-100772878	272123409	-0,370320504	272123409	120992298	0,444622895	77377520	19	24	47	45
ŞİŞE CAM	2001q2	35	-123399402	293817549	-0,419986493	293817549	136396879	0,464223051	78218580	32,5	25	42	49,75
ŞİŞE CAM	2001q3	35	-145550128	313318085	-0,464544292	313318085	156682034	0,500073381	47099360	32,5	26,5	42,5	50,75
ŞİŞE CAM	2001q4	35	-138675883	373667913	-0,371120661	373667913	148827648	0,398288541	104291440	32,5	26,5	44	51,5
ŞİŞE CAM	2002q1	35	-60225225	400355760	-0,150429271	400355760	105537440	0,263609146	270750000	23	21,5	41,5	43
ŞİŞE CAM	2002q2	35	-58873622	406554663	-0,144811085	406554663	99799659	0,245476606	225150000	22,5	18,5	40,5	40,75
ŞİŞE CAM	2002q3	35	-52635664	404904074	-0,129995392	404904074	89123560	0,220110307	239400000	24,5	17	43,5	42,5
ŞİŞE CAM	2002q4	35	-93632392	514245995	-0,182077047	514245995	105521567	0,205196672	276450000	23	17,5	40	40,25
ŞİŞE CAM	2003q1	35	-90323647	522730679	-0,172791938	522730679	111125012	0,212585594	276450000	23	21,5	42,5	43,5
ŞİŞE CAM	2003q2	35	-70739063	567999136	-0,124540793	567999136	93008736	0,163748024	310650000	23,5	18	39,5	40,5
ŞİŞE CAM	2003q3	35	-112611988	672099326	-0,167552598	672099326	148077339	0,220320618	356250000	23,5	18,5	34,5	38,25
ŞİŞE CAM	2003q4	35	386404350	3100987453	0,124606873	3100987453	1575313244	0,508003747	493050000	22,5	17	35,5	37,5
ŞİŞE CAM	2004q1	35	403136876	3250987564	0,124004435	3250987564	1650000021	0,507538091	1046045000	22	18	36	38
ŞİŞE CAM	2004q2	35	443598804	3396037865	0,130622455	3396037865	1633769056	0,48108093	1062985000	22	18	33,5	36,75
ŞİŞE CAM	2004q3	35	527944755	3675674000	0,143632094	3675674000	1818889345	0,494845121	1274735000	20	17	32	34,5
ŞİŞE CAM	2004q4	35	620255416	3739706345	0,165856717	3739706345	1747764624	0,46735344	1439900000	19	17	29,5	32,75
ŞİŞE CAM	2005q1	35	668079688	3986359382	0,167591435	3986359382	1781549468	0,446911404	1245090000	19	16,5	30	32,75
ŞİŞE CAM	2005q2	35	589869558	3994306920	0,147677575	3994306920	1781476571	0,446003927	1541540000	15,5	17	30,5	31,5
ŞİŞE CAM	2005q3	35	634008408	4160244229	0,15239692	4160244229	1912666004	0,45974849	1689765000	16	17	31	32
ŞİŞE CAM	2005q4	35	685566858	4185820535	0,163783147	4185820535	2054737982	0,490880573	1854930000	18	17	32	33,5
ŞİŞE CAM	2006q1	35	827213751	4349265377	0,190196201	4349265377	2191337267	0,503840782	2227610000	18	17	32	33,5
ŞİŞE CAM	2006q2	35	834811808	4663402072	0,179013475	4663402072	2376486644	0,509603634	1706705000	15,5	19	34,5	34,5
ŞİŞE CAM	2006q3	35	991846583	4859032346	0,204124301	4859032346	2513784472	0,517342609	1926925000	16	16,5	35	33,75

ŞİŞE CAM	2006q4	35	752759027	4935436090	0,152521279	4935436090	2578839721	0,522515067	1973510000	16	16	36	34
ŞİŞE CAM	2007q1	35	718051165	5071713429	0,141579601	5071713429	2663051809	0,525079314	4690115040	15,5	17	35,5	34
ŞİŞE CAM	2007q2	35	638137586	5096242779	0,125217266	5096242779	2699695709	0,529742366	4927469040	15,5	17,5	38	35,5
ŞİŞE CAM	2007q3	35	794360140	5200183819	0,152756165	5200183819	2754705679	0,529732366	5478130320	15	17,5	37,5	35
ŞİŞE CAM	2007q4	35	834415812	5197381978	0,160545408	5197381978	2657489029	0,511313011	2155174320	15	18,5	38	35,75
ŞİŞE CAM	2008q1	35	851032012	5578179874	0,152564462	5578179874	2125808409	0,381093557	1599892980	14,5	18,5	38,5	35,75
ŞİŞE CAM	2008q2	35	1112266527	5749052896	0,193469524	5749052896	2179168616	0,379048281	1257777500	14,5	17,5	40,5	36,25
ŞİŞE CAM	2008q3	35	1296115156	5877803292	0,220510128	5877803292	2228707710	0,379173579	1559644100	15	17,5	40	36,25
ŞİŞE CAM	2008q4	35	1272115024	6335131082	0,200803268	6335131082	2763575016	0,436230124	1056533100	15	22,5	40,5	39
ŞİŞE CAM	2009q1	35	1265099313	6505414049	0,194468685	6505414049	2949058002	0,453323644	1056000000	18,5	21	40,5	40
ŞİŞE CAM	2009q2	35	1160724173	6347441515	0,182864887	6347441515	2759219168	0,434697848	1331000000	17,5	20	41	39,25
ŞİŞE CAM	2009q3	35	1625225563	6747399465	0,240866955	6747399465	3086069221	0,457371649	1672000000	17,5	16	40,5	37
ŞİŞE CAM	2009q4	35	1653454519	6980765000	0,236858642	6980765000	3257308130	0,466611916	1947000000	23,5	15	41,5	40
TAT KONSERVE	2000q1	36	10787019	27885095	0,386838166	27885095	10679944	0,382998301	7350000	24,5	23,5	43	45,5
TAT KONSERVE	2000q2	36	11120942	29142553	0,381604934	29142553	11046398	0,379047024	6020000	24,5	22,5	40	43,5
TAT KONSERVE	2000q3	36	12346321	44534331	0,277231536	44534331	24878255	0,558630936	5110000	24	21	39	42
TAT KONSERVE	2000q4	36	14457656	42200814	0,342591875	42200814	19974765	0,473326533	3850000	23	26	40	44,5
TAT KONSERVE	2001q1	36	14549817	42448193	0,342766464	42448193	20062178	0,472627374	6195000	19	24	47	45
TAT KONSERVE	2001q2	36	17783742	49400496	0,359991163	49400496	21692043	0,439105773	8400000	32,5	25	42	49,75
TAT KONSERVE	2001q3	36	20881921	78742790	0,265191531	78742790	47031676	0,597282316	8400000	32,5	26,5	42,5	50,75
TAT KONSERVE	2001q4	36	24084291	66220699	0,363697324	66220699	32309408	0,487904968	15435000	32,5	26,5	44	51,5
TAT KONSERVE	2002q1	36	23266682	65619080	0,354571902	65619080	31468801	0,479567848	11025000	23	21,5	41,5	43
TAT KONSERVE	2002q2	36	26657671	66901272	0,398462842	66901272	27668082	0,413565859	10500000	22,5	18,5	40,5	40,75
TAT KONSERVE	2002q3	36	28947834	102375796	0,282760527	102375796	58800974	0,574364023	10500000	24,5	17	43,5	42,5
TAT KONSERVE	2002q4	36	32440415	88868131	0,365039915	88868131	41188062	0,463473931	11025000	23	17,5	40	40,25
TAT KONSERVE	2003q1	36	28238883	80435783	0,351073638	80435783	35490966	0,441233549	92925360	23	21,5	42,5	43,5
TAT KONSERVE	2003q2	36	20909823	231900503	0,090167217	231900503	121199404	0,522635365	96367040	23,5	18	39,5	40,5
TAT KONSERVE	2003q3	36	18082846	294130543	0,061478981	294130543	181800231	0,618093684	101529560	23,5	18,5	34,5	38,25
TAT KONSERVE	2003q4	36	5660113	300033222	0,018864954	300033222	197657426	0,658785133	140248460	22,5	17	35,5	37,5
TAT KONSERVE	2004q1	36	-1003313	313200474	-0,003203421	313200474	202499375	0,64654875	166061060	22	18	36	38
TAT KONSERVE	2004q2	36	-6354607	322249511	-0,019719524	322249511	190743280	0,591911775	147131820	22	18	33,5	36,75
TAT KONSERVE	2004q3	36	-16602069	338319823	-0,049072114	338319823	208956843	0,617631096	154015180	20	17	32	34,5
TAT KONSERVE	2004q4	36	-29907793	340989148	-0,087708929	340989148	232535991	0,68194543	168642320	19	17	29,5	32,75
TAT KONSERVE	2005q1	36	-63156028	341933152	-0,184702851	341933152	239336891	0,699952285	147992240	19	16,5	30	32,75

TAT KONSERVE	2005q2	36	-4795172	320469113	-0,014962977	320469113	210608276	0,65718744	160898540	15,5	17	30,5	31,5
TAT KONSERVE	2005q3	36	-6699648	352107132	-0,0190273	352107132	246373172	0,699710826	130783840	16	17	31	32
TAT KONSERVE	2005q4	36	-14592533	330990788	-0,044087429	330990788	237160180	0,716515953	154015180	18	17	32	33,5
TAT KONSERVE	2006q1	36	19410286	310032332	0,062607296	310032332	220969690	0,712731116	142829720	18	17	32	33,5
TAT KONSERVE	2006q2	36	7488084	317597190	0,023577299	317597190	248452447	0,782287926	129923420	15,5	19	34,5	34,5
TAT KONSERVE	2006q3	36	10313348	357033677	0,028886205	357033677	283667596	0,794512155	134225520	16	16,5	35	33,75
TAT KONSERVE	2006q4	36	-156849	331158817	-0,000473637	331158817	258642852	0,781023602	160898540	16	16	36	34
TAT KONSERVE	2007q1	36	25581483	337742382	0,075742591	337742382	262108104	0,776059263	304640000	15,5	17	35,5	34
TAT KONSERVE	2007q2	36	8783071	321716337	0,027300668	321716337	244686869	0,760567123	380800000	15,5	17,5	38	35,5
TAT KONSERVE	2007q3	36	76233220	442087489	0,172439216	442087489	296121594	0,669825773	413440000	15	17,5	37,5	35
TAT KONSERVE	2007q4	36	69615290	397278268	0,175230551	397278268	255388973	0,642846573	421600000	15	18,5	38	35,75
TAT KONSERVE	2008q1	36	-6550408	432711503	-0,015138049	432711503	283072488	0,654182951	378080000	14,5	18,5	38,5	35,75
TAT KONSERVE	2008q2	36	-14991278	443496410	-0,033802479	443496410	274683748	0,619359575	424320000	14,5	17,5	40,5	36,25
TAT KONSERVE	2008q3	36	12018207	541100340	0,022210681	541100340	368511750	0,681041431	261120000	15	17,5	40	36,25
TAT KONSERVE	2008q4	36	-8866736	526277633	-0,01684802	526277633	367887326	0,699036598	164560000	15	22,5	40,5	39
TAT KONSERVE	2009q1	36	32399923	521454924	0,062133698	521454924	366253099	0,702367706	156400000	18,5	21	40,5	40
TAT KONSERVE	2009q2	36	69527417	538143184	0,129198732	538143184	351853793	0,653829322	311440000	17,5	20	41	39,25
TAT KONSERVE	2009q3	36	78532867	571121418	0,137506429	571121418	381731298	0,668389043	399840000	17,5	16	40,5	37
TAT KONSERVE	2009q4	36	77049113	599650765	0,128489977	599650765	398193979	0,664043144	416160000	23,5	15	41,5	40
TOFAŞ OTO. FAB.	2000q1	37	-45659750	188762781	-0,241889581	188762781	127339460	0,674600466	2413152000	24,5	23,5	43	45,5
TOFAŞ OTO. FAB.	2000q2	37	-50076082	245997536	-0,203563348	245997536	161017651	0,654549853	1555848000	24,5	22,5	40	43,5
TOFAŞ OTO. FAB.	2000q3	37	-38900490	278459926	-0,139698701	278459926	172744361	0,62035627	825552000	24	21	39	42
TOFAŞ OTO. FAB.	2000q4	37	28294816	362459093	0,078063474	362459093	229867666	0,634189266	501681600	23	26	40	44,5
TOFAŞ OTO. FAB.	2001q1	37	28128607	528814542	0,053191818	528814542	391136954	0,739648635	38102400	19	24	47	45
TOFAŞ OTO. FAB.	2001q2	37	-9459806	791393122	-0,011953359	791393122	615719698	0,778020027	76839840	32,5	25	42	49,75
TOFAŞ OTO. FAB.	2001q3	37	35481685	938985288	0,037787264	938985288	721333884	0,768205736	66044160	32,5	26,5	42,5	50,75
TOFAŞ OTO. FAB.	2001q4	37	49862324	835776787	0,059659857	835776787	606833601	0,726071375	99701280	32,5	26,5	44	51,5
TOFAŞ OTO. FAB.	2002q1	37	53769266	848901486	0,063339818	848901486	565076496	0,665656151	236874070	23	21,5	41,5	43
TOFAŞ OTO. FAB.	2002q2	37	74976818	992577564	0,07553749	992577564	703926738	0,70919066	211312120	22,5	18,5	40,5	40,75
TOFAŞ OTO. FAB.	2002q3	37	80832933	1097168885	0,073674103	1097168885	735709883	0,670552996	136330400	24,5	17	43,5	42,5
TOFAŞ OTO. FAB.	2002q4	37	48662552	1242210440	0,039174161	1242210440	845247699	0,680438412	172117130	23	17,5	40	40,25
TOFAŞ OTO. FAB.	2003q1	37	86841868	1294579672	0,067081131	1294579672	854119550	0,659765921	522000000	23	21,5	42,5	43,5
TOFAŞ OTO. FAB.	2003q2	37	115913951	1333216835	0,08694306	1333216835	830908737	0,623236007	589500000	23,5	18	39,5	40,5
TOFAŞ OTO. FAB.	2003q3	37	122745793	1290671164	0,095102297	1290671164	759318716	0,588313071	711000000	23,5	18,5	34,5	38,25

TOFAŞ OTO. FAB.	2003q4	37	264902747	1298765000	0,203965111	1298765000	696888454	0,53657779	1075500000	22,5	17	35,5	37,5
TOFAŞ OTO. FAB.	2004q1	37	240542269	1457338000	0,165055923	1457338000	769683655	0,528143543	1174500000	22	18	36	38
TOFAŞ OTO. FAB.	2004q2	37	350549692	1501141000	0,233522162	1501141000	653214921	0,435145613	913500000	22	18	33,5	36,75
TOFAŞ OTO. FAB.	2004q3	37	322986000	1674500000	0,19288504	1674500000	814648000	0,486502239	1291500000	20	17	32	34,5
TOFAŞ OTO. FAB.	2004q4	37	333201106	1690876543	0,197058211	1690876543	790111198	0,467279058	981000000	19	17	29,5	32,75
TOFAŞ OTO. FAB.	2005q1	37	355570000	1699690000	0,209196971	1699690000	770556000	0,453350905	965000000	19	16,5	30	32,75
TOFAŞ OTO. FAB.	2005q2	37	426645000	1877661000	0,227221527	1877661000	891145000	0,474603776	940000000	15,5	17	30,5	31,5
TOFAŞ OTO. FAB.	2005q3	37	426330000	1827827000	0,233244175	1827827000	816120000	0,446497398	1150000000	16	17	31	32
TOFAŞ OTO. FAB.	2005q4	37	387678000	1932995000	0,200558201	1932995000	894718000	0,462866174	1310000000	18	17	32	33,5
TOFAŞ OTO. FAB.	2006q1	37	350688000	1973222000	0,17772354	1973222000	920186000	0,466336783	1960000000	18	17	32	33,5
TOFAŞ OTO. FAB.	2006q2	37	403841000	2293858000	0,176053182	2293858000	1357342000	0,591728869	1955000000	15,5	19	34,5	34,5
TOFAŞ OTO. FAB.	2006q3	37	314897000	2188377000	0,143895225	2188377000	1203903000	0,5501351	1915000000	16	16,5	35	33,75
TOFAŞ OTO. FAB.	2006q4	37	312273000	2418837000	0,129100473	2418837000	1400841000	0,579138239	2310000000	16	16	36	34
TOFAŞ OTO. FAB.	2007q1	37	240847000	2373098000	0,101490541	2373098000	1324411000	0,558093682	2500000000	15,5	17	35,5	34
TOFAŞ OTO. FAB.	2007q2	37	318672000	2712208000	0,117495413	2712208000	1658431000	0,611468958	3060000000	15,5	17,5	38	35,5
TOFAŞ OTO. FAB.	2007q3	37	374675000	2790269000	0,134279168	2790269000	1675535000	0,600492282	2915000000	15	17,5	37,5	35
TOFAŞ OTO. FAB.	2007q4	37	267740000	3176256000	0,084294213	3176256000	2015186000	0,634453268	2965000000	15	18,5	38	35,75
TOFAŞ OTO. FAB.	2008q1	37	236172000	3598815000	0,065624935	3598815000	2468380000	0,685886882	2070000000	14,5	18,5	38,5	35,75
TOFAŞ OTO. FAB.	2008q2	37	78430000	3579552000	0,021910563	3579552000	2427387000	0,678125922	1780000000	14,5	17,5	40,5	36,25
TOFAŞ OTO. FAB.	2008q3	37	198853000	3474296000	0,05723548	3474296000	2272479000	0,654083302	1340000000	15	17,5	40	36,25
TOFAŞ OTO. FAB.	2008q4	37	132418000	3570642000	0,037085208	3570642000	2451181000	0,686481871	575000000	15	22,5	40,5	39
TOFAŞ OTO. FAB.	2009q1	37	44355000	3765890000	0,011778092	3765890000	2564073000	0,680867736	730000000	18,5	21	40,5	40
TOFAŞ OTO. FAB.	2009q2	37	164461000	4137786000	0,039746135	4137786000	2954006000	0,713909806	1350000000	17,5	20	41	39,25
TOFAŞ OTO. FAB.	2009q3	37	224384000	4053125000	0,05536074	4053125000	2764977000	0,682183994	2090000000	17,5	16	40,5	37
TOFAŞ OTO. FAB.	2009q4	37	182812000	4200786560	0,043518517	4200786560	2902021560	0,690828139	2370000000	23,5	15	41,5	40
TRAKYA CAM	2000q1	38	27222877	142727826	0,190732794	142727826	61298355	0,429477256	28871920	24,5	23,5	43	45,5
TRAKYA CAM	2000q2	38	36034611	151581963	0,237723607	151581963	61983782	0,408912649	22828960	24,5	22,5	40	43,5
TRAKYA CAM	2000q3	38	45471638	163548317	0,278031831	163548317	66402542	0,406011772	18800320	24	21	39	42
TRAKYA CAM	2000q4	38	59713769	179551931	0,332571021	179551931	62680755	0,34909541	17457440	23	26	40	44,5
TRAKYA CAM	2001q1	38	58409187	220742668	0,264603067	220742668	110095126	0,498748733	18800320	19	24	47	45
TRAKYA CAM	2001q2	38	73425751	274539690	0,267450404	274539690	128872686	0,469413679	26186160	32,5	25	42	49,75
TRAKYA CAM	2001q3	38	88425203	312296712	0,283144841	312296712	137578096	0,440536486	16786000	32,5	26,5	42,5	50,75
TRAKYA CAM	2001q4	38	134476481	317368919	0,423722907	317368919	116593185	0,367374302	35586320	32,5	26,5	44	51,5
TRAKYA CAM	2002q1	38	110379456	349266058	0,316032587	349266058	162627535	0,465626508	63063000	23	21,5	41,5	43

TRAKYA CAM	2002q2	38	143597881	367724354	0,390504136	367724354	148126936	0,402820576	54654600	22,5	18,5	40,5	40,75
TRAKYA CAM	2002q3	38	157821490	418627626	0,376997313	418627626	171075833	0,408658728	79879800	24,5	17	43,5	42,5
TRAKYA CAM	2002q4	38	81496402	499087541	0,163290796	499087541	215157025	0,431100774	74274200	23	17,5	40	40,25
TRAKYA CAM	2003q1	38	57165714	528079102	0,10825218	528079102	263838876	0,499619991	129732000	23	21,5	42,5	43,5
TRAKYA CAM	2003q2	38	101471439	546947772	0,185523087	546947772	234982047	0,429624288	132008000	23,5	18	39,5	40,5
TRAKYA CAM	2003q3	38	151687445	582312841	0,260491328	582312841	244441960	0,419777726	150216000	23,5	18,5	34,5	38,25
TRAKYA CAM	2003q4	38	91496788	687654345	0,133056366	687654345	239036952	0,347612072	207116000	22,5	17	35,5	37,5
TRAKYA CAM	2004q1	38	105119770	847926079	0,1239728	847926079	299733316	0,353489913	241256000	22	18	36	38
TRAKYA CAM	2004q2	38	116621179	1033605750	0,11282946	1033605750	329135348	0,31843413	248084000	22	18	33,5	36,75
TRAKYA CAM	2004q3	38	162772355	1045492360	0,155689665	1045492360	279705501	0,267534715	277672000	20	17	32	34,5
TRAKYA CAM	2004q4	38	140574456	1111374566	0,126487019	1111374566	310398020	0,279291995	268568000	19	17	29,5	32,75
TRAKYA CAM	2005q1	38	186523581	1183920338	0,157547408	1183920338	335994259	0,283798029	327744000	19	16,5	30	32,75
TRAKYA CAM	2005q2	38	98807175	1183704528	0,083472837	1183704528	387081090	0,327008203	352780000	15,5	17	30,5	31,5
TRAKYA CAM	2005q3	38	93007066	1258789353	0,073886124	1258789353	434854773	0,345454759	375540000	16	17	31	32
TRAKYA CAM	2005q4	38	117944927	1300617922	0,090683763	1300617922	434095704	0,333761127	411956000	18	17	32	33,5
TRAKYA CAM	2006q1	38	133541893	1349433628	0,098961439	1349433628	443184618	0,328422687	580587480	18	17	32	33,5
TRAKYA CAM	2006q2	38	192981323	1377208065	0,140125031	1377208065	454913609	0,330315818	451568040	15,5	19	34,5	34,5
TRAKYA CAM	2006q3	38	205774782	1508044531	0,136451396	1508044531	554618598	0,367773356	530739060	16	16,5	35	33,75
TRAKYA CAM	2006q4	38	162377477	1526101724	0,106400166	1526101724	546385308	0,358026794	530739060	16	16	36	34
TRAKYA CAM	2007q1	38	158921896	1603245768	0,099125099	1603245768	576189720	0,359389516	942018540	15,5	17	35,5	34
TRAKYA CAM	2007q2	38	107102662	1589753029	0,067370629	1589753029	606626518	0,381585383	1114164060	15,5	17,5	38	35,5
TRAKYA CAM	2007q3	38	202325449	1660356251	0,121856649	1660356251	614863891	0,37032046	1061564040	15	17,5	37,5	35
TRAKYA CAM	2007q4	38	250490861	1656041485	0,151258808	1656041485	544666919	0,328896905	1061564040	15	18,5	38	35,75
TRAKYA CAM	2008q1	38	278031844	1716532378	0,161972968	1716532378	545812028	0,317973628	712300120	14,5	18,5	38,5	35,75
TRAKYA CAM	2008q2	38	336259043	1725466049	0,194880127	1725466049	504991529	0,292669641	626609880	14,5	17,5	40,5	36,25
TRAKYA CAM	2008q3	38	373004000	1737003901	0,214739875	1737003901	472113966	0,271797873	615898600	15	17,5	40	36,25
TRAKYA CAM	2008q4	38	374098292	1798671337	0,207985908	1798671337	519430701	0,288785778	439162480	15	22,5	40,5	39
TRAKYA CAM	2009q1	38	366166915	1822221101	0,200945382	1822221101	533443444	0,292743534	469800000	18,5	21	40,5	40
TRAKYA CAM	2009q2	38	358884048	1779050745	0,201727831	1779050745	488560797	0,274618809	696000000	17,5	20	41	39,25
TRAKYA CAM	2009q3	38	436697652	1891933590	0,230820814	1891933590	576119278	0,304513478	1015000000	17,5	16	40,5	37
TRAKYA CAM	2009q4	38	441977789	1920543678	0,2301316	1920543678	530778345	0,276368797	1038200000	23,5	15	41,5	40
TÜPRAŞ	2000q1	39	183176944	975385069	0,187799619	975385069	637971379	0,654071299	296765440	24,5	23,5	43	45,5
TÜPRAŞ	2000q2	39	198681490	1134964585	0,175055233	1134964585	742736711	0,654413997	272097280	24,5	22,5	40	43,5
TÜPRAŞ	2000q3	39	281484797	1211979650	0,232252082	1211979650	734854170	0,606325502	225751040	24	21	39	42

TÜPRAŞ	2000q4	39	367145884	1619282366	0,226733701	1619282366	994941457	0,614433577	209305600	23	26	40	44,5
TÜPRAŞ	2001q1	39	178986357	1590366913	0,112544065	1590366913	1137540645	0,71526931	736232448	19	24	47	45
TÜPRAŞ	2001q2	39	285399684	1844958090	0,15469169	1844958090	1217785130	0,660061135	969122304	32,5	25	42	49,75
TÜPRAŞ	2001q3	39	382868578	2456155368	0,155881254	2456155368	1688372626	0,687404652	873963008	32,5	26,5	42,5	50,75
TÜPRAŞ	2001q4	39	316744118	2185470851	0,144931751	2185470851	1453656287	0,665145585	1244583424	32,5	26,5	44	51,5
TÜPRAŞ	2002q1	39	223047018	2243080890	0,099437795	2243080890	1537526695	0,685453076	751257000	23	21,5	41,5	43
TÜPRAŞ	2002q2	39	484317781	2546786000	0,190168228	2546786000	1727825140	0,678433579	713694150	22,5	18,5	40,5	40,75
TÜPRAŞ	2002q3	39	378387263	2902843693	0,130350547	2902843693	1927458624	0,663989807	733727670	24,5	17	43,5	42,5
TÜPRAŞ	2002q4	39	225675724	3024557435	0,074614461	3024557435	1889592850	0,624750196	866449740	23	17,5	40	40,25
TÜPRAŞ	2003q1	39	652669900	3248781246	0,200896844	3248781246	1863440607	0,573581434	866449740	23	21,5	42,5	43,5
TÜPRAŞ	2003q2	39	677426320	3570642000	0,189721154	3570642000	1980275087	0,554599169	1096835220	23,5	18	39,5	40,5
TÜPRAŞ	2003q3	39	930053644	3765890000	0,24696782	3765890000	2028886099	0,538753415	1394833830	23,5	18,5	34,5	38,25
TÜPRAŞ	2003q4	39	582225083	4137786000	0,140709327	4137786000	2292827910	0,5541195	1359775170	22,5	17	35,5	37,5
TÜPRAŞ	2004q1	39	653327861	4053125000	0,161191145	4053125000	1596969632	0,39400947	1302178800	22	18	36	38
TÜPRAŞ	2004q2	39	886429749	4200786560	0,211015184	4200786560	2015315709	0,479747228	1299674610	22	18	33,5	36,75
TÜPRAŞ	2004q3	39	1246802208	4765894000	0,261609303	4765894000	2522813110	0,529347298	1640244450	20	17	32	34,5
TÜPRAŞ	2004q4	39	1260042422	5123986000	0,24591059	5123986000	2577200000	0,502967807	1828058700	19	17	29,5	32,75
TÜPRAŞ	2005q1	39	1199091386	5539699801	0,216454218	5539699801	2753152801	0,49698592	2281317090	19	16,5	30	32,75
TÜPRAŞ	2005q2	39	1125124246	5877803292	0,191419173	5877803292	2974959599	0,506134597	2882322690	15,5	17	30,5	31,5
TÜPRAŞ	2005q3	39	1114486632	6335131082	0,175921637	6335131082	3389458082	0,535025722	3575983320	16	17	31	32
TÜPRAŞ	2005q4	39	1580419149	6505414049	0,242939056	6505414049	3517760049	0,540743452	3741259860	18	17	32	33,5
TÜPRAŞ	2006q1	39	1894705110	6347441515	0,298499026	6347441515	3346095915	0,527156636	3575983320	18	17	32	33,5
TÜPRAŞ	2006q2	39	1506339000	6747399465	0,223247343	6747399465	3722842030	0,55174472	4297190040	15,5	19	34,5	34,5
TÜPRAŞ	2006q3	39	1414239560	6980765000	0,202590914	6980765000	3731983754	0,534609567	3778822710	16	16,5	35	33,75
TÜPRAŞ	2006q4	39	1463050307	7456784000	0,196203927	7456784000	3886142000	0,521155233	3924065730	16	16	36	34
TÜPRAŞ	2007q1	39	1090509000	7834862000	0,139186753	7834862000	4255626000	0,543165406	5025909330	15,5	17	35,5	34
TÜPRAŞ	2007q2	39	795252000	7654789000	0,103889474	7654789000	4667135000	0,609701326	5541772470	15,5	17,5	38	35,5
TÜPRAŞ	2007q3	39	922537000	7188618000	0,128333012	7188618000	4187272400	0,582486425	5629419120	15	17,5	37,5	35
TÜPRAŞ	2007q4	39	720869000	7750116000	0,093013963	7750116000	4725558565	0,609740366	6027585330	15	18,5	38	35,75
TÜPRAŞ	2008q1	39	52338440	7419815000	0,007053874	7419815000	4171033754	0,562147945	5191185870	14,5	18,5	38,5	35,75
TÜPRAŞ	2008q2	39	34892560	7657358000	0,004556736	7657358000	4086716000	0,533697915	5654461020	14,5	17,5	40,5	36,25
TÜPRAŞ	2008q3	39	164121000	8419950000	0,019491921	8419950000	4840714000	0,574910065	4783002900	15	17,5	40	36,25
TÜPRAŞ	2008q4	39	39433000	8657890000	0,004554574	8657890000	5423323000	0,626402391	3242926050	15	22,5	40,5	39
TÜPRAŞ	2009q1	39	-311654000	8732743000	-0,035687985	8732743000	5790732000	0,663105739	3343093650	18,5	21	40,5	40

TÜPRAŞ	2009q2	39	31143000	9750794000	0,003193894	9750794000	6439179000	0,660374837	4369811550	17,5	20	41	39,25
TÜPRAŞ	2009q3	39	213608000	10782514000	0,019810593	10782514000	7190866000	0,666900688	5719569960	17,5	16	40,5	37
TÜPRAŞ	2009q4	39	240001000	11234675000	0,021362523	11234675000	7469230000	0,664837212	6741279480	23,5	15	41,5	40
TÜRK HAVA YOLLARI	2000q1	40	-70186061	339122011	-0,206964039	339122011	294845488	0,869437779	282000000	24,5	23,5	43	45,5
TÜRK HAVA YOLLARI	2000q2	40	7804985	370453047	0,021068756	370453047	238029246	0,642535533	244500000	24,5	22,5	40	43,5
TÜRK HAVA YOLLARI	2000q3	40	17213412	339980188	0,050630633	339980188	206254832	0,60666721	187500000	24	21	39	42
TÜRK HAVA YOLLARI	2000q4	40	-67021414	386206996	-0,173537545	386206996	245650210	0,636058416	241500000	23	26	40	44,5
TÜRK HAVA YOLLARI	2001q1	40	-54814184	418586125	-0,130950791	418586125	275149063	0,657329631	243250000	19	24	47	45
TÜRK HAVA YOLLARI	2001q2	40	-8537571	433889093	-0,019676851	433889093	306965951	0,707475611	273000000	32,5	25	42	49,75
TÜRK HAVA YOLLARI	2001q3	40	-10480233	452566309	-0,023157342	452566309	286744150	0,633595883	129500000	32,5	26,5	42,5	50,75
TÜRK HAVA YOLLARI	2001q4	40	-11097664	573255832	-0,019359008	573255832	403379832	0,703664594	274750000	32,5	26,5	44	51,5
TÜRK HAVA YOLLARI	2002q1	40	-7012840	596864696	-0,011749464	596864696	426472420	0,714521101	178500000	23	21,5	41,5	43
TÜRK HAVA YOLLARI	2002q2	40	-46226808	885340639	-0,052213584	885340639	647926949	0,731839159	147000000	22,5	18,5	40,5	40,75
TÜRK HAVA YOLLARI	2002q3	40	-32379129	1190366913	-0,027200965	1190366913	898139039	0,754506051	140000000	24,5	17	43,5	42,5
TÜRK HAVA YOLLARI	2002q4	40	-33991884	1737003901	-0,019569262	1737003901	1359878421	0,782887373	162750000	23	17,5	40	40,25
TÜRK HAVA YOLLARI	2003q1	40	-99988300	1844958090	-0,054195432	1844958090	1420617181	0,769999703	169750000	23	21,5	42,5	43,5
TÜRK HAVA YOLLARI	2003q2	40	-20689523	2456155368	-0,00842354	2456155368	1903329100	0,77492211	180250000	23,5	18	39,5	40,5
TÜRK HAVA YOLLARI	2003q3	40	25063069	2185470851	0,011468041	2185470851	1558297891	0,713026161	168000000	23,5	18,5	34,5	38,25
TÜRK HAVA YOLLARI	2003q4	40	-113727033	2243080890	-0,050701262	2243080890	1475298148	0,657710631	218750000	22,5	17	35,5	37,5
TÜRK HAVA YOLLARI	2004q1	40	-25734549	2546786000	-0,010104716	2546786000	1814971436	0,712651725	257250000	22	18	36	38
TÜRK HAVA YOLLARI	2004q2	40	45959340	2786547000	0,016493294	2786547000	2080992805	0,746799823	211750000	22	18	33,5	36,75
TÜRK HAVA YOLLARI	2004q3	40	-123665886	2902843693	-0,042601634	2902843693	2083882833	0,717876349	246750000	20	17	32	34,5
TÜRK HAVA YOLLARI	2004q4	40	-112688458	2945673000	-0,03825559	2945673000	1970287931	0,668875307	227500000	19	17	29,5	32,75
TÜRK HAVA YOLLARI	2005q1	40	-198836236	2987654000	-0,066552632	2987654000	1881991208	0,629922745	178500000	19	16,5	30	32,75
TÜRK HAVA YOLLARI	2005q2	40	-164438569	3248781246	-0,050615464	3248781246	1659028217	0,510661719	217000000	15,5	17	30,5	31,5
TÜRK HAVA YOLLARI	2005q3	40	-165794764	3570642000	-0,04643276	3570642000	1910285749	0,534997838	206500000	16	17	31	32
TÜRK HAVA YOLLARI	2005q4	40	175013984	3765890000	0,046473472	3765890000	2109848515	0,560252295	243250000	18	17	32	33,5
TÜRK HAVA YOLLARI	2006q1	40	-149506482	4137786000	-0,036132	4137786000	2421253622	0,585156802	211750000	18	17	32	33,5
TÜRK HAVA YOLLARI	2006q2	40	-41845840	4053125000	-0,01032434	4053125000	2327658951	0,574287482	155750000	15,5	19	34,5	34,5
TÜRK HAVA YOLLARI	2006q3	40	-23824768	4200786560	-0,005671502	4200786560	2463782659	0,58650508	168000000	16	16,5	35	33,75
TÜRK HAVA YOLLARI	2006q4	40	111361728	4765894000	0,023366388	4765894000	2967222663	0,622595186	175000000	16	16	36	34
TÜRK HAVA YOLLARI	2007q1	40	469848738	5123986000	0,091695945	5123986000	3301764899	0,644374301	201250000	15,5	17	35,5	34
TÜRK HAVA YOLLARI	2007q2	40	258111742	5539699801	0,046593092	5539699801	3760649056	0,678854305	276500000	15,5	17,5	38	35,5
TÜRK HAVA YOLLARI	2007q3	40	300000000	5677803292	0,052837336	5677803292	3785869702	0,666784231	269500000	15	17,5	37,5	35

TÜRK HAVA YOLLARI	2007q4	40	295114161	5680564000	0,05195156	5680564000	3760020322	0,661909684	246750000	15	18,5	38	35,75
TÜRK HAVA YOLLARI	2008q1	40	408443972	5645799994	0,072344747	5645799994	3529597688	0,625172286	178500000	14,5	18,5	38,5	35,75
TÜRK HAVA YOLLARI	2008q2	40	416613783	6980765000	0,059680248	6980765000	4478242864	0,641511763	143500000	14,5	17,5	40,5	36,25
TÜRK HAVA YOLLARI	2008q3	40	412499147	7456784000	0,05531864	7456784000	4593958533	0,616077726	187250000	15	17,5	40	36,25
TÜRK HAVA YOLLARI	2008q4	40	590100582	7934862000	0,074368096	7934862000	5020890071	0,632763376	162750000	15	22,5	40,5	39
TÜRK HAVA YOLLARI	2009q1	40	998549621	8577649742	0,116412963	8577649742	5440373000	0,634249843	936250000	18,5	21	40,5	40
TÜRK HAVA YOLLARI	2009q2	40	776214579	8370227438	0,092735184	8370227438	5382577018	0,643062218	1776250000	17,5	20	41	39,25
TÜRK HAVA YOLLARI	2009q3	40	458192267	8598839030	0,053285364	8598839030	5248364753	0,610357367	2957500000	17,5	16	40,5	37
TÜRK HAVA YOLLARI	2009q4	40	411219000	8886765784	0,04627319	8886765784	5319278184	0,598561762	4322500000	23,5	15	41,5	40
VESTEL	2000q1	41	44712107	323504895	0,138211532	323504895	241205365	0,745600356	23274040,32	24,5	23,5	43	45,5
VESTEL	2000q2	41	145024468	428304332	0,33860145	428304332	242288221	0,565691736	22092155,46	24,5	22,5	40	43,5
VESTEL	2000q3	41	150200693	438056650	0,342879609	438056650	245585368	0,560624677	14409903,87	24	21	39	42
VESTEL	2000q4	41	140069613	536087163	0,261281416	536087163	331112210	0,61764622	10182392,64	23	26	40	44,5
VESTEL	2001q1	41	147394374	691263174	0,213224687	691263174	479380165	0,69348431	372293735,6	19	24	47	45
VESTEL	2001q2	41	151466786	767046925	0,197467431	767046925	545846668	0,711620959	440706687	32,5	25	42	49,75
VESTEL	2001q3	41	155380481	939741480	0,165343857	939741480	710085399	0,75561781	241831828,2	32,5	26,5	42,5	50,75
VESTEL	2001q4	41	208195787	1230987563	0,169129074	1230987563	995408707	0,808626128	534575620,3	32,5	26,5	44	51,5
VESTEL	2002q1	41	272494060	1238240558	0,220065526	1238240558	1001282915	0,808633596	490027652	23	21,5	41,5	43
VESTEL	2002q2	41	354204343	1475319807	0,240086482	1475319807	1234658740	0,836875323	461389672,3	22,5	18,5	40,5	40,75
VESTEL	2002q3	41	393269580	1508044531	0,260781145	1508044531	1181933558	0,783752425	346837753,7	24,5	17	43,5	42,5
VESTEL	2002q4	41	446618759	1526101724	0,292653335	1526101724	1121877952	0,735126587	447070682,5	23	17,5	40	40,25
VESTEL	2003q1	41	820727491	1777535394	0,461722165	1777535394	1345970793	0,75721181	483664000	23	21,5	42,5	43,5
VESTEL	2003q2	41	1031449706	1891933590	0,545182829	1891933590	1447258590	0,76496268	515484000	23,5	18	39,5	40,5
VESTEL	2003q3	41	1025997230	1920543678	0,534222284	1920543678	1467965669	0,764349015	552077000	23,5	18,5	34,5	38,25
VESTEL	2003q4	41	1480770299	2116202306	0,699730028	2116202306	1563635997	0,738887767	836866000	22,5	17	35,5	37,5
VESTEL	2004q1	41	1050506266	2502522136	0,41977901	2502522136	1929266304	0,770928767	851185000	22	18	36	38
VESTEL	2004q2	41	857740251	2862825467	0,299613183	2862825467	2314632704	0,808513383	657083000	22	18	33,5	36,75
VESTEL	2004q3	41	956419087	2913971929	0,32821836	2913971929	2252052133	0,7728462	843230000	20	17	32	34,5
VESTEL	2004q4	41	1049543099	3137276742	0,334539534	3137276742	2449622397	0,780811703	750952000	19	17	29,5	32,75
VESTEL	2005q1	41	1057885603	2987650420	0,354086139	2987650420	2345955415	0,785217507	757316000	19	16,5	30	32,75
VESTEL	2005q2	41	489517632	3350474277	0,146103982	3350474277	2585113386	0,771566403	704813000	15,5	17	30,5	31,5
VESTEL	2005q3	41	802183149	3567487600	0,224859408	3567487600	2689438251	0,75387459	692085000	16	17	31	32
VESTEL	2005q4	41	1005700356	4034567000	0,249270952	4034567000	2957681415	0,733085215	723905000	18	17	32	33,5
VESTEL	2006q1	41	640840000	4304035000	0,148892841	4304035000	3227524000	0,749883307	793909000	18	17	32	33,5

VESTEL	2006q2	41	601076149	4053125000	0,148299435	4053125000	3025725000	0,746516577	499574000	15,5	19	34,5	34,5
VESTEL	2006q3	41	659762803	4170786560	0,158186662	4170786560	3069974560	0,736066091	510711000	16	16,5	35	33,75
VESTEL	2006q4	41	398887000	4100765899	0,097271341	4100765899	3013111899	0,734768083	531394000	16	16	36	34
VESTEL	2007q1	41	443278000	4255413000	0,104168033	4255413000	3159294000	0,742417716	510711000	15,5	17	35,5	34
VESTEL	2007q2	41	200000000	3248781246	0,061561547	3248781246	2273396177	0,69976893	453435000	15,5	17,5	38	35,5
VESTEL	2007q3	41	70000000	3570642000	0,019604318	3570642000	2628946995	0,736267314	482073000	15	17,5	37,5	35
VESTEL	2007q4	41	40000000	3765890000	0,010621659	3765890000	2800529109	0,743656641	418433000	15	18,5	38	35,75
VESTEL	2008q1	41	111555000	4137786000	0,02696007	4137786000	3259736651	0,787797303	264938560	14,5	18,5	38,5	35,75
VESTEL	2008q2	41	601076149	4053125000	0,148299435	4053125000	2976239415	0,734307334	314066240	14,5	17,5	40,5	36,25
VESTEL	2008q3	41	659762803	4200786560	0,157056969	4200786560	3124275560	0,743735849	235111040	15	17,5	40	36,25
VESTEL	2008q4	41	218998999	4100765899	0,053404414	4100765899	3113111566	0,75915369	149137600	15	22,5	40,5	39
VESTEL	2009q1	41	-51066000	3943944000	-0,012947953	3943944000	3170940000	0,804002288	271719360	18,5	21	40,5	40
VESTEL	2009q2	41	159226000	3879077000	0,041047393	3879077000	2851677000	0,73514318	506538560	17,5	20	41	39,25
VESTEL	2009q3	41	249514000	4027635000	0,061950499	4027635000	2926823000	0,726685263	788321600	17,5	16	40,5	37
VESTEL	2009q4	41	330202000	4123456000	0,080078943	4123456000	2977688000	0,722134055	838640000	23,5	15	41,5	40
YAPI VE KREDİ BANK.	2000q1	42	-70186061	5079225480	-0,013818261	5079225480	3895520952	0,766951766	867703990	24,5	23,5	43	45,5
YAPI VE KREDİ BANK.	2000q2	42	7804985	5991105541	0,001302762	5991105541	4732316188	0,789890306	797485170	24,5	22,5	40	43,5
YAPI VE KREDİ BANK.	2000q3	42	17213412	6683578000	0,002575479	6683578000	5382960078	0,805400951	551719300	24	21	39	42
YAPI VE KREDİ BANK.	2000q4	42	-67021414	7357978000	-0,009108673	7357978000	6008544372	0,816602655	396234770	23	26	40	44,5
YAPI VE KREDİ BANK.	2001q1	42	-54814184	9549750000	-0,005739855	9549750000	8172541935	0,855785956	511594600	19	24	47	45
YAPI VE KREDİ BANK.	2001q2	42	-8537571	10315375000	-0,000827655	10315375000	8807330469	0,853806136	1015665750	32,5	25	42	49,75
YAPI VE KREDİ BANK.	2001q3	42	-10480233	11498361000	-0,000911455	11498361000	9972259276	0,867276586	586829100	32,5	26,5	42,5	50,75
YAPI VE KREDİ BANK.	2001q4	42	-11097664	11029461000	-0,001006184	11029461000	9426215232	0,854639699	1158611300	32,5	26,5	44	51,5
YAPI VE KREDİ BANK.	2002q1	42	-7012840	12029461000	-0,000582972	12029461000	10439707971	0,867845032	1038236100	23	21,5	41,5	43
YAPI VE KREDİ BANK.	2002q2	42	-46226808	13029461000	-0,003547868	13029461000	11369104749	0,872569076	406266300	22,5	18,5	40,5	40,75
YAPI VE KREDİ BANK.	2002q3	42	-32379129	13029461000	-0,00248507	13029461000	11373419515	0,872900231	278367650	24,5	17	43,5	42,5
YAPI VE KREDİ BANK.	2002q4	42	-33991884	13315375000	-0,00255283	13315375000	11598842622	0,871086441	353602150	23	17,5	40	40,25
YAPI VE KREDİ BANK.	2003q1	42	-99988300	13498361000	-0,00740744	13498361000	11772894951	0,872172181	376172500	23	21,5	42,5	43,5
YAPI VE KREDİ BANK.	2003q2	42	-20689523	15498361000	-0,001334949	15498361000	13761357099	0,887923381	398742850	23,5	18	39,5	40,5
YAPI VE KREDİ BANK.	2003q3	42	25063069	14065397000	0,001781896	14065397000	12266725663	0,872120827	421313200	23,5	18,5	34,5	38,25
YAPI VE KREDİ BANK.	2003q4	42	-113727033	14654053000	-0,00776079	14654053000	12831831899	0,875650709	737298100	22,5	17	35,5	37,5
YAPI VE KREDİ BANK.	2004q1	42	-25734549	12234674000	-0,002103411	12234674000	10455623255	0,854589444	963001600	22	18	36	38
YAPI VE KREDİ BANK.	2004q2	42	45959340	13315375000	0,003451599	13315375000	11423441410	0,857913608	925384350	22	18	33,5	36,75
YAPI VE KREDİ BANK.	2004q3	42	-123665886	13498361000	-0,009161548	13498361000	11577817322	0,857720232	1023189200	20	17	32	34,5

YAPI VE KREDİ BANK.	2004q4	42	-112688458	15498361000	-0,007270992	15498361000	14522975931	0,937065276	1098423700	19	17	29,5	32,75
YAPI VE KREDİ BANK.	2005q1	42	-198836236	17029461000	-0,011676015	17029461000	15894496415	0,933352877	1376791350	19	16,5	30	32,75
YAPI VE KREDİ BANK.	2005q2	42	-164438569	18029461000	-0,009120548	18029461000	16817481350	0,932777821	1324127200	15,5	17	30,5	31,5
YAPI VE KREDİ BANK.	2005q3	42	-165794764	19029461000	-0,008712531	19029461000	17410178634	0,914906556	1452025850	16	17	31	32
YAPI VE KREDİ BANK.	2005q4	42	175013984	20029461000	0,008737828	20029461000	18439094087	0,920598617	1632588650	18	17	32	33,5
YAPI VE KREDİ BANK.	2006q1	42	-149506482	21029461000	-0,007109382	21029461000	19184502910	0,912267933	7699904100	18	17	32	33,5
YAPI VE KREDİ BANK.	2006q2	42	-41845840	22555561000	-0,001855234	22555561000	20099405632	0,891106439	6537061440	15,5	19	34,5	34,5
YAPI VE KREDİ BANK.	2006q3	42	-23824768	24300500765	-0,000980423	24300500765	22115029914	0,910064781	7165625040	16	16,5	35	33,75
YAPI VE KREDİ BANK.	2006q4	42	111361728	25909424000	0,004298117	25909424000	23666343110	0,913426061	6725630520	16	16	36	34
YAPI VE KREDİ BANK.	2007q1	42	469848738	28065000000	0,016741448	28065000000	25518214000	0,909254017	8807521070	15,5	17	35,5	34
YAPI VE KREDİ BANK.	2007q2	42	258111742	33456786985	0,00771478	33456786985	30553943292	0,913236029	8738980050	15,5	17,5	38	35,5
YAPI VE KREDİ BANK.	2007q3	42	300000000	37865784900	0,00792272	37865784900	34841227465	0,920124264	11549161870	15	17,5	37,5	35
YAPI VE KREDİ BANK.	2007q4	42	295114161	40234567999	0,007334841	40234567999	36985786753	0,91925398	12303113090	15	18,5	38	35,75
YAPI VE KREDİ BANK.	2008q1	42	408443972	43876543000	0,009308937	43876543000	40305901000	0,918620708	9780864750	14,5	18,5	38,5	35,75
YAPI VE KREDİ BANK.	2008q2	42	416613783	45678909555	0,009120484	45678909555	41913019555	0,917557358	8476749450	14,5	17,5	40,5	36,25
YAPI VE KREDİ BANK.	2008q3	42	412499147	47400500765	0,008702422	47400500765	43262714765	0,912705859	11823978720	15	17,5	40	36,25
YAPI VE KREDİ BANK.	2008q4	42	590100582	50992864000	0,011572219	50992864000	46939739000	0,920515839	9128807100	15	22,5	40,5	39
YAPI VE KREDİ BANK.	2009q1	42	998549621	55198829000	0,018090051	55198829000	50998042440	0,92389718	7433457210	18,5	21	40,5	40
YAPI VE KREDİ BANK.	2009q2	42	776214579	54361250000	0,014278821	54361250000	49595356000	0,912329205	9911276280	17,5	20	41	39,25
YAPI VE KREDİ BANK.	2009q3	42	458192267	58696751000	0,007806092	58696751000	53572765000	0,912704095	14084445240	17,5	16	40,5	37
YAPI VE KREDİ BANK.	2009q4	42	411219000	59740921000	0,006883372	59740921000	54201221199	0,907271269	13823622180	23,5	15	41,5	40
ECZACIBAŞI YATIRIM	2000q1	43	16813337	31808728	0,528576213	31808728	4347740	0,136683869	29106000	24,5	23,5	43	45,5
ECZACIBAŞI YATIRIM	2000q2	43	16744708	32442111	0,516141135	32442111	2001460	0,061693273	21582000	24,5	22,5	40	43,5
ECZACIBAŞI YATIRIM	2000q3	43	17603354	34335782	0,512682484	34335782	2788121	0,081201616	18612000	24	21	39	42
ECZACIBAŞI YATIRIM	2000q4	43	19055724	36341312	0,524354322	36341312	2872343	0,079037955	16632000	23	26	40	44,5
ECZACIBAŞI YATIRIM	2001q1	43	21490141	41500374	0,517830056	41500374	4575391	0,110249392	14058000	19	24	47	45
ECZACIBAŞI YATIRIM	2001q2	43	27009230	46438770	0,581609504	46438770	4984826	0,107341904	16236000	32,5	25	42	49,75
ECZACIBAŞI YATIRIM	2001q3	43	30038225	50716770	0,592274015	50716770	6214061	0,122524778	10098000	32,5	26,5	42,5	50,75
ECZACIBAŞI YATIRIM	2001q4	43	30893767	53652089	0,575816666	53652089	6958415	0,129695136	19998000	32,5	26,5	44	51,5
ECZACIBAŞI YATIRIM	2002q1	43	32309598	55795768	0,579068972	55795768	7662313	0,137327853	15246000	23	21,5	41,5	43
ECZACIBAŞI YATIRIM	2002q2	43	34979636	54358871	0,643494527	54358871	3546405	0,065240593	11880000	22,5	18,5	40,5	40,75
ECZACIBAŞI YATIRIM	2002q3	43	36983064	58369015	0,633607814	58369015	4196316	0,07189287	11484000	24,5	17	43,5	42,5
ECZACIBAŞI YATIRIM	2002q4	43	38154189	61073170	0,62472914	61073170	4802106	0,078628733	12672000	23	17,5	40	40,25
ECZACIBAŞI YATIRIM	2003q1	43	37979915	63420483	0,59885881	63420483	5574502	0,087897502	13068000	23	21,5	42,5	43,5

ECZACIBAŞI YATIRIM	2003q2	43	33664109	90546764	0,371786992	90546764	14870777	0,164233114	13662000	23,5	18	39,5	40,5
ECZACIBAŞI YATIRIM	2003q3	43	37165100	109875345	0,338247857	109875345	11217890	0,102096517	14454000	23,5	18,5	34,5	38,25
ECZACIBAŞI YATIRIM	2003q4	43	35273467	121559347	0,290174864	121559347	1517057	0,01247997	19800000	22,5	17	35,5	37,5
ECZACIBAŞI YATIRIM	2004q1	43	51592974	235578856	0,219005113	235578856	24233178	0,102866524	23364000	22	18	36	38
ECZACIBAŞI YATIRIM	2004q2	43	54865948	236957643	0,231543272	236957643	1378787	0,005818707	21582000	22	18	33,5	36,75
ECZACIBAŞI YATIRIM	2004q3	43	56924169	240661067	0,236532521	240661067	3703424	0,015388546	29502000	20	17	32	34,5
ECZACIBAŞI YATIRIM	2004q4	43	58672466	326110973	0,179915645	326110973	25449906	0,078040631	32076000	19	17	29,5	32,75
ECZACIBAŞI YATIRIM	2005q1	43	69007560	384363085	0,179537429	384363085	5694167	0,014814552	73656000	19	16,5	30	32,75
ECZACIBAŞI YATIRIM	2005q2	43	69657261	386949044	0,180016625	386949044	5925323	0,015312928	64548000	15,5	17	30,5	31,5
ECZACIBAŞI YATIRIM	2005q3	43	85902548	385133405	0,223046214	385133405	6498417	0,016873159	79992000	16	17	31	32
ECZACIBAŞI YATIRIM	2005q4	43	91509443	408975432	0,22375291	408975432	8098844	0,019802764	111672000	18	17	32	33,5
ECZACIBAŞI YATIRIM	2006q1	43	2227375	439875333	0,005063651	439875333	16316367	0,037093162	168850000	18	17	32	33,5
ECZACIBAŞI YATIRIM	2006q2	43	93785694	456784993	0,205316933	456784993	13227299	0,028957385	140250000	15,5	19	34,5	34,5
ECZACIBAŞI YATIRIM	2006q3	43	97782998	497658493	0,196486143	497658493	9999160	0,020092413	167750000	16	16,5	35	33,75
ECZACIBAŞI YATIRIM	2006q4	43	99554024	534578393	0,186229046	534578393	21590850	0,040388557	189750000	16	16	36	34
ECZACIBAŞI YATIRIM	2007q1	43	98583265	575837693	0,171199743	575837693	21739330	0,03775253	216150000	15,5	17	35,5	34
ECZACIBAŞI YATIRIM	2007q2	43	101935151	588566309	0,173192297	588566309	12728616	0,021626477	198000000	15,5	17,5	38	35,5
ECZACIBAŞI YATIRIM	2007q3	43	104827245	593255832	0,176698212	593255832	4689523	0,007904723	177650000	15	17,5	37,5	35
ECZACIBAŞI YATIRIM	2007q4	43	96226795	601192763	0,160059803	601192763	7936931	0,013201974	180400000	15	18,5	38	35,75
ECZACIBAŞI YATIRIM	2008q1	43	104953082	661919796	0,158558609	661919796	60727033	0,091743793	159600000	14,5	18,5	38,5	35,75
ECZACIBAŞI YATIRIM	2008q2	43	104948637	677654345	0,154870455	677654345	15734549	0,023219137	151200000	14,5	17,5	40,5	36,25
ECZACIBAŞI YATIRIM	2008q3	43	118674860	678413047	0,174930097	678413047	7758702	0,011436546	151200000	15	17,5	40	36,25
ECZACIBAŞI YATIRIM	2008q4	43	109247565	684642073	0,159568874	684642073	10074641	0,014715194	146300000	15	22,5	40,5	39
ECZACIBAŞI YATIRIM	2009q1	43	104574041	691662696	0,151192253	691662696	13249649	0,019156229	121100000	18,5	21	40,5	40
ECZACIBAŞI YATIRIM	2009q2	43	116233689	700360529	0,16596265	700360529	15718456	0,022443378	170100000	17,5	20	41	39,25
ECZACIBAŞI YATIRIM	2009q3	43	123480482	767553705	0,160875364	767553705	16851369	0,021954645	277200000	17,5	16	40,5	37
ECZACIBAŞI YATIRIM	2009q4	43	124559712	825678996	0,15085731	825678996	26909997	0,032591355	335300000	23,5	15	41,5	40



T.C.
SELÇUK ÜNİVERSİTESİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü



Özgeçmiş

Adı Soyadı:	Alper Veli ÇAM			
Doğum Yeri:	Konya			
Doğum Tarihi:	22.02.1979			
Medeni Durumu:	Evli			
Öğrenim Durumu				
Derece	Okulun Adı	Program	Yer	Yıl
İlköğretim	Org. Cemal Tural İlköğretim Okulu		Konya	1990
Ortaöğretim	Anadolu İ.H.L.		Konya	1994
Lise	Anadolu İ.H.L.	Türkçe Matematik	Konya	1997
Lisans	Selçuk Üniversitesi	İşletme	Konya	2002
Yüksek Lisans	Selçuk Üniversitesi	Sanayi ve Teknoloji Yönetimi	Konya	2006
Becerileri:	Bilgisayar Programları Kullanımı			
İlgi Alanları:	Finans- Su sporları			
İş Deneyimi:	Mali ve İdari İşler Koordinatörü- Tezken Yapı Mar. A.Ş. 2002-2003 Arş. Gör. - Selçuk Üniversitesi Karaman İ.İ.B.Fakültesi 2003-2009 Öğr.Gör. – Gümüşhane Üniversitesi İ.İ.B. Fakültesi 2009-.....			
Hakkımda bilgi almak için önerebileceğim şahıslar:	Prof. Dr. İhsan GÜNAYDIN Gümüşhane Üniversitesi Prof. Dr. Osman OKKA Selçuk Üniversitesi			
Tel:	0 456 2133044			
E-Posta:	alpercam@gumushane.edu.tr			
Adres	Gümüşhane Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Merkez Kampus / GÜMÜŞHANE			