

T.C.
KADİR HAS ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
FİNANS VE BANKACILIK ANA BİLİM DALI

**ÇATIŞMA RİSKİNİN
HİSSE SENEDİ PERFORMANSI ÜZERİNE ETKİSİ**

Doktora Tezi

ÜMİT HACIOĞLU

İstanbul, 2009

T.C.
KADİR HAS ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
FİNANS VE BANKACILIK ANA BİLİM DALI

**ÇATIŞMA RİSKİNİN
HİSSE SENEDİ PERFORMANSI ÜZERİNE ETKİSİ**

Doktora Tezi

ÜMİT HACIOĞLU

Danışman:

DOÇ.DR.CEMAL ZEHİR

DOÇ.DR. M. HASAN EKEN

İstanbul, 2009

ÖNSÖZ

Yaşanan Küresel mali krizler, çatışma sonrası bölgelerde istikrarı bozucu etkilere neden olmaktadır. Uluslararası çatışmanın doğasını anlamaya yönelik yapılan çalışmaların temelinde, çatışmanın siyasi nedenleri ön planda tutulmuş ve ekonomik nedenleri yeterince etüt edilememiştir. Çatışma riski günümüzde portföy yatırımlarını etkileyen önemli bir riske dönüşmüştür. Bu tez çalışması ile çatışma riskinin ekonometrik analizi yapılırken, çatışma paradoksu ve bunun hisse senedi performansı üzerindeki etkisi anlatılmaya çalışılmıştır. Bu tez çalışmasında değerli katkılarından dolayı, öncelikle danışmanım Sn. Doç.Dr. Cemal ZEHİR'e, Sn. Doç.Dr. Hasan EKEN'e ve Sn. Doç.Dr. Sedat AYBAR'a, beni yetiştiren anne ve babama, bütün hocalarıma, maddi ve manevi zorluklara beraber göğüs gerdiğimiz sevgili eşim Burcu'ya ve biricik oğlum Fatih Efe'ye şükranlarımı bir borç bilirken, bu çalışmanın tüm ilgililere yararlı olmasını temenni ederim.

İstanbul, 2009

Ümit HACIOĞLU

GENEL BİLGİLER

İsim ve Soyadı	: Ümit HACIOĞLU
Anabilim Dalı	: Finans ve Bankacılık
Programı	: Finans ve Bankacılık
Tez Danışmanı	: Doç.Dr. Cemal ZEHİR- Doç.Dr. M. Hasan EKEN
Tez Türü ve Tarihi	: Doktora – Aralık 2009
Anahtar Kelimeler	: Çatışma Riski, Hisse Senedi, Küresel Mali Kriz, Finansal Stres Endeksi

ÖZET

ÇATIŞMA RİSKİNİN HİSSE SENEDİ PERFORMANSI ÜZERİNE ETKİSİ

Finansal sistemin önemli fonksiyonlarından biri de risklerin fiyatlandırılması ve yönetilebilir hale getirmesidir. Çatışma riski sermaye yatırımları önündeki en önemli engellerden biri iken son yıllarda Çatışma'nın doğasını anlamaya yönelik yapılan çalışmaların temelinde ağırlıklı olarak Çatışma'nın etnik, siyasi, dini ve kültürel boyutları ön planda tutulmuş ve mali boyutu ikinci planda bırakılmıştır. Bu tez çalışması ile çatışma riskinin sermaye yatırımları ve hisse senedi performansı üzerine etkisi anlatılmaya çalışılmıştır. Tez çalışmasından çıkan sonuçta göre; Çatışma riski yatırım iklimini bozmaktadır; ekonomik büyüme, istihdam ve etkin mali disiplin bu riski azaltmaktadır; küresel mali kriz çatışma bölgelerinde riski tetiklemiştir; çatışmaya dahil ülkeye yatırım yapan/ticari ilişkisi bulunan şirket hisselerini çatışma riski olumsuz etkilemektedir; çatışma riskinin portföye olan etkisi, tek bir hisseye göre daha yükündür.

GENERAL KNOWLEDGE

Name and Surname	: Ümit HACIOĞLU
Field	: Finance and Banking
Programme	: Finance and Banking
Supervisor	: Doç.Dr. Cemal ZEHİR- Doc.Dr. M. Hasan EKEN
Degree Awarded and Date	: Doctorate – December 2009
Keywords	: Conflict Risk, Common Stock, Global Economic Crisis, Financial Stress Index

ABSTRACT

THE EFFECT OF THE CONFLICT RISK OVER COMMON STOCK PERFORMANCE

One of the most important functions of the financial system is the pricing and keeping the risks as manageable. The Conflict Risk is one of the most important obstacles affecting capital flows. However, the latest studies about the nature of conflict did focus on mainly ethnic, politic, religious and cultural dimensions, but also fiscal dimensions. In this study, the effect of the conflict risk over capital investments and common stock performance is examined. The findings of this study are; the conflict risk has devastative effects over investment climate; sustainable growth, employment and effective monetary discipline reduces the risk of conflict; recent Global Economic Crisis has increased the risk in post conflict areas; common stocks of international companies which have capital investment or trade links in post-conflict countries, are likely to prone to the effect of the conflict risk; the effect of the conflict risk has been significantly intensified over a portfolio rather than a single stock.

İÇİNDEKİLER

	Sayfa No
ÖNSÖZ.....	<i>i</i>
ÖZET.....	<i>ii</i>
ABSTRACT.....	<i>iii</i>
İÇİNDEKİLER.....	<i>iv</i>
TABLO LİSTESİ.....	<i>viii</i>
GRAFİK LİSTESİ.....	<i>xi</i>
KISALTMALAR.....	<i>xiii</i>
GİRİŞ.....	1
1. ÇATIŞMA RİSKİ VE EKONOMETRİK ANALİZİ	3
1.1 ÇATIŞMANIN TANIMI VE TARİHÇESİ.....	3
1.2 ÇATIŞMA VE GÜVENLİK SORUNU.....	6
1.3 ÇATIŞMANIN BOYUTLARI.....	9
1.3.1 Etnik Boyutu.....	9
1.3.2 Siyasi Boyutu.....	11
1.3.3 Dini Boyutu.....	12
1.3.4 Ekonomik Boyutu.....	13
1.4 ÇATIŞMA EĞİLİMLERİ	20
1.4.1 Savunma Eğilimi.....	21
1.4.2 Silahlanma Eğilimi.....	22
1.4.3 Güç Kullanma Eğilimi.....	24
1.4.4 Yayılma Eğilimi.....	25
1.4.5 İçe Kapanma Eğilimi.....	25
1.5 ÇATIŞMA RİSKİNİN ÖLÇÜLMESİ VE EKONOMETRİK ANALİZ.....	26
1.5.1. Paul Collier’in Çatışma Sonrası Risk Analizi ve Ekonometrik Modellemesi.....	29
1.5.1.1 Collier’in Modelinde Çatışmanın Nedenleri.....	30
1.5.1.2 Modelin Unsurları.....	30
1.5.1.3 Modelin Uygulanması.....	31
1.5.1.4 Çatışma Sonrası ilk 10 Yıl Barışı Yaşama Olasılığının Ölçülmesi.....	31
1.5.1.5 Collier Modelinin Yorumlanması.....	32
1.5.1.6 Collier ve Çalışma Arkadaşlarına Getirilen Eleştiriler.....	35
1.5.2. Martha Starr’ın Ekonometrik Modellemesi	37
1.5.2.1 Modelin Unsurları.....	38
1.5.2.2 Modelin Uygulanması.....	39
1.5.2.3 Ekonometrik Modelleme Sonuçları.....	39
1.5.2.4 Modelinin Yorumlanması.....	40

2.ÇATIŞMA RİSKİNİN ULUSLARARASI SERMAYE YATIRIMLARI ÜZERİNE ETKİSİ.....	43
2.1 DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI (DYSY).....	43
2.1.1 Dünyadaki DYSY ve Türkiye.....	50
2.1.2 Çatışmanın DYSY ve Yatırım İklimi Üzerindeki Etkileri.....	54
2.1.2.1 Fiziki Güvenliğin Ortadan Kalkması.....	55
2.1.2.2 Makroekonomik İstikrarın Bozulması.....	55
2.1.2.3 Sözleşme Bağlayıcılığının ve Mülkiyet Güvenliğinin Ortadan Kalkması.....	55
2.1.2.4 Finansman Sorunu ve Altyapının Tahrip Olması.....	56
2.1.2.5 İşgücü Kaybı ve Piyasasının Ortadan Kalkması.....	56
2.1.2.6 Düzenleyici Çerçevenin Eksikliği ve Aşırı Vergilendirme...	56
2.1.2.7 Parasal Politika Eksikliği.....	56
2.1.2.8 Dış Çevrenin Etkisiz Hale Gelmesi.....	57
2.1.3 DYS Yatırımlarını Etkileyen Makro Faktörler.....	59
2.1.4 DYS'nin Ekonominin Gelişimi Üzerindeki Etkisi	60
2.2 PORTFÖY YATIRIMLARI.....	63
2.2.1 Çatışma Riskinin Portföy Yatırımları ve Piyasalar Üzerindeki Etkileri	63
2.2.1.1 Faiz Oranını Artırıcı Etki	64
2.2.1.2 Kur Riskini Artırıcı Etki	65
2.2.1.3 Kredi Riskini Artırıcı Etki	66
2.2.1.4 Likidite Riskini Artırıcı Etki	66
2.2.1.5 Satılma Gücünü Azaltıcı Etki	67
2.2.2 Portföy Yönetimi ve Portföyü Etkileyen Diğer Risk Türleri	67
2.2.2.1. Portföyün Tanımı	67
2.2.2.2 Portföy Çeşitlendirilmesi ve Türleri	68
2.2.2.3. Portföy Yönetiminde Teorik Yaklaşım	69
2.2.2.4. Portföy Riskinin Ölçülmesi	71
2.2.2.4.1 Risk Kavramı ve Türleri	72
2.2.2.4.1.1 Sistemik Risk	72
2.2.2.4.1.2 Sistemik Olmayan Risk	72
2.2.2.4.1.3 Sistemik Risk	73
2.2.2.5 Riskin Getiri, Belirsizlik ve Volatilite ile İlişkisi	74
2.2.2.6 Risk Ölçümü: Standart Sapma ve Varyans	75
2.2.2.7 Risk Ölçümünde RMD Yaklaşımı	76
2.2.2.7.1 RMD Tanımı	76
2.2.2.7.2 RMD Hesaplamasında Kullanılan Parametreler	78
2.2.2.7.3 RMD Hesaplama Yöntemleri	78
2.2.2.7.3.1 Parametrik RMD Yaklaşımı	79
2.2.2.7.3.2 Tarihsel Smilasyon Yöntemi	80
2.2.2.7.3.3 Monte Carlo Smilasyon Yöntemi	80

3. KÜRESEL EKONOMİK KRİZ VE FİNANSAL STRES ENDEKSİ...	81
3.1 KÜRESEL EKONOMİK KRİZ.....	81
3.1.1 Krizin Tarihçesi.....	83
3.1.1.1 Nisan 2008’de Piyasalarda Yaşanan Gelişmeler.....	84
3.1.1.2 Mayıs 2008’de Piyasalarda Yaşanan Gelişmeler.....	84
3.1.1.3 Haziran 2008’de Piyasalarda Yaşanan Gelişmeler.....	84
3.1.1.4 Temmuz 2008’de Piyasalarda Yaşanan Gelişmeler....	85
3.1.1.5 Ağustos 2008’de Piyasalarda Yaşanan Gelişmeler.....	85
3.1.1.6 Eylül 2008’de Piyasalarda Yaşanan Gelişmeler.....	85
3.1.1.7 Ekim 2008’de Piyasalarda Yaşanan Gelişmeler.....	87
3.1.1.8 Kasım 2008’de Piyasalarda Yaşanan Gelişmeler.....	89
3.1.1.9 Aralık 2008’de Piyasalarda Yaşanan Gelişmeler.....	90
3.1.2 Krizin Türkiye ve Piyasalar Üzerindeki Etkisi.....	90
3.2 FİNANSAL STRES ENDEKSİ (FSE).....	92
3.2.1 FSE Tanımı.....	96
3.2.2 Gelişmekte Olan Ekonomiler için Finansal Stres Endeksi (EM_FSI).....	97
3.2.2.1 EM_FSI Bileşenleri.....	98
3.2.2.2 EM_FSI Modeli ve Bileşenlerinin Hesaplanması.....	99
3.2.2.2.1 Bankacılık Sektör Betasının Hesaplanması.....	99
3.2.2.2.2 Hisse Senedi Piyasası Getirisinin Hesaplanması...	100
3.2.2.2.3 Hisse Senedi Piyasası Volatilitésinin Hesaplanması.....	100
3.2.2.2.4 Tahvil Endeksinin Hesaplanması.....	100
3.2.2.2.5 Döviz Kuru Piyasası Baskı Endeksi’nin (EMPI) Hesaplanması.....	100
3.2.3 2008 Küresel Krizinde Finansal Stresin Analizi.....	101
3.2.4 Finansal Streste Comovement Analizi.....	103
 4. ARAŞTIRMA: 2008 RUS GÜRCÜ ÇATIŞMASININ RUSYA’YA YATIRIMI VE İHRACATI OLAN IMKB ŞİRKET HİSSELERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ.....	 104
4.1 ARAŞTIRMANIN TEORİK KISMI.....	104
4.1.1 Çatışmanın Tarihçesi.....	104
4.1.2 Çatışmanın Önemi	106
4.1.3 Çatışmanın Ekonomi ve Politik Açından İncelenmesi.....	107
4.1.4 Rusya’nın Türkiye Ekonomisi Açısından Önemi.....	108
4.1.4.1 Rusya İle Ekonomik İlişkiler.....	109
4.1.4.1.1. Dış Ticaret.....	109
4.1.4.1.2 Turizm.....	111
4.1.4.1.3 Doğrudan Yatırımlar.....	111
4.1.4.2 Gürcistan ile Ekonomik İlişkiler	112

4.2. ARAŞTIRMANIN UYGULAMA KISMI VE ARAŞTIRMA MODELİ	112
4.2.1 Model.....	112
4.2.2. Modelin Bileşenleri.....	114
4.2.2.1 Çatışma Stresi.....	114
4.2.2.1.1 Rus Gürcü Çatışması- 2005- 2008 arası dönem...	114
4.2.2.2 Finansal Stres.....	115
5.2.2.2.1 Finansal Stres Endeksi.....	115
4.2.2.3 Modeldeki Hisse Senetleri.....	116
4.2.2.3.1 Rusya’da Yatırımı Olan İMKB Şirketleri.....	117
4.2.2.3.2 Portföye Random Seçilen İMKB Şirketleri.....	118
4.2.2.4 Hisse Senedi Portföyü.....	118
4.2.2.5 Finansal Stres Endeksleri Arasında Korelasyon ilişkisi.....	119
4.2.2.6 Finansal Stres ve Çatışma Stresi Arasındaki Korelasyon İlişkisi.....	120
4.2.2.7 Modele Dahil Edilen Hisse Senetleri ve Bu Senetlerden Oluşan Portföy Riskinin Ölçülmesi.....	121
4.2.2.7.1 2005-2008 Arası Dönem.....	123
4.2.2.7.1 2005, 2006 ve 2007 Yılları.....	125
4.2.2.7.1 2008 Yılı.....	126
4.2.2.8 Çatışma Riski ve Finansal Stresin Modelde Seçilen Hisseler Üzerindeki Etkisi ve Çoklu Regresyon Analizi....	129
4.2.2.8.1 AEFES Hisseleri üzerine etkisi.....	129
4.2.2.8.2 ALARKO Hisseleri üzerine etkisi.....	133
4.2.2.8.3 ARCLK Hisseleri üzerine etkisi.....	137
4.2.2.8.4 ECYAP Hisseleri üzerine etkisi.....	141
4.2.2.8.5 ENKAI Hisseleri üzerine etkisi.....	144
4.2.2.8.6 FROTO Hisseleri üzerine etkisi.....	148
4.2.2.8.7 SISE Hisseleri üzerine etkisi.....	152
4.2.2.8.8 TOASO Hisseleri üzerine etkisi.....	155
4.2.2.8.9 TUPRS Hisseleri üzerine etkisi.....	159
4.2.2.8.10 VESTL Hisseleri üzerine etkisi.....	163
4.2.2.9 Çatışma Riski ve Finansal Stresin Modeldeki Portföy Üzerinde Etkisi ve Çoklu Regresyon Analizi.....	167
4.2.3 Modelin Yorumlanması.....	171
SONUÇ	175
EKLER	179
EK 1: UNCTAD Global Uluslar arası Doğrudan Yatırımlar.....	180
EK 2: Türkiye’de Başlıca Uluslararası Birleşme ve Satınalmalar ...	181
EK 3: Modelde Kullanılan Finansal Stres Endeksi Verileri.....	182
EK 4: Modele Seçilen Hisse Senedi Aylık Getiri Tablosu 2005-2006; 2007-2008.....	184
EK 5: Türkiye için Bankacılık Betası, Tahvil Bono Endeksi, Piyasa Getirisi, Oynaklık ve Döviz Baskı Endeksi Verileri.....	186
KAYNAKÇA	187

TABLO LİSTESİ

	Sayfa No
Tablo 1.1: 1990’da Yugoslavya’nın Endüstriyel Üretiminde Yaşanan Daralma.	19
Tablo 1.2: 2008 yılı Milli Savunma Bakanlığı Bütçesi.....	23
Tablo 1.3: Yıllık Büyüme Tahminleri.....	35
Tablo 2.1: Yıllara Göre Yabancı Sermaye Yatırımları.....	50
Tablo 2.2: Uluslararası Doğrudan Yatırım Girişleri.....	51
Tablo 2.3: Türkiye’ye UDY Girişlerinin Sektörel Dağılımı.....	53
Tablo 2.4: Uluslararası Doğrudan Yatırım Girişi Bileşenleri 2009.....	53
Tablo 2.5: Yatırım İkliminin Temelleri.....	57
Tablo 4.1: Rus Gürcü Çatışma Ölçeği 2005-2008 arası Dönem.....	114
Tablo 4.2: 2008 Yılı Finansal Stres Endeksi Verileri.....	116
Tablo 4.3: Modele Seçilen 10 Hisse 2008 Aylık Ortalama Getirileri.....	118
Tablo 4.4: Hisselerden Oluşan Portföyün Aylık Ortalama Getirileri.....	119
Tablo 4.5: FSE Korelasyon Tablosu.....	120
Tablo 4.6: Finansal Stres ile Çatışma Stresi Arasındaki Korelasyon ilişkisi...	121
Tablo 4.7: Hisse Senetlerinin Yıllık Ortalama Getiri Düzeyleri.....	122
Tablo 4.8: Hisse senetlerinin Yıllık Risk Düzeyleri.....	122
Tablo 4.9: 2005-2008 Dönemi Verilerine Göre Risk ve Getiri.....	123
Tablo 4.10: 2005,2006ve2007 Yılı Verilerine Göre Risk ve Ortalama Getiri..	125
Tablo 4.11: 2008 Yılı Verilerine göre Risk ve Ortalama Getiri.....	126
Tablo 4.12: Dönemsel Karşılaştırmalı Risk ve Getiri Tablosu.....	128
Tablo 4.13: AEFES Yıllık Ortalama Getiri Tablosu.....	129
Tablo 4.14: AEFES Çoklu Regresyon Modeli Özeti.....	130
Tablo 4.15: AEFES Yıllık Risk Tablosu.....	131
Tablo 4.16: AEFES Çoklu Regresyon Anova Testi.....	131
Tablo 4.17: AEFES, Çatışma stresi ve Finansal Stres Korelasyon Tablosu...	132
Tablo 4.18: ALARKO Yıllık Ortalama Getiri ve Risk Tablosu.....	133
Tablo 4.19: ALARKO Çoklu Regresyon Modeli Özeti.....	134
Tablo 4.20: ALARKO Çoklu Regresyon Anova Testi.....	135
Tablo 4.21: ALARKO, Çatışma stresi ve Finansal Stres Korelasyon Tablosu	136

Tablo 4.22: ARCLK Yıllık Ortalama Getiri ve Risk Tablosu.....	137
Tablo 4.23: ARCLK Çoklu Regresyon Modeli Özeti.....	138
Tablo 4.24: ARCLK Çoklu Regresyon Anova Testi.....	138
Tablo 4.25: ARCLK, Çatışma stresi ve Finansal Stres Korelasyon Tablosu...	139
Tablo 4.26: ECYAP Yıllık Ortalama Getiri ve Risk Tablosu.....	141
Tablo 4.27: ECYAP Çoklu Regresyon Modeli Özeti.....	141
Tablo 4.28: ECYAP Çoklu Regresyon Anova Testi.....	142
Tablo 4.29: ECYAP, Çatışma stresi ve Finansal Stres Korelasyon Tablosu...	143
Tablo 4.30: ENKAI Yıllık Ortalama Getiri ve Risk Tablosu.....	144
Tablo 4.31: ENKAI Çoklu Regresyon Modeli Özeti.....	145
Tablo 4.32: ENKAI Çoklu Regresyon Anova Testi.....	146
Tablo 4.33: ENKAI, Çatışma stresi ve Finansal Stres Korelasyon Tablosu...	147
Tablo 4.30: FROTO Yıllık Ortalama Getiri ve Risk Tablosu.....	148
Tablo 4.31: FROTO Çoklu Regresyon Modeli Özeti.....	149
Tablo 4.32: FROTO Çoklu Regresyon Anova Testi.....	150
Tablo 4.33: FROTO, Çatışma stresi ve Finansal Stres Korelasyon Tablosu...	151
Tablo 4.34: SISE Yıllık Ortalama Getiri ve Risk Tablosu.....	152
Tablo 4.35: SISE Çoklu Regresyon Modeli Özeti.....	153
Tablo 4.36: SISE Çoklu Regresyon Anova Testi.....	153
Tablo 4.37: SISE, Çatışma stresi ve Finansal Stres Korelasyon Tablosu.....	154
Tablo 4.38: TOASO Yıllık Ortalama Getiri ve Risk Tablosu.....	156
Tablo 4.39: TOASO Çoklu Regresyon Modeli Özeti.....	156
Tablo 4.40: TOASO Çoklu Regresyon Anova Testi.....	157
Tablo 4.41: TOASO, Çatışma stresi ve Finansal Stres Korelasyon Tablosu...	158
Tablo 4.42: TUPRS Yıllık Ortalama Getiri ve Risk Tablosu.....	159
Tablo 4.43: TUPRS Çoklu Regresyon Modeli Özeti.....	160
Tablo 4.44: TUPRS Çoklu Regresyon Anova Testi.....	161
Tablo 4.45: TUPRS, Çatışma stresi ve Finansal Stres Korelasyon Tablosu.	162
Tablo 4.46: VESTL Yıllık Ortalama Getiri ve Risk Tablosu.....	163
Tablo 4.47: VESTL Çoklu Regresyon Modeli Özeti.....	164
Tablo 4.48: VESTL Çoklu Regresyon Anova Testi.....	165

Tablo 5.49: VESTL, Çatışma stresi ve Finansal Stres Korelasyon Tablosu...	166
Tablo 4.50: PORTFÖY Yıllık Ortalama Getiri ve Risk Tablosu.....	167
Tablo 4.51: PORTFÖY Çoklu Regresyon Modeli Özeti.....	168
Tablo 4.52: PORTFÖY Çoklu Regresyon Anova Testi.....	169
Tablo 4.53: PORTFÖY, Çatışma ve Finansal Stres Korelasyon Tablosu.....	170
Tablo 4.54: Finansal Stres Endeksleri Korelasyon İlişkileri.....	171
Tablo 4.55: AEFISI, EMFSI, TURFSI ve Çatışma Arasındaki Etkileşim.....	172
Tablo 4.56: Modelin Kantitatif Özeti.....	173

GRAFİK LİSTESİ

	Sayfa No
Grafik 1.1: Küresel Büyüme Oranı ve 2009-2010 IMF tahmini.....	33
Grafik 1.2: Gelişmiş Ülkeler Yıllık Büyüme Oranları.....	34
Grafik 1.3: Gelişmekte Olan Ülkeler Yıllık Büyüme Oranları.....	34
Grafik 1.4: Ticaret Hacmi Büyüme Oranı.....	41
Grafik 1.5: Sanayi Üretim Endeksi Gelişmiş Ülkeler.....	41
Grafik 1.6: Sanayi Üretim Endeksi Gelişmekte Olan Ülkeler.....	42
Grafik 2.1: Global Uluslararası Doğrudan Yatırımlar.....	51
Grafik 2.2: Türkiye'ye Giriş Yapan Uluslararası Doğrudan Yatırımlar.....	52
Grafik 2.3: Çatışma sonrası ilk 10 yıl içinde Dünya Bankasının Yürütmüş olduğu Finansal Operasyonlar.....	58
Grafik 3.1: GSYH ve Ticaret Hacmi Büyüme Oranları	82
Grafik 3.2: Gelişmiş Ülke Borsa Endeksleri.....	83
Grafik 3.3: Gelişmiş Ülkeler Büyüme Oranları.....	91
Grafik 3.4: Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye Büyüme Oranları.....	91
Grafik 3.5: 1992-2009 Öncü Göstergeler.....	93
Grafik 3.6: 2002-2009 Bölgelere Göre Büyüme Oranları.....	94
Grafik 3.7: 2006-2009 Risk İştahı Endeksi.....	94
Grafik 3.8: 2008-2009 Döviz Kuru Oynaklığı ve Gösterge DİBS Faizi.....	95
Grafik 3.9: 2007-2009 Tüketici Güven Endeksi ve Reel Kesim Güven Endeksi.....	95
Grafik 3.10: Finansal Stres Endeksleri.....	101
Grafik 3.11: Finansal Stres Endeksi Türkiye Bileşenleri.....	102
Grafik 4.1: Modele Dahil Edilen Finansal Stres Endeksleri.....	116
Grafik 4.2: Hisse Senetleri Yıllık Ortalama Getiri ve Risk Tablosu.....	123
Grafik 4.3: 2005-2008 Yılları Arasındaki Risk Grafiği.....	124
Grafik 4.4: 2005-2008 Yılları Arasındaki Ortalama Getiri ve Risk Grafiği....	124
Grafik 4.5: 2005-2006 ve 2007 Yılları Arasındaki Risk Grafiği.....	125
Grafik 4.6: 2005, 2006 ve 2007 Yılları Ortalama Getiri ve Risk Grafiği.....	126
Grafik 4.7: 2008 Yılı Risk Grafiği.....	127

Grafik 4.8: 2008 Yılı Ortalama Getiri ve Risk Grafiği.....	127
Grafik 4.9: Model Riski ve Dönemsel Risk Karşılaştırma Grafiği.....	128
Grafik 4.10: AEFES yıllık Ortalama Getiri Grafiği.....	130
Grafik 4.11: AEFES Yıllık Risk Düzeyi.....	131
Grafik 4.12: ALARKO yıllık Ortalama Getiri ve Risk Grafiği.....	134
Grafik 4.13: ARCLK yıllık Ortalama Getiri ve Risk Grafiği.....	137
Grafik 4.14: ECYAP yıllık Ortalama Getiri ve Risk Grafiği.....	141
Grafik 4.15: ENKAI yıllık Ortalama Getiri ve Risk Grafiği.....	145
Grafik 4.16: FROTO yıllık Ortalama Getiri ve Risk Grafiği.....	148
Grafik 4.17: SISE yıllık Ortalama Getiri ve Risk Grafiği.....	152
Grafik 4.18: TOASO yıllık Ortalama Getiri ve Risk Grafiği.....	156
Grafik 4.19: TUPRS yıllık Ortalama Getiri ve Risk Grafiği.....	160
Grafik 4.20: VESTL yıllık Ortalama Getiri ve Risk Grafiği.....	164
Grafik 4.21: PORTFÖY yıllık Ortalama Getiri ve Risk Grafiği.....	168

KISALTMALAR

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AEFSI	Advanced Economies Financial Stres Index
ASEAN	Association of Southeast Asian Nations
bk.	Bakınız
BM	Birleşmiş Milletler
Cov.	Covariance
Div.	Karpayı
DTÖ	Dünya Ticaret Örgütü
DYSY	Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları
EMFSI	Emerging Markets Financial Stres Index
FDI	Foreign Direct Investment
FED	Amerika Merkez Bankası
FSI	Financial Stres Index
GSYİH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
ILO	Uluslar arası Çalışma Örgütü
IMF	Uluslararası Para Fonu
IMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
MCS	Monte Carlo Similasyonu
NAFTA	North American Free Trade Agreement
NATO	North Atlantic Treaty Organization
NGOs	Non-Governmental Organizations
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
RF	Rusya Federasyonu
RMD	Riske Maruz Değer
s.	Sayfa
S.	Sayı
SYR	Sermaye Yeterlilik Rasyosu

<i>TCMB</i>	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
<i>TGA</i>	Tahsili Gecikmiş Alacaklar
<i>TRFSI</i>	Financial Stres Index for Turkey
<i>TS</i>	Tarihsel Smilasyon
<i>TÜİK</i>	Türkiye İstatistik Kurumu
<i>TÜFE</i>	Tüketici Fiyat Endeksi
<i>UDY</i>	Uluslar arası Doğrudan Yatırımlar
<i>ÜFE</i>	Üretici Fiyat Endeksi
<i>WB</i>	(DB) Dünya Bankası
<i>YASED</i>	Uluslar arası Yatırımcılar Derneği
<i>YDD</i>	Yeni Dünya Düzeni
<i>yy.</i>	Yüzyıl

GİRİŞ

Finansal Sistemin en önemli fonksiyonlarından biri de risklerin tanımlanması ve yönetilebilir hale getirilmesidir. Günümüzde çatışma riski, piyasalar ve sermaye hareketleri üzerindeki etkileri itibari ile analiz edilmesi gereken önemli bir finansal risk durumuna gelmiştir.

Finans alanında yapılan akademik çalışmaların günümüzde disiplinlerarası çalışmaya dönüşmeye başladığı gözlemlense de Türkiye’de *çatışma riskinin analizi* konusunda yapılmış bir çalışma bulunmamaktadır. Yakın geçmişte politik alanda çatışmanın doğasını anlamaya yönelik yapılan çalışmaların temelinde ağırlıklı olarak çatışma’nın etnik, siyasi, sosyokültürel ve dini boyutları ön planda tutulurken, mali boyutu ikinci planda ele alınmıştır. Diğer tarafta ise VaR gibi risk ölçüm teknikleri, portföy riskini portföyü oluşturan hisse senetlerinin volatilitesi ve hisseler arasındaki korelasyon ilişkisi ile ilişkilendirirken, politik risk ve çatışma riski gibi faktörleri göz ardı etmiştir.

Küresel ısınmanın yaşanabilir bir dünya için tehdit olduğu günümüzde, alternatif enerji kaynaklarının yükselen enerji talebini karşılayamaması küresel iktisadi sorunları da beraberinde getirmektedir. Bu nedenle çatışma riski her geçen gün farklı bir boyut kazanmaktadır. Birleşmiş Milletler Küresel Isınma Raporuna göre enerji kaynakları üzerinde yaşanacak küresel rekabet önümüzdeki yarım asırda toplu göçlere ve çatışmalara neden olacaktır. Bu koşullarda finans uzmanları, karar verme süreçlerinde ekonomiye politik, politikaya ekonomik açıdan bakabilecek yetenekleri geliştirmek zorundadır.

Ekonomik açıdan çatışma riski, silahlanma ve güvenlik harcamalarını artırırken hükümet harcamalarının artmasından dolayı ortaya çıkan borçlanma gereği, finansal piyasalarda yatırım tasarruf dengesini bozmakta ve özel sektör için dışlanma etkisi doğurmaktadır. Dünya Bankası istatistiklerine göre dünyanın en yoksul 20 ülkesinin %80’i son 15 yılda ağır silahlı çatışmalar ve iç karışıklıklar yaşamıştır. Çatışma sonrası sağlanan barış ortamında ise ilk 5 yıl %44’lük bir büyüme sağlanmıştır. 2008 Küresel Mali Krizle birlikte işsizliğin artması, ekonomik hasılanın azalması, sermaye

piyasalarında yaşanan volatilité ve artan belirsizlikler, çatışma sonrası bölgelerde yatırım iklimini bozmaya başlamış ve çatışma riskinde artış yaşanmıştır.

Bu tez çalışması ile ekonomik büyüme ve etkin mali disiplinin çatışma riskini azaltacağı teorik olarak ortaya konulurken, küresel kriz de göz önünde bulundurularak artan çatışma riskinin hisse senedi ve portföy yatırımları üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Bu bağlamda 2008-2009 Rus Gürcü savaşı incelenmiş; Rusya'ya yatırımı olan 50 IMKB şirketinden random şekilde seçilen 10 büyük şirketin hisselerinden portföy oluşturularak, çatışma riskinin ve küresel krizin etkileri ortaya konulmuştur. Tezin bölümleri incelendiğinde:

Birinci Bölümde, çatışma riskinin teorik alt yapısı üzerinde durulmuştur. Collier ve Star ekonometrik modellemelerinden faydalanarak çatışma riski ile ekonomik büyüme, enflasyon ve işsizlik arasındaki ilişki teorik açıdan ortaya konulmuştur. Bu modellerde ekonomik büyüme ile sermaye yatırımları arasındaki ilişki de irdelenmiştir. Çatışma riskinin sermaye yatırımlarını etkilediği veya sermaye yatırımlarından etkilendiği teorik olarak ortaya konulmuştur.

İkinci Bölümde, birinci bölümde ele alınan sermaye yatırımları Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Portföy Yatırımları olarak ele alınmıştır. Risk kavramı ve yönetimi üzerinde durulurken, portföy yönetimi ve riskinin ölçüm teknikleri anlatılmıştır. Risk türleri incelenirken, uygulama bölümünde bu tekniklerden faydalanılmıştır. Çatışma riskinin yatırım iklimi üzerindeki olumsuz etkisi teorik olarak incelenmiştir.

Üçüncü Bölümde, Küresel Mali Kriz detayları ile ele alınırken, krize ilişkin Finansal Stres Testi ve Endeksi üzerinde durulmuştur.

Dördüncü Bölüm uygulama bölümüdür. Tezin teorik kısmını uygulama ile destekleyen bu bölümde 2008 Rus Gürcü çatışması incelenmiş, çatışma ve küresel krizin bölgeye yatırımı olan hisse senetleri ve bu hisselerden oluşan portföy üzerindeki etkileri çoklu regresyon yönteminden faydalanılarak analiz edilmiştir.

1. ÇATIŞMA RİSKİ VE EKONOMETRİK ANALİZ

1.1. ÇATIŞMANIN TANIMI VE TARİHÇESİ

Risk finansal sistemin merkezinde yer alan ve yönetilmesi gereken temel bir unsurdur. “*Finansal piyasalar belirli bir risk içerdiğinden, riskleri fiyatlandırma ve konsolide etme yeteneğine sahip piyasalar oluşturmak finans piyasalarının en önemli fonksiyonudur.*”¹ Finansal sistemi etkileyen önemli risklerden biri de çatışma riskidir. Çatışma riski nedeniyle faiz oranlarında öngörülemeyen değişimler ve mali piyasalarda ortaya çıkan belirsizliklere paralel volatiliteler yaşanabilmektedir. Makroekonomik istikrar bozulabilmekte, buna bağlı ekonomik durgunluk çatışmanın ölçek ve boyutuna göre derinleşebilmektedir. Bu nedenle çatışma riskinin finansal sistem üzerindeki etkileri etkin bir şekilde tanımlanmalı ve analiz edilmelidir.

Kenneth E. Boulding çatışmanın; ekonomik alanda ekonomik örgütler arasında, politika alanında devletler arasında, örgütlerde bölümler arasında ve antropolojide kültürler arasında, kısaca insanın olduğu her yerde bulunduğunu belirterek, bunu genel bir teori içinde açıklamıştır². Bernard Mayer çatışmayı, “*bilişsel, duygusal ve davranışsal farklılıkların neden olduğu uzlaşmazlık*”³ olarak tanımlamıştır.

İfade edilen uzlaşmazlıkların ileri boyutu ise isyan, silahlı çarpışma veya savaş olarak ortaya çıkmaktadır. Uzlaşmazlık, birey seviyesinde başlayabileceği gibi uluslararası aktörler arasında da gözlemlenebilmektedir. İçsel ve dışsal olarak ikiye ayrılan çatışma bir ülke ekonomisinin kaynaklarının kullanımı ve dağılımı üzerinde yoğunlaşabilmektedir.

Bir problem olan yoksullukla mücadele çerçevesinde Dünya Bankası'nın misyonunun temelini *Çatışma Sonrası Yeniden Yapılanma ve Çatışmayı Önleme* çabaları yatmaktadır. Dünya Bankası istatistiklerine göre dünyanın en yoksul 20 ülkesinin %80'i son 15 yılda ağır silahlı çatışmalar ve iç karışıklıklar yaşamıştır.

¹ İlhan Uludağ ve Erişah Arıcan, **Finansal Hizmetler Ekonomisi**, İstanbul: Beta Yayınevi, 1999, s.114; Tim Campbell and William A. Kracaw, **Financial Risk Management**, HalperCC Publishers, 1993, s.52-59; K.Evren Bolgün ve M.Bariş Akçay, **Risk Yönetimi**, İstanbul: Scala Yayıncılık, 2003, s.37-43.

² Kenneth E. Boulding, **Conflict and Defence: A General Theory**, Michigan, 1963, p.1

³ Bernard S. Mayer, **The Dynamics of Conflict Resolution: A practioner's Guide**, California: Jossey-Bass Inc., 2000, s.1

Çatışma sonrası sağlanan barış ortamında ise ilk 5 yıl %44'lük bir büyüme yakalanmıştır. Çatışma ve ekonomik istikrar arasındaki bu korelasyon nedeniyle çatışma ile iktisat bilimi arasındaki bağlantı iyi etüt edilmek durumundadır.

Dougherty ve Pfaltzgraff çatışmayı, “*kabilesele, etnik, dilsele, kültürel, dinsel, sosyo ekonomik, siyasal vb., gibi tanımlanabilir bir insan grubunun bir veya daha çok tanımlanabilir insan grubuna, birbiri ile uyumsuz amaçlar yüzünden bilinçli olarak karşı koyması*” şeklinde tanımlamaktadır⁴.

Tanımdan da anlaşılacağı üzere çatışmaların farklı boyutları bulunmaktadır. Bir çatışmanın boyutları arasında, etnik, siyasal, kültürel, stratejik ve ekonomik nedenler ön plana çıkmaktadır.

Literatürde çatışma ile yapılan çalışmalarda; taraflar arasındaki diplomatik çekişmenin azalması, askeri çatışmanın önlenmesi ve sonucunda çatışma riskindeki volatilitenin azalmasının ancak ekonomik büyüme, istihdamda artış ve etkin mali disiplin ile gerçekleşebileceği savunulmaktadır⁵. Ancak, yakın geçmişte uluslararası ve bölgesel çatışmaların doğasını anlamaya yönelik yapılan çalışmaların temelinde ağırlıklı olarak *çatışma*'nın etnik, sosyokültürel, dini ve politik boyutları ön planda tutulurken, mali boyutu ikinci planda ele alınmıştır.

İktisadi kalkınmayı etkileyebilecek çatışma riskinin boyutları yakından incelenmelidir. Makro açıdan çatışmanın ekonomik parametreler üzerindeki etkisi düşünüldüğünde; yabancı sermaye çıkışları, ihracatta azalış, faiz oranlarında artış, yatırım ikliminde bozulma, döviz kuru değişimlerinde artış, ithal girdi maliyetlerinde artış vb. faktörler firma kârlılığını etkileyebilmektedir. Kâr payı beklentisi azalan yatırımcıların risk iştahındaki daralma hisse senedi piyasasında çatışmanın etkilerine

⁴ James E. Dougherty ve Robert L. Pfaltzgraff, **Contending Theories of International Relations: A Comprehensive Survey**, Third Edition, New York: HarperRow, Publishers, Inc., 1990, s. 187

⁵ Paul Collier, Anke Hoeffler ve Hans Soderbom, “Post-Conflict Risks” **Center for the Study of American Economics**, Oxford OKI 3UQ, UK, 2007,s.7-12; Martha Starr, “Monetary Policy in Post-Conflict Countries: Restoring Credibility”, **Working Paper Series**, American University, Washington, No.7, 2004, s.1-7; Gary Goertz and Patrick M. Regan, “ Conflict Management in Enduring Rivalries” **International Interactions: Empirical and Theoretical Research in International Relations**, Volume 22, Issue 4, 1997, .s 321-340; bkz. bkz. Paul Collier, and Anke Hoeffler “Greed and Grievance in Civil War.” **Oxford Economic Papers** ,56, 2004.; Paul Collier, Anke Hoeffler, and Dominic Rohner. “Beyond Greed and Grievance: Feasibility and Civil War.” **Center for the Study of African Economics**, Working Paper 10. 2006

bağlı olarak volatilité'ye neden olacak ve hisse senetleri üzerinde değer kaybı yaşanabilecektir.

Çatışmanın uluslararası platformda enerji fiyatları üzerinde yaratacağı baskı, bu yükü enerji ithalatına bağımlı gelişmekte olan ekonomiler üzerine bırakacaktır. Özellikle kredi derecelendirme kuruluşlarının çatışmadan dolayı artan ülke riskine paralel, kredi notlarını düşürmesi, ülkedeki bankaların ve özel kuruluşların yurt dışından sağlayacağı kaynak maliyetlerini artırbilecektir. Kredi mekanizmasının o ülke için etkinliği zayıflayacaktır.

Çatışma olgusu, beraberinde getirdiği riskler ile birlikte sadece portföy yatırımları açısından değil makro açıdan ekonomik altyapıyı etkileyebilecek niteliktedir. Böylesi bir çatışma ortamından ancak ekonomik olarak güçlü, dünya siyasetine yön verebilen, kıymetli maden ve enerji piyasalarına hakim süper güçler fayda sağlayabilecektir. İkinci dünya savaşına altın rezervleri sayesinde hakim bir şekilde giren Amerika, Bretton Woods sistemi⁶ ile dünya ekonomik altyapısını oluşturmuş ve politik gücü ile birlikte özellikle Sovyet Bloğu'nun yıkılmasının ardından egemen güç konumuna gelmiştir. Yakın geçmişte yaşanan Afganistan ve Irak savaşlarının ardından Amerika'nın dünya enerji kaynakları üzerindeki otoritesi daha da sağlamlaşmıştır.

Yugoslavya'nın dağılma sürecinde olduğu gibi bölgesel çatışmaların önlenmesinde kullanılan yöntemlerin başında bugüne kadar öncelikle ekonomik yaptırımlar ve askeri müdahaleler insani amaçlı müdahale (Humanitarian Intervention) olarak uygulanı gelmiş fakat çatışmaların nihai şekilde sona ermesi ve kalıcı istikrarın sağlanması başarılamamıştır.

Bugün bu bölgede hala çatışma riski mevcut bulunmaktadır. Çünkü bölgedeki çatışma riskinin temelinde çatışan ve aynı zamanda komşu olan ülkeler (*involved parties*) arasında ekonomik işbirliği ve piyasalarda finansal derinliğin sağlanamaması yatmaktadır. Böylesi bir ortamda yabancı sermaye yatırımları ve ortak yatırımlar istenilen seviyeye ulaşmamıştır. Özellikle Federasyon'un dağılmasının ardından bir

⁶ Bretton Woods sistemi ile Amerikan doları, merkez bankalarının rezerv para, piyasaya müdahale aracı konumuna gelmiştir. Ancak bu parasal sistem 1973'teki kriz ile yıkılmış, serbest değişken kur sistemine geçilmiştir

türlü sağlanamayan siyasi istikrar ortamı ekonomik gelişmenin önündeki en büyük problem olarak uzmanlar tarafından gösterilmektedir.

90'lı yılların başında yaşanan etnik kıyım sonrası dünya siyasi yaşamına yeni bir devlet olarak giren Bosna- Hersek, Boşnak- Hırvat Federasyonu ve Sırp Cumhuriyetinden oluşmaktadır. Yüzden fazla bakanlığın olduğu ve çift parlamentolu siyasi yapıda üçlü başkanlık sistemi dönüşümlü bir şekilde gerçekleşmektedir. Aynı ülke içinde siyasi hayatta yaşanan bu ayrımın izleri ekonomik hayatta da belirgin bir şekilde görülebilmektedir.

Uygulanan üçlü başkanlık sisteminde kamu harcamalarında eşitlik, gelir ve kaynak dağılımında adalet sağlanamamaktadır. Kamu iktisadi teşekkülleri adil ve şeffaf bir özelleştirme sürecinden yoksun kalmakta, istihdam sürecinde ise yaşanan etnik ayrımcılık toplumsal kutuplaşmaya neden olmaktadır. Bütün bu olumsuzluk ve siyasi çatışma riski nedeniyle bölgeye istenilen düzeyde yabancı sermaye çekilememekte ve sığ olan finansal piyasaların canlanması sağlanamamaktadır. Otonom finansal derinlik ve karşılıklı ekonomik işbirliğinin sağlanamaması, bölgede yaşanacak çatışma riskini önleyememektedir.

1.2 ÇATIŞMA VE GÜVENLİK SORUNU

Mali piyasaları sistematik bir risk olan politik risk etkilemektedir. Hükümetlerin olası politik açılımlarının neden olduğu belirsizlikler, ekonomik problemler ve iç çatışma riski çatışma riskini tetiklemektedir. Türkiye gibi cari açık veren ülkeler bu açığı yabancı sermaye girişi ile kapatmaya çalışırken, yatırım güvenliğini etkileyebilecek çatışma riskleri yatırım iklimini bozarken yurt dışına fon çıkışına neden olacaktır.

Güvenlik sorununun yol açacağı savunma harcamaları, değerlendirilen döviz karşısında daha maliyetli gerçekleşecek ve bütçe üzerindeki yük katlanarak büyüyecektir. Devlet bu açığı borçlanma yolu ile kapatmaya çalışacaktır. Bu nedenle çatışmanın doğası, güvenlik olgusu ve ekonomi birlikte ele alınmalıdır. Çatışma riskinin ve güvenlik sorununun sermaye çıkışları üzerindeki etkisi göz önünde bulundurulmalıdır.

Yatırım iklimini etkileyen çatışmaya riskine paralel ortaya çıkan güvenlik problemi ve çerçevesini değerlendirebilmek için önce güvenlik olgusunu ele almak gerekmektedir.

Realist ekole göre uluslararası mali ve mali olmayan aktörlerin davranışlarının temelinde çıkar ve çıkar ilişkilerinde maksimum fayda sağlama çabaları yer almaktadır. Realist ekolün önde gelen düşünürleri, Soğuk Savaş sürecinde güvenlik unsurunu güç dengesi ile ilişkilendirmişlerdir. Ancak günümüzde uluslararası sermaye hareketlerinin olası etkileri gelişmekte olan ekonomiler için başlı başına bir güvenlik olgusu olarak karşımıza çıkmaktadır.

*“Ekonomik anlamda gelişmemiş olan ülkelerde genellikle etnik ayrılıkçı hareketler kendilerine geniş destek sağlayabildiklerinden devletin de yumuşak karnını oluşturmaktadırlar”*⁷. Paul Collier makalesinde çatışmanın ekonomik temellerinin açgözlülük ve bunun neden olduğu mağduriyete (*greed and grievance*) bağlamıştır⁸. Collier’e göre, etnik-gruplar arasında (*interethnic*) çatışmanın ilk aşamasını ayaklanmalar ve aşırı isyanlar oluşturmaktadır.

Collier bu ayaklanmaların arkasındaki temel itici faktörün ise kaynak dağılımındaki problemler ve kaynakların yasal olmayan yöntemlerle el değiştirmesi olduğunu ifade etmiştir. *“Gece yarısı gelişmiş Slovenya ve Hırvatistan az gelişmiş Güney ülkelerine karşı boşaltılmıştı. Kuzeyliler artık az gelişmiş güneylilerin ekonomik gelişimi için daha fazla ödeme yapmayacaklardı.”*⁹

Güvenlik her ne kadar soğuk savaş döneminin temel paradoksu olsa da, günümüzde küreselleşen dünyasında bilgi teknolojilerindeki hızlı gelişme ve buna bağlı iletişim olanaklarının artması gelişmekte olan ülkeleri etkileyebilmektedir. Güvenlik artık Küreselleşme ile ilişkilendirilmektedir. Uluslararası terörizm, uyuşturucu trafiği,

⁷ Engin Yıldızoğlu, **Globalleşme ve Kriz**, İstanbul: Alan Yayıncılık, 1996, s.165; Sait Yılmaz, **National Security Report for Turkey**, Beykent University, BUSAM, İstanbul, Ekim 2007, s.3

⁸ Paul Collier, “Doing Well out of War”, **Conference on Economic Agendas in Civil Wars**, London, April, 1999, s. 13

⁹ John Baffin, “The Destruction of Yugoslavia: A Teste for Killing”, **The World in Conflict War Annual** 7, Herndon, 1996, s.101

siber saldırılar, insan kaçakçılığı, bulaşıcı hastalıklar ve enerji nakil hatlarına yapılacak sabotajlar günümüzde ulus devletlerin güvenliğini daha yakından ilgilendirmektedir.

Yılmaz, “Günümüzde küreselleşmenin siyasal boyutu gelişmiş ülkelerin dışında kalan ve ekonomik bakımdan desteğe ihtiyaç duyan ülkeler için ciddi tehlikeleri de beraberinde getirdiğini” ifade etmektedir¹⁰.

Stratejist ve güvenlik uzmanı Yılmaz’ın yaptığı değerlendirmede; Gelişmiş ülkelerin ekonomik menfaatlerini korumak için realist bir açıdan güvenlik meselesine yaklaştığına vurgu yapılmıştır. Yılmaz’a göre;

Sanayileşmiş devletler, çokuluslu şirketler, diğer güçlü aktörler, politik ve ekonomik menfaatlerini üst seviyede korumak için ekonomik faaliyetleri etkilemede imkan, kaynak ve güçlerini en son noktasına kadar kullanmakta, hatta bu konuda oluşturdukları ekonomik topluluk ve bu topluluk hukuklarını dahi hiçe sayabilmekte, hedef ülkede ele geçirilen yerli iç dinamiklerden ve onların sağladığı olanaklardan en geniş bir biçimde faydalanmaktadırlar. Özellikle Soğuk Savaş döneminde süper güçler dış çevrelerindeki etki alanlarında aldıkları askeri tedbirler vasıtası ile ana karanın güvenliğini sağlamışlardır. Soğuk savaş sonrasında ise küreselleşme bu teoremin değişmesine neden olmuştur. İnternet ve iletişim teknolojilerinde yaşanan son gelişmeler küreselleşme süreci içinde yeni bir güvenlik paradigmasının ortaya çıkmasına neden olmuştur. Uluslararası terörizm, self-determinasyon (ulusların kendi geleceklerini tayin etmeleri) ve insani amaçlı müdahale açık bir şekilde güvenlik sorunu ile ilişkilendirilmektedir. Sovyetler Birliği’nin çöküşünün ardından ortaya çıkan güvenlik mimarisi kadar, internet ve iletişim teknolojileri küreselleşme sürecini tanımlamaktadır¹¹.

Güvenlik olgusu sadece bölgesel ve uluslararası çatışmalardan etkilenmemektedir. Özellikle bilgi teknolojilerinde yaşanan hızlı gelişmeler mali piyasaların daha entegre hale gelmesini sağarken uluslararası sermaye hareketleri ulusal ekonomileri ve gelişmekte olan piyasaları olumsuz etkileyebilmekte, işsizlik ve açlığa neden olabilmektedir. 2008 yılı nisan ayında yaşanan gıda fiyatlarındaki spekülasyon artış bazı gelişmemiş ülkelerde iç ayaklanmalara ve isyanlara neden olmuştur.

Günümüz güvenlik konsepti sadece bölgesel ve uluslararası çatışmalardan etkilenileceği düşünülmemelidir. Uluslararası sermaye hareketlerinin mali altyapı

¹⁰ Yılmaz, 2007, s.3

¹¹ Yılmaz, s.1-5

üzerinde bırakabileceği etki ve uluslararası mali piyasalarda yaşanan entegrasyonun getirdiği belirsizlik ve riskler de göz önünde bulundurulmalıdır. Küreselleşme ulusal güvenliği hem mali hem de sosyo kültürel açıdan etkilemektedir¹².

Yılmaz'a göre küreselleşmenin güvenlik üzerindeki etkileri şu başlıklar altında toplanabilmektedir¹³:

(1) Uluslararası ve ulusüstü yapıların gelişmesi ulusal egemenliğin aşınmasına yol açmakta, ulusal çıkarları sağlamaya yönelik güç politikalarının uygulanmasını güçleştirmektedir. (2) Küresel ekonomik bütünleşme ekonominin ulusal denetimini ve hükümetlerin etkinliğini sınırlamakta, devleti güçsüzleştirmektedir. (3) Ekonomi ulusal gücün lokomotifini olarak ortaya çıkarken uluslararası ekonomik aktörlerin (çokuluslu şirketler, IMF, Dünya Bankası vb.) ulusal ekonominin gelişmesindeki belirleyici rolü ekonomik güvenliği ulusal güvenliğin en önemli güvenlik parametresi haline getirmektedir. (4) Ulusötesi sosyal ve dini hareketler ulusal güvenliğe meydan okumaktadır. (5) Küresel iletişim ve ulaşım devletin sınırlarının kontrolünü daha da güçleştirmiştir. (6) Ulusal birlik; etnik ve dinsel çeşitlilik ve devletten özerklik taleplerinin tehdidi altındadır. Özetle, ulus-devletlerin küreselleşme karşısında yeniden yapılanmaya ve rollerini gözden geçirmeye, ulusal güvenlik ve güç kullanımı konusunda yeni yöntem ve vasıtalara ihtiyacı vardır.

1.3 ÇATIŞMANIN BOYUTLARI

1.3.1. Etnik Boyutu

Etnik kelimesi yunanca “etnikhos” kelimesinden gelmektedir. Bu kavramın uluslararası iktisat literatüründe kullanılan tanımı, bir ulus devlet içinde ulus statüsü kazanamamış fakat o ulusla ortak bazı kültürel özelliklere sahip ancak inanç veya kullandığı dil bakımından farklılık arzeden azınlık gruplarıdır¹⁴. Etnisite kavramı millet kavramından farklılık arz etmektedir. Geniş anlamda Millet kültürel ve politik olarak tanımlanabilir bir sınır içinde çoğunluğu oluşturan ve çeşitli yönetsel imtiyazlara sahip

¹² Yılmaz, s.1-5

¹³ Yılmaz, s.3; Sait Yılmaz, **21. Yüzyılda Güvenlik ve İstihbarat**, İstanbul: ALFA Yayınları, 2006, s. 97-98; Cemal Zehir and Ümit Hacıoğlu:“ Challenging Issue of Sustainable Interethnic Peace and Security: Which Strategy Secures Best in the Balkans?” **2nd International Strategy and Security Studies Symposium**, BUSRC, İstanbul 2009, s. 4

¹⁴ Ray Taras, **National Identities and Ethnic Minorities in Eastern Europe**, Macmillian Press, Warsaw,1998, s 1-3

ortak değer, inanç ve dile sahip insan topluluklarını ifade etmektedir. Etnik grup ise daha küçük ve ortak hedefleri paylaşan üyeleri ifade etmektedir.

Tarihe bakıldığında Osmanlı Devlet sisteminde bir çok farklı etnik grup arasında yüzyıllarca barış ortamı sağlanırken özellikle Fransız Devrimi'nin beraberinde getirdiği Milliyetçilik akımları Osmanlı Devleti üzerinde katalizör etkisi yaratmıştır. Ancak daha detayına inildiğinde, bu etnik gruplar arasında alevlenen düşmanlığın temelinde ekonomik etkilerin olduğu görülebilmektedir. Özellikle Osmanlı Balkan coğrafyasında ekonomik Müslüman tebaanın sahip olduğu ekonomik imtiyazlar Katolik ve Ortodoks cemaati üzerinde organik milliyetçi motiflerin güç kazanmasına yardımcı olmuştur. O dönemde Hıristiyan köylü ve tarla işçileri, bölgede yaşayan Müslümanların toprak sahibi olmasının kendilerine yapılmış bir haksızlık olarak algılamış ve bu etnik gruplar çeşitli kışkırtmalarla merkezi otoriteye karşı ayaklanmışlardır¹⁵. Bu dönemde ekonomik dengeler değiştikçe siyasi baskılar da şekil kazanmaya başlamıştır. *“Toprak sahibi olan Müslümanların karşılaştığı bu meydan okuma Katolik ve Ortodoks kiliselerinin rekabeti arasında ve milliyetçi duygular etrafında güç kazanmış, bu topraklarda yaşayan Müslümanlar toplu katliamlara maruz kalmışlardır”*¹⁶. Fakat bu topraklarda Osmanlı hakimiyetinin zayıflamasıyla ortaya çıkan kaos sadece Müslümanların aleyhinde olmamıştır; Mim Kemal Öke'ye göre, *“Katolik ve Ortodoks mezheplerine bağlı toplumların aralarında çıkan düşmanlıkta bu değişen etkilerden nasibini almıştır. Tarih boyunca etniklik sorunu ile karşılaşan devletler; kimliklerin inkarı olan asimilasyonu, yabancı gördüklerinin ihracını ya da yoketmeyi (jenosit/soykırım) denemiştir”*¹⁷. Ancak bu yöntemlerde etnik temelli çatışmaların çözüme kavuşturulamayacağına anlaşılması üzerine bir üst kimlik altında bütünleştirici bir konsensüs sağlanmaya çalışılmaktadır.

¹⁵ Florian Bieber, “Muslim Identity in the Balkans Before the Establishment of Nation States”, **National Papers**, Vol 28, No. 1, 2000; William Hagen, “The Balkans in the Mid 18th Century”, **Foreign Affairs**, c:78,S:4 July/August 1999; Michael Sells, “ Religion, History and Genocide in Bosnia Herzegovina”, Courtwright and Majzes(Der): **The Religion and the War in Bosnia**, American Academy of Religion, Georgia: Scholars Pres, , 1998

¹⁶ Aleksander Popoviç, **Balkanlarda İslam**, Komisyon (çev), İstanbul: İnsan Yayınları, Ocak 1995, ss 20-70

¹⁷ Mim Kemal Öke, **Küresel Toplum**, ASAM, Ankara, 2001, s.75

Çatışmaların etnik boyutu ile ilgili yapılan çalışmalara bakıldığında, ortaya çıkan şiddetin aslında doğrudan etnisite problemine bağlı olmadığı anlaşılmaktadır. Andreas Wimmer ve arkadaşlarının yazmış olduğu makalede de etnisite ve çatışma arasındaki ilişki irdelenmiştir¹⁸. Wimmer ve arkadaşlarına göre; iki ana eksiklik çatışma ve etnisite üzerindeki literatür çalışmalarını şekillendirmektedir. Birincisi, etnisiteyi çatışmaya bağlayan mekanizma teorik ve ampirik açıdan yetersiz yöntemlerle belirlenmektedir. İkincisi ile etnik çatışmaların nedenleri ile ilgili bağımlı değişkenler aşırı abartılmaktadır¹⁹.

Collier, Hoeffler ve Rohner'in çatışma ve çatışmanın ekonomik nedenleri hakkında yapmış olduğu çalışmalar bu alandaki en etkili makaleler olarak kabul edilmektedir. Collier ve arkadaşlarının yapmış olduğu çalışmalarda etnisite çatışmaların tahmin edilmesinde birincil rol oynamamaktadır²⁰.

Fearon ve Laitin'e göre, *“en iyi bilinen iç çatışma modeline göre, savaşlar hükümetlerin en zayıf oldukları dönemlerde ortaya çıkmaktadır. Ayrıca işsizlik oranının yüksek olması ve genç nüfusun okur yazarlık oranının düşük olması militan temin etmede isyan organizasyonlarına fırsat tanımaktadır”*²¹.

İç çatışmaların temelindeki faktörlerin daha esnek bir duruma gelmelerindeki temel unsur, Collier'e göre, çatışmanın nedeni, *“etnisiteden ve sosyal marjinalleşmeden ziyade çatışan tarafların ekonomik faktörlerle motive olmasıdır. Ekonomik faktörler çatışmanın başlamasını kolaylaştıran birincil kaynak olmaktadır”*²².

1.3.2 Siyasi Boyutu

Özellikle soğuk savaş döneminde çift kutuplu dünyada yaşanan ekonomik ve siyasi kutuplaşma beraberinde yapay bir barış ortamının sağlanmasına neden olmuştur.

¹⁸ Andreas Wimmer, Lars-Erik Cederman ve Brian Min, “Ethnic Politics and Armed Conflict: A Configurational Analysis of a New Global Data Set”, **American Sociological Review**, 74(2), 2009, s.3.

¹⁹ Wimmer, Cederman ve Min, 2009, s.3

²⁰ Collier ve Hoeffler, 2004, s. 3-17

²¹ James D Fearon and David D. Laitin. “Ethnicity, Insurgency, and Civil War.” **American Political Science Review**, 97, 2003, s. 1–16; Wimmer, Cederman and Min, 2009, s.3

²² Collier ve Hoeffler, 2004, s. 3-17; Collier, Hoeffler ve Rohner, 2006, s.1-10

Özellikle Sovyetler Bloğunun dağılması ile ortaya çıkan güvenlik boşlukları çeşitli çatışma bölgelerini yeniden ortaya çıkarmıştır.

Bölgesel güçler ortaya çıkan otorite boşluğunu her ne kadar doldurmaya çalışsa da, politika yapımcılarının popülist söylemleri ve çekişilen tarafa duyulan tarihi kinin yeniden gün yüzüne çıkması siyasal çatışmaların önünü açmıştır. Özellikle birinci ve ikinci körfez savaşları sonucunda Irak'ın kuzeyinde ortaya çıkan jeopolitik boşluk alanı ülkemizde terör unsurlarını beslemiştir. Yugoslavya'nın dağılma sürecinin bir etnik kıyımaya dönüşmesi beraberinde uluslararası hukukun transformasyon sürecine girmesine neden olmuştur. Soğuk savaş sürecinin ardından yaşanan siyasal çatışmaların bir diğer nedeni de Birleşmiş Milletler Beyannamesinde yer alan self-determinasyon hakkıdır. Bu hak bir çok bölgede çatışmaları daha da alevlendirmiş hatta harita değişikliklerine neden olmuştur.

Pelle Andersen ve diğerleri, *“çekişen taraflar arasında uzun süren devletler arası rekabet uluslararası barışın ve güvenliğin önünde en önemli sorun”* olduğunu ifade etmiştir²³. Bir çok çatışma bölgesinde ulus devletlerin bölünmesine sebep olan self-determinasyon hakkı çatışmayı artırıcı eğilimi nedeni ile uluslar arası arenada insan hakları gözetimi ön plana çekilmiştir.

1.3.3 Dini Boyutu

Çatışmanın bir başka boyutunu ise dini farklılıkların özümsememesi veya inanç özgürlüğünün elde edilememesi gelmektedir. Siyaset yapım mekanizmasında dini ve etnosentrik bir temeli baz alan azınlıklar bir çok bölgede çatışmalara zemin hazırlayarak çatışmayı etnik grubun diğer fertleri üzerinde meşru hale getirme çabasını sergilemektedirler. En etkili ve süreklilik arz eden çatışmalara bakıldığında dini merkezli etnik gruplar arasında yaşan ihtilaflar görülmektedir. Din, doğası itibari ile hoşgörü ve sevgi zemini üzerine kurulu iken; siyasal mekanizma içinde dini referans ve ritüel kullanılması çatışmaları daha yıkıcı hale getirebilmektedir. Ayrıca etnik azınlığa

²³ Pelle Andersen, Justin Bumgardner, J. Michael Greig and Paul F. Diehl., “Turning down the heat: Influences on conflict management in enduring rivalries”, **International Interactions: Empirical and Theoretical Research in International Relations**, Volume 27, Issue 3, 2001; s. 239 – 274

yönelik uygulanan baskı ve inanç hürriyetinin kısıtlanması bu grupları radikalleştirmektedir. Grup içinde radikalleşen bireyler intihar saldırılarında rahatlıkla kullanılmakta ve terör eylemlerinde ön plana çıkmaktadır. Çatışma yönetiminde sorunun parçalara bölünmesi ve karşılıklı tavizlerin verilmesi bu süreçte daha zor hale gelmekte ve sorunun çözümü radikalleşen bu gruplar tarafından sindirilmektedir.

Dini merkezli çatışma ile ilgili literatür incelemesi yapıldığında komşular arasında yaşanan tarihi nefret ve intikam duygusunun bir katliama dönüşebileceği ifade edilmektedir. Ben Lieberman'ın makalesinde Yugoslavya Federe Devleti'nin dağılma sürecinde birbirine komşu olan farklı etnik unsurlar arasında yaşanan çatışmalar tarihi nefrete dayandırılırken çatışmanın dini ve etnik boyutuna dikkat çekilmiştir²⁴. Ancak bu nefretin tek taraflı olabileceği Bosna dramında ortaya çıkmıştır. Sells, "The Religion and The War in Bosnia" isimli derleme kitaptaki makalesinde Bosna'da Müslüman ve Hıristiyanların Osmanlı İdaresinde 19.yy'a kadar barış içinde yaşadıklarını ifade etmiştir.

Yugoslavya'nın dağılma sürecinde ortaya çıkan iç çatışmada, etnosentrik milliyetçiliğin dini motiflerle beslenmesi çok yıkıcı sonuçlar doğurmuş, temel insan haklarının ihlalinin önü açılmış ve hatta çatışmanın etnik temizliğe dönüşmesine neden olmuştur.

1.3.4 Ekonomik Boyutu

Addison ve Burshed'e göre son dönemde gelişmemiş ülkelerin karşılaştıkları çatışmaların temelini yoğun olarak çatışmanın ekonomik boyutu oluşturmaktadır²⁵. Addison ve Burseh'in ifade ettiği gibi:

Congo, Etiyopya, Eritre, Sri Lanka, ve diğerleri. Siyasi çatışma, darne, iç çatışmalar, devletler arası savaşlar, bütün hepsinin ekonomik boyutu bulunmaktadır. Bu nedenle, aslında bir çok iç çatışmaya sahne olan düşük gelir grubu ülkelerde mali

²⁴ Ben Lieberman, "Nationalist Narratives, Violence between Neighbours and Ethnic Cleansing in Bosnia-Herzegovina- A case of Cognitive Dissonance?", **Journal of Genocide Research**, Routledge, Vol. 8 N.3, September, 2006, s. 295-309

²⁵ Tonny Addison ve S. Mansoob Murshed, "The Fiscal Dimensions of Conflict and Reconstruction", **UNU/WIDER**, 2000, s.2-5

politikalarda yapılacak en ufak bir değişikliğin çatışmanın mali boyutunu oluşturacağı göz ardı edilmemelidir²⁶.

Günümüzde çatışmaların ekonomik temellerine bakıldığında özellikle ekonomik gelişme yolundaki ülkelerin dış kaynağa duydukları ihtiyacın günden güne artması gelmektedir. Ayrıca ekonomik istikrarın sağlanamaması ve sonucunda düşük büyüme oranları, yüksek kaynak ihtiyacından dolayı yüksek cari açık, ödemeler dengesinin sağlanamaması, enflasyonla mücadelede başarısızlık, mali disiplinin sağlanamaması, düzenleyici ve denetleyici kurum ve kuruluşların yeterince idari ve yapısal özerkliğe sahip olamaması, askeri harcamaların bütçe üzerinde yük oluşturması ve bu yükün iç kaynaklarla finanse edilememesi yeni dış kaynak arama ihtiyacını doğurmaktadır. Buradaki temel sorun çatışma koşullarının yarattığı ekonomik kaos ortamıdır. Üretimin azalması, vergi oranlarının artması, verginin tahsil edilememesi, savaş zamanında hükümetin bütçe açıklarını finanse etmek için sürekli borçlanması çatışmanın mali disiplin üzerindeki temel etkileri olarak ortaya çıkmaktadır²⁷.

Özellikle bugün yapılan çalışmalara bakıldığında ekonomik büyüme ve silahlı çatışma arasında ters yönlü bir ilişki görülmektedir. Böylesi bir çatışma ortamında ise doğrudan yabancı yatırımlar, ekonomik sorunlarla boğuşan ülkelere çıkmakta ve NGO'ların barışı temin etmedeki rolü ortadan kalkmaktadır.

Özellikle çatışan ülkelerde, uzun dönemli petrol, gaz ve maden işine yatırımlar yapmış ortak uluslararası müteşebbislerin bölgeden çıkamaması ve ekonomik çıkarlarını korumak için karşılıklı işbirliğine girişmesi kısa dönemde çatışma riskinin daha kolay yönetilebilmesine ve karşılıklı bağımlılık çerçevesinde istikrarın sağlanmasına yardımcı olmaktadır.

Uzun vadede uluslararası yatırımların, hükümet üzerinde baskı sağlaması, sonucunda ekonomik istikrar sağlayıcı paketlerin uygulanmaya başlanması ekonomik gelişmişlik düzeyini artırıcı etki doğurmaktadır. Ekonomik büyüme ve çatışma riski arasındaki etkileşim düşünüldüğünde, böylesi bir durumda çatışma riski azalacaktır.

²⁶ Addison ve Murshed, s.2-5

²⁷ bkz. Fitz Gerald, "Paying for War: Macroeconomic Stabilization in Poor Countries Under Conflict Conditions," **Oxford Development Studies**, 25 (1), 1997, s. 43-65.

Ekonomik durumun çatışma üzerindeki çift yönlü etkisi iyi yönetildiğinde çatışmanın ekonomik boyutları da bir anlamda yönetilmiş olacaktır²⁸.

Etnik farklılaşmanın yoğun olarak yaşandığı federe devlet yapısında merkezi bütçenin temel gelirini vergiler oluşturmaktadır. İkinci dünya savaşı sonrasında 6 devletli bir federasyon yapısında Yugoslavya’da tarih boyu çatışma içinde yaşayan etnik gruplar arasında dönemin Başkanı Tito tarafından denge politikası izlenmiştir.

Federasyonu oluşturan devletlere eş zamanlı yatırımlar gerçekleştirilirken kaynak dağılımı bozulmuş, merkezi bütçe üzerindeki yük artmış ve gelir düzeyi nispeten düşük Sırbistan, Bosna, Makedonya’ya yapılan yatırımların bütçe üzerinde ortaya çıkardığı ek yük federasyonun zengin ülkeleri Slovenya ve Hırvatistan’dan elde edilecek vergi gelirleri ile sağlanmaya çalışılmıştır. Turizm ve ticaret gelirleri ile ön plana çıkan bu devletler kaynaklarını diğer üye ülkelerle daha fazla paylaşmak istememiş ve sonunda referanduma başvurarak bağımsızlıklarını kazanmışlardır. Batı ile daha fazla ekonomik işbirliği imkanı bulan bu ülkelerin bağımsızlık süreçleri, ekonomik olarak zayıf Bosna ve Kosova’ya göre daha hızlı gelişmiştir. Bu süreçte Sırbistan’ın Slovenya ve Hırvatistan’a gösterdiği sert askeri tepki Batının da desteği ile başarısız olurken, aynı süreçte ekonomik olarak karşılıklı çıkar ilişkisinin bulunmadığı diğer ülkelerde ortaya çıkan buhrana uzun yıllar göz yummalarını, iktisattaki “*homoeconomicus*” kavramının “*Kurum-Devlet*” seviyesine genellenmesi ile ancak açıklanabilmektedir.

Küreselleşme sürecinde uluslararası arenada karşılaşılan güvenlik sorunlarının belirli bölümü de iç çatışma şeklinde ortaya çıkmıştır. Özellikle Balkanlarda Kosova ve Bosna savaşları insani müdahale ile sonlandırılırken, Dünya Bankası ve BM gibi uluslararası örgütlerin çatışma sonrasında (post-conflict) aktif rol aldıkları izlenmiştir. Ancak uluslararası topluluğun çatışmaya müdahale etmesi, güvenliği sağlaması ve barışı temin etmesi ağırlıklı olarak askeri önlemler sayesinde gerçekleşmiştir. Diğer tarafta ise uluslararası müdahalenin yöntemi ve etkinliği sorgulanırken, dışarıya ekonomik olarak tamamen bağımlı bir toplumda barışın nasıl sağlanacağına kuşku ile

²⁸ bkz. Addison ve Murshed, 2000, s.2-19

yaklaşmaktadır²⁹. Fixdal ve Smith'e göre, “İnsani amaçlı müdahale (*humanitarian intervention*) günümüzün temel uluslararası güvenlik sorunlarından bir tanesini oluşturmaktadır”³⁰.

Çatışma bölgesinde sağlanan güvenlik ortamının uluslararası aktörler tarafından etkin bir şekilde yönetilemediği görülmektedir³¹. Müdahale sonrası oluşan yapay istikrar ortamındaki sorunlara rağmen, uluslararası aktörlerin yeterince önlem almadıkları anlaşılmaktadır. Crisis Prevention and Recovery Raporu'na göre, çatışma sonrası ekonomik iyileşmenin (*Post-Conflict Economic Recovery*) sadece sürdürülebilir ekonomik büyümenin sağlanması ile değil, aynı zamanda çatışma riskinin azaltılması ile de ilişkili olduğu belirtilmiştir³².

Collier ve arkadaşlarının yapmış olduğu analizde çatışma sonrası ilk 10 yılda riskin yüksek olduğu sonucuna ulaştıkları daha önce de ifade edilmiştir. Collier, Hoeffler ve Soderbom, risk analiz modelinde çatışma riskini etkileyen faktörler incelenmiş ve ekonomik etkilerin çatışma riski üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu ortaya konulmuştur. Gelir düzeyinin risk üzerindeki etkisi %40 olarak ölçülmüştür.

Collier'in risk analiz modelinde ekonomik gelişmişlik düzeyi düşük ülkelerin karşılaştıkları çatışma riskinin gelişmiş ülkelere nazaran yüksek olduğu yapılan analiz ile ortaya konulmuştur. Analiz sonucuna göre Collier, Hoeffler ve Soderbom, “*Ekonomik büyümenin hızlandığı, gelir düzeyinin arttığı bir dönemde çatışma riskinin azaldığını*” ifade etmiştir³³.

Paul Collier çatışma sonrası toplumlarda ekonomik politikaların önceliğine dikkat çekmektedir. Collier, Hoeffler ve Soderbom, “*çatışma sonrası ortamlarda uzun dönemli güvenliğin sağlanabilmesi için, çatışan tarafların olası çatışma riskini*

²⁹Zehir ve Hacıoğlu, 2009, s.2-18

³⁰ Mona Fixdal ve Dan Smith, “Humanitarian Intervention and Just War”, **International Peace Research Institute**, Oslo 1998, s. 283

³¹ Ümit Hacıoğlu “The New Address of The Familiar Danger Bells: The Axis of Kosova- Bosnia”, **Journal of Strategic Studies**, BUSAM, Vol:1 N:2 Autumn 2008

³² Dünya Bankası: Post Conflict Economic Recovery; <http://www.worldbank.org>

³³ Collier, Hoeffler ve Soderbom, s 17

azaltabilmeleri için işsizliği ve farklılaşmayı önlemede benzer politikalar geliştirmeleri gerektiği” ifade etmektedir³⁴.

Çatışma riskini azaltıcı temel faktörlerin başında istihdama yönelik tedbirler gelmektedir. Çatışma sonrası alanlara bakıldığında, Bosna’da savaş sonrası geçen ilk on üç yılda Dünya Bankası raporlarına göre (2008) işsizlik oranının Gayri Safi Yurt İçi Hasılanın (GSYİH) %40’ını aştığı belirtilmektedir³⁵. Rapora göre çatışma sonrası iyileşme sürecini devam ettirebilmek için özel sektör yatırımlarının ve nitelikli iş gücünün yeniden ülkeye dönmesini sağlamanın önemine vurgu yapılmıştır.

Çatışma Sonrası Ekonomilerde, yapılacak reformların çatışmanın tekrarlanmasında önleyici rolünün olduğu anlaşılmaktadır. Ekonomik reformlar ile çatışmanın yoğunlaşması, aşağıdaki unsurların işleyiş mekanizmaları ile analiz edilmektedir³⁶:

- (i) Toplumun Fakir kısmı üzerinde reformların eşit olmayan etkisi.
- (ii) Etnik olarak farklılaşmış işletmeler üzerindeki reformların eşit olmayan etkisi
- (iii) Reformların eşit olmayan bölgesel etkisi.
- (iv) Sosyal düzensizlik yaratabilecek Otoriter devlet anlayışı ve siyasi çatışmadaki artış.
- (v) Çıkar arayışındaki grupların politize olması.

Zehir ve Hacıoğlu’nun ifade ettiği gibi:

Son dönemde Balkanlarda ekonomik büyümenin sağlanamaması, işsizlik oranındaki artış, küresel mali krizin yenilenen ülke ekonomileri üzerindeki etkisi askeri önlemlerle sağlanan yapay barış ortamının tehlikeye girmesine neden olmaktadır. Özellikle, uluslararası sermayenin artan çatışma riskinden dolayı ülkeye girmemesi,

³⁴ Collier, 1999, s. 13; Collier, Hoeffler and Soderbom, s 12-18

³⁵ <http://go.worldbank.org/54PCSU2E90>

³⁶ Rajesh Venugopal, “The Global Dimensions of Conflict in Sri-Lanka”, **Confrence on Globalization and Self Determination Movements**, Pomona College, 2003, s. 10

*ülke yönetimindeki bürokratik engellerin çokluğu, önlenemeyen bütçe açıkları, son dönemde kış aylarında yaşanan enerji dar boğazı ve doğal gaz krizi ekonomik stresle birlikte çatışma riskini de artırmaktadır*³⁷.

Bu stresin bir benzeri Tito sonrası dönemde Eski Yugoslavya’da görülmüştür. Bu dönemde ekonomik açıdan daha müreffeh olan Slovenya ve Hırvatistan, Yugoslav ortak ekonomik sistem içinde daha çok vergi ödemeye ve kaynak aktarmaya zorlanmıştır³⁸.

*“ Federasyon içinde, gelişmiş Slovenya ve Hırvatistan (kuzeyliler) artık az gelişmiş güneylilerin ekonomik gelişimi için daha fazla ödeme yapmayacaklardı ”*³⁹. Kaynak dağılımındaki adaletsizlik ve ihraç mallarına konulan ağır vergiler bu devletlerin ayrılmasını sağlayan temel ekonomik faktörlerin başında gelmektedir. Collier’e göre, *“ isyanların arkasındaki en önemli nedenlerin başında kaynak dağılımı problemi ve kaynakların yasal olmayan yönlerden ele geçirilmesi ”* yatmaktadır⁴⁰.

Collier’e göre, *“ başarılı isyan organizasyonlarının ardında uluslararası toplumla iyi ilişkiler kurmaya verilen önem ”* yatmaktadır⁴¹. Hırvatistan ve Slovenya ekonomik olarak daha gelişmiş ayrıca Avrupa Birliği (AB) ile ihracat ve turizm alanında yoğun ilişkilere sahip Yugoslav devletleri idiler.

Yugoslavya İç Savaşını takip eden Rasyonel Tercih teorisyenleri (Rational-choice theorists), bu etnik çatışma üzerinde yoğunlaşmış ve etnik çatışmanın nedenlerini anlamaya çalışmışlardır. Bu teorisyenler için etnik savaşların temelinde güvenlik sorunu yatmaktadır. Bu güvenlik sendromu bir etnik grubun diğer etnik grubun davranışlarından emin olmamasından ve bir zarar geleceği inancından kaynaklanmaktadır⁴². Tito’nun 1980’deki ölümünün ardından, bu güvensizlik ortamı

³⁷ Zehir ve Hacıoğlu, 2009, s. 1-16

³⁸ Zehir ve Hacıoğlu, s. 1-16

³⁹ Baffin, s.101

⁴⁰ Collier, 1999., s.1- 17

⁴¹ Collier, 1999, s.1

⁴² Donald Horowitz, “Structure and Strategy in Ethnic Conflict”, **Annual World Bank Conference on Development Economics**, Washington, April 20–21, 1998.

TV programları ile doruğa ulaşmıştır⁴³. Sırp ve Hırvat literatüründeki ırkçı söylemler yoğunlaşmıştır⁴⁴.

Ekonomik göstergelerdeki kötüleşme bütün bu çatışmaları tetiklemekteydi⁴⁵.

Tablo 1.1
1990'da Yugoslavya'nın Endüstriyel Üretiminde Yaşanan Daralma⁴⁶

Federe Devletler	%
Montenegro	15,8
Sırbistan	13,5
Hırvatistan	10,8
Slovenya	10,6
Makedonya	10,6
Bosna	6,2

1990'daki üretimin düşmesinin yanında işsizlik oranı %15'leri geçmiş, enflasyon oranı %125 artmış, dış borçlar 20 Milyar\$'ı bulmuş, bütçe açığı da 3 Milyar \$'I geçmiş, resmi rezervler 6.5 Milyar \$'dan 3.5 Milyar \$'a gerilemiştir⁴⁷. Ekonomik alandaki bu kötüleşme ve kaynak dağılımındaki problemler Yugoslavya'nın dağılma sürecinin temelini oluşturmaktadır.

Balkanlarda vukuu bulan savaş geç de olsa sert askeri önlemlerle sona erdirilmiştir. Çatışma sonrası ortaya çıkan ortamda, Dünya Bankası, Avrupa Birliği ve Birleşmiş Milletler aktif rol almışlardır. Barışı sağlama çabalarında askeri önlemler tek başına yeterli olmuş mudur? Yeni bir stratejiye ihtiyaç var mıdır? Bu sorulara cevap verebilmek aslında kolay bir iş değildir. İçsel ve dışsal faktörlerin çatışmanın doğasını etkilediğini düşünürsek, Collier, Hoeffler ve Soderbom'un belirttiği gibi, "*risk ilk 10 yıl*

⁴³ Alison Preston, "United Kingdom", içinde James Gow, Richard Paterson, Alison Preston (eds), **Bosnia by Television**, British Film Institute, London 1996, s. 171-175

⁴⁴ Sells, 1998, s.23-43

⁴⁵ Sabrina Ramet, **Balkan Babel: The Disintegration of Yugoslavia from Death of Tito to Ethnic War**, Westview, Boulder, 1996, s 44

⁴⁶ Ramet, 1996, s.44

⁴⁷ Ramet, s.44

için oldukça fazladır ve ekonomik gelişme düzeyi ve istihdamdaki artış çatışma riskin azaltılması için önemli bir gerekliliktir”⁴⁸.

Bazı çatışmalara ekonomik müdahalelerle barışçıl yaklaşılabilir. Bazı vakalarda Uluslararası Diplomaside Caydırıcı Diplomasinin (deterrence diplomacy) bu tür yöntemlerinin askeri müdahale yöntemlerine göre daha faydalı ve barışçıl olduğu ifade edilmektedir. Ancak Bosna’da(1992-1995) yılları arasında yaşanan trajedi ekonomik ambargonun yükünü trajedinin kurbanları üzerine yılmıştır.⁴⁹

Bununla birlikte Uluslararası Toplumun yoğunlaşan katliamlara sert müdahale etmekteki isteksizliği beraberinde insani amaçlı müdahalenin zamanlama hatasını getirmiştir. Fixdal ve Smith’e göre, “Bosna’daki çatışmanın ölçek ve derinliği açısından, insani müdahale çok hızlı yapılmalıydı. Uluslararası toplumun isteksizliği yüzünden insani müdahale başarısız olmuştur. Bu aslında BM’nin arzu problemini göstermektedir. Bosna’da BM müdahalesine yöneltilen eleştirilerin merkezi noktası da aslında budur”⁵⁰.

Bu çatışmada 250’binden fazla sivil hayatını kaybederken milyonlarcası evini terk etmek zorunda kalmıştır. Yüzbinlercesi yaralanırken, sayısız çocuk yetim kalmış ve akli dengesini kaybetmiştir. Yaşanan buhran, İkinci Dünya Savaşından sonra modern Dünya’da görülen en büyük insanlık dramına yol açmıştır⁵¹.

1.4 ÇATIŞMA EĞİLİMLERİ

Çıkar çatışması yaşayan “ *conflicting parties*” iki taraf arasında çatışma eğilimini hızlandıran bir takım faktörler bulunmaktadır. Birincisi, tehdit algılamasının savunma eğilimini geliştirmesidir. İkincisi, savunma eğiliminin beraberinde askeri harcama ve silahlanma üzerindeki etkisidir. Üçüncüsü, karşılıklı silahlanmanın çözülemeyen sorunlarda askeri çatışmaya dönüşmesi; Güç kullanma eğilimi. Dördüncüsü, gücün karşı tarafta üstünlük sağlaması sonucu yayılma eğilimi. Sonuncusu

⁴⁸ Collier, Hoeffler ve Soderbom, s.2-17

⁴⁹ bkz. Cüneyt Yeniğün ve Ümit Hacıoğlu, “Bosnia and Herzegovina: Ethnic War- Incomplete Peace Agreement”, K. İnat ve diğerleri., **Dünya Çatışma Bölgeleri**(içinde), Nobel, İstanbul, 2004

⁵⁰ Fixdal ve Smith,1998, s.284

⁵¹ The World Bank: **International Development Association, Country Assistance Strategy for Bosnia and Herzegovina**, Report No: 29 196-BA, 2004

ise, küreselleşen dünyada uluslararası hukuk ve insan haklarının ihlali durumunda ekonomik yaptırımlarla karşılaşma ve içe kapanma eğiliminin ortaya çıkmasıdır.

1.4.1 Savunma Eğilimi

Günümüzde dünya barışının ve insanlığın hoşgörüsü ile devamı önünde akla gelen en büyük tehlike hiç şüphesiz ki güvenlik sendromu ve güvenlik açığının yol açtığı dış tehditlere maruz kalma ve hatta terörün neden olacağı toplu ölümlerin olmasıdır.

1930'lardan itibaren Avrupa'da bloklaşma hareketleri hızlanırken ortaya çıkan güvenlik sendromu ülkeleri belirsizlik ortamına çekmiş ve yeni arayışlar içine girmelerine neden olmuştur. II. Dünya Savaşı sırasında tarafsız bir politika izlemeyi başaran Türkiye, II. Dünya Savaşı sonrasında Rusya'dan gelen baskılarla Uluslararası arenada sıkışmış ve yalnızlığa terk edilmişti. II. Dünya Savaşı sonrasında Sovyet Rusya ve ABD iki süper güç olarak ortaya çıkarken, dünya politikalarını kendi eksenleri etrafında şekillendirmeye başlamıştır. Hatırlanacağı üzere, soğuk savaş döneminde özellikle Avrupa'da ortaya çıkan "toplular güvenliği" –collective security- ihtiyacı ve Amerika'nın olası Sovyet Rus nükleer saldırısını veya tehdidini kendi coğrafyasından uzak tutma çabasıyla uygulamak istediği *Containment Policy*-Çevreleme Politikası, NATO'nun doğmasına neden olmuştur. Sovyet Bloğu ülkelere dolayısıyla Komünizm'e karşı bir emniyet mekanizması olan NATO, bu bloğun çökmesiyle kuruluş gayesini yitirmişti.

Soğuk Savaş Döneminin ardından ABD'nin hegemonik rolü ile kurulmak istenen *Yeni Dünya Düzeni'*nde (YDD), diğer unsurlar gibi uluslararası hukuk unsuru da yeni bir dönüşüm trendine girmiştir. Yeni sistemde egemen devletin insan haklarını açıkça ihlal eden soykırım veya ırkçılık hareketleri gibi yine uluslararası hukukun diğer değişmez kurallarını ihlal ettiği durumlarda "Uluslararası Barış Güçleri"ne müdahale hakkı *de facto* olarak mümkün kılınmıştır. Ancak uluslararası terörizmim savunma doktrinlerini hiçe sayan etkisi sınırlar ötesi güvenlik ihtiyacını doğururken ülkeler arası iletişimi ön plana çıkarmıştır. Terrance Sando'ya göre, "uluslararası iletişim ve

*entegrasyon çabaları ülke güvenliğini geliştirici önemli bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır*⁵².

1.4.2 Silahlanma eğilimi

11 Eylül saldırıları sonrasında terörizmin küresel boyutlara ulaşması ve tehlike algısının değişmesi, ülkelerin savunma ve silahlanma eğiliminin farklı bir boyut kazanmasına neden olmuştur. Özellikle ülkemizin Irak'ın kuzeyinde faaliyet gösteren terör örgütünün saldırılarına maruz kalması ve terörle savaşın sadece konvansiyonel silahlarla çözülemeyeceğinin anlaşılması üzerine istihbarat altyapısının güçlendirilmesi, ileri düzey insansız savunma araçlarının alınması bütçe üzerinde ek bir ekonomik maliyet oluşturmuştur.

Milli Savunma Bakanlığının bütçesine bakıldığında 2008 yılı Bütçesi, Türkiye'nin içinde bulunduğu bölgedeki gelişmeler, mevcut ekonomik ve sosyal politikalar, kalkınma planları, ekonomik istikrarı sağlama ve enflasyonla mücadele programı çerçevesinde hazırlanmıştır. Ancak azami tasarruf prensibi ile hazırlanmış 2008 yılı savunma bütçesinin toplam tutarı 13 Milyar 272,7 Milyon TL olarak kanunlaşmış ve yürürlüğe girmiştir.

Bütçenin; %40,6'sını Personel Giderleri, %6'sını Sosyal Güvenlik Kurumlarına Devlet Primi Giderleri, %51,1'ini Mal ve Hizmet Alım Giderleri, %1,4'ünü Tedavi Giderleri, %0,63'ünü Cari Transferler ve %0,26'sını ise Sermaye Giderleri oluşturmaktadır⁵³.

⁵² Terrance Sando, "Communications and Integration Enhancements to Improve Homeland Security", **The Counterproliferation Papers**, Future Series, N. 41, Alabama, 2007, s. 3-10

⁵³ <http://www.msb.gov.tr>;

Tablo 1.2.
2008 yılı Milli Savunma Bakanlığı Bütçesi

GİDER	BUTÇEDEKİ PAYI	
	%	
Personel Giderleri	40,6	5.388.716.200,00
Sosyal Güvenlik Primi	0,06	3.233.229,72
Mal ve Hizmet Alım Gideri	51,1	1.652.180,39
Tedavi Gideri	1,4	23.130,53
Cari Transferler	0,0063	1,45722
Sermaye Giderleri	0,26	0,00379
Diğer	6,5737	0,00025
TOPLAM	100	13.272.700.000 YTL

Kaynak: www.msb.gov.tr

Uluslararası Silahsızlanma Merkezi, silahlanma ile diğer askeri harcamaların dünya genelinde endişe verici boyutlara vardığını duyururken, 11 Eylül saldırılarından sonraki 5 yıl içinde savunma harcamalarına yüzde 30 oranında daha fazla kaynak ayrıldığı ifade edilmiştir. Böylece yıllık global savunma harcamalarının 800 milyar euro sınırına dayandığını rakamlara yansımaktadır. Sadece ABD ve İngiltere'nin toplam harcamalardaki payı yüzde elliye bulmaktadır.

Küresel savunma eğilimi gelişmekte olan ülkelerinin de savunma bütçelerini sürekli arttırmaktadır. Silahsızlanma Merkezi proje başkanı Mark von Boemcken Üçüncü Dünya ülkelerinin de yarış halinde olduklarını söylemektedir. ABD dışında, hızla kalkınan Çin, Hindistan, Endonezya, Pakistan ve Rusya gibi ülkeler de global silahlanma trendine emsal oluşturmaktadır⁵⁴.

11 Eylül saldırıları sonrasında Amerika ve kıta Avrupa'sında ülke güvenliği sorunu ve tehdit algısı üst seviyelere çıkmıştır. Takiben, Afganistan ve Irak operasyonları ile askeri harcamalarda artış gözlenmiştir. Bütün bu askeri harcamalar karşısında BM'nin ve altındaki teşkilatların her yıl yoksullukla mücadele ve evsizlere ayırabildiği kaynak sınırlı kalmaktadır. Askeri harcamalara ayrılan bütçe karşısında ne

⁵⁴ <http://www.globalissues.org/Geopolitics/ArmsTrade/Spending.asp>

kadar durumun vahim olduğu ortaya çıkmaktadır. Son 20 yıldır, BM faaliyetlerini yürütebilecek fonu temin etme sürecinde finansal kriz içinde bulunmakta iken askeri harcamaların sürekli artması ve askeri harcamaları artıran üye devletlerin fona olan katkılarını kesmesi bir o kadar da düşündürücüdür. Kasım 2007 tarihi ile BM bütçesi 737 Milyon \$' ı geçmemektedir⁵⁵.

Çatışma riski, silahlanma ve güvenlik harcamalarını artırırken hükümet harcamalarının artmasından dolayı ortaya çıkan borçlanma gereği finansal piyasalarda yatırım tasarruf dengesini bozmakta ve özel sektör için dışlanma etkisi doğurmaktadır⁵⁶.

Yüksek faiz ve düşük kur ortamında Dışlanma etkisi, ihracatçı ve yerli müteşebbisleri olumsuz etkilerken, ödemeler bilançosunda cari işlemler açığının artması ve çatışma riskinden dolayı sermaye yatırımlarının ülkeden çıkması resmi rezervlerin tükenmesine, likidite sorunu yaşanmasına ve ulusal paranın değerinin azalmasına neden olmaktadır. Alım gücünün azalması tüketim harcamalarını etkilemekte ve milli hasılanın gerilemesine neden olmaktadır.

Çatışma Riskinin temelde milli gelir üzerindeki bu olumsuz etkisi, refah seviyesini etkilerken, enflasyon ataletine benzer bir güvenlik ve savunma ataleti yaratarak kısır döngüye sebebiyet verebilmektedir.

1.4.3 Güç Kullanma Eğilimi

Güç kullanma eğilimi, tek başına çatışma riski ve silahlanma yarışı ile doğrusal ilişkili bulunmamaktadır. Burada çatışan tarafların küreselleşen dünya ile entegre olma isteği, dışa açılma arzusu, turizm gelirlerinin bütçe içindeki payının yüksek olması, demokratik geleneklere sahip olma, gelişmiş diplomasi geleneği, eğitim seviyesi, kültürel mirasın zenginliği, uluslararası örgütlerin ülke içindeki baskı gücü, piyasaların

⁵⁵ UN: **Financial Crisis**, Global Policy Forum (accessed February 29, 2008).

⁵⁶ Lucy Goodhart, ve Anastasia Xenias, "Guns and Money: Exchange Rate Effects on Military Capabilities" Paper presented **at the annual meeting of the Southern Political Science Association**, Hotel Intercontinental, New Orleans, LA, Jan 07, 2009; Talani Leila ve Giorgio , "Interests Or Expectations?: A Political Economy Model Of The Credibility Of Exchange Rate Agreements" Paper presented **at the annual meeting of the ISA's 49th Annual Convention, Bridging Multiple Divides**, Hilton San Francisco, San Francisco, CA, USA, Mar 26, 2008.

dünya ile entegre olması, ekonomik olarak dış yardımlara bağımlı olması, teknolojik bağımlılık ve BM ve NATO gibi Uluslararası Örgütlere üye olması ve uluslararası dayanışma faaliyetlerinde bulunması gibi ekonomik, siyasi ve kültürel faktörler o ulusun güç kullanma eğilimini kısıtlamaktadır. Örneğin, Kardak krizi sürecinde savaşın eşğine gelen NATO üyesi iki ülke Türkiye ve Yunanistan bu gelenek ve kültürlerin, uluslararası kamuoyunun ve ortak çıkar gruplarının baskısı sonucu çatışma sürecini iyi yönetebilmişler ve hatta 1999 Körfez Depremi sonrasında iki ülke arasında sağlıklı ilişkiler gelişmeye başlamıştır. Bu nedenle iki ülke arasındaki ekonomik, kültürel ve siyasi bağımlılık çatışma eğilimini azaltıcı bir etki doğurmaktadır⁵⁷.

1.4.4.Yayımla Eğilimi

Güç kullanımı sonrasında silahlanma ve savaşın maliyetlerinin karşılanması için çatışmayı kazanan taraf doğal olarak diğer taraf üzerinde ekonomik imtiyazlar elde etmek isteyecektir. Bunun sonucunda sömürü, toprak ilhakı, doğal kaynakların kullanım hakkı veya çeşitli vergiler bu eğilimi hızlandıracaktır. Özellikle birinci ve ikinci körfez savaşları sonrasında Amerika'nın Suudi Arabistan'a yerleştirdiği Savunma Sistemi karşılığında Arap petrol gelirlerinin bir kısmına ortak olması bu konuda verilebilecek bir örnektir. Rusya'da özerk Çeçenistan'ın petrol gelirlerini Rusya ile paylaşmak istememesi ve Rusya'nın sert askeri müdahaleleri 1990'lı yıllarda ve günümüzde Çeçen probleminin çözümü önündeki en büyük engeli teşkil etmektedir.

1.4.5 İçer Kapanma Eğilimi

Güç kullanan bir devlet Uluslararası Hukuk'un bağımsız devletlere tanıdığı egemenlik hakkı ve kendi sınırları içerisinde dokunulmazlık hakkını çiğnemesi, savaşta adalet ve insan haklarını ihlal etmesi durumunda BM ekonomik ambargoları ve Uluslararası müdahale ile karşılaşabilmektedir. 1990'lı yılların ilk yarısında Bosna'da, sonrasında Kosova'da, Yugoslavya'nın insan haklarını ihlal etmesi; sonucunda NATO'nun askeri müdahaleleri ve BM'nin ekonomik ambargoları bu duruma

⁵⁷ Gary Goertz ve Patrick M. Regan, 1997, s.1-17; Juan-Carlos Molleda, Colleen Connolly, Ahern ve Candace Quinn., "Cross-National Conflict Shifting: Expanding a Theory of Global Public Relations Management Through Quantitative Content Analysis", **Journalism Studies**, Volume 6, Issue 1, 2005; Theodore A. Couloumbis ve Alexander E. Kentikelenis, "Greek-Turkish Relations and the Kantian Democratic Peace Theory, **Southeast European and Black Sea Studies**, Volume 7, Issue 4, 2007

gösterilebilecek önemli bir örnektir. Bu müdahaleler karşısında, Sırbistan ekonomik ve siyasi olarak dışlanmış, ayrıca ülkeye ekonomik yatırımların istenen seviyeye gelmemesi uzun yıllar Sırbistan ekonomisi üzerinde olumsuz etkiler doğurmuştur. Ülkede görülen *içe kapanma* eğilimi Sırp lider Milosevic'in devrilmesi ve Yugoslavya'da Batı yanlısı hükümetlerin gelmesi durumu tekrar normalleştirmiştir.

1.5. ÇATIŞMA RİSKİNİN ÖLÇÜLMESİ VE EKONOMETRİK ANALİZ

Yakın geçmişte bir çok gelişmekte olan ekonomiler ciddi sosyal, kültürel, siyasi ve ekonomik çatışmalarla karşılaşmıştır. Bu çatışmalar önce isyan ve eylemler sonra savaş şeklinde formasyon kazanmıştır. Milyonlarca insan hayatını kaybetmiş, ekonomik ve sosyal açıdan gelişmişlik düzeyi derin yara almıştır.

Çatışma riski sermaye hareketlerini etkilerken nitelikli iş gücünün yok olmasına veya askeri kaynak olarak kullanılmasına neden olmaktadır. Ortaya çıkan işçilik maliyetleri yabancı sermayeyi caydırıcı etki doğurmaktadır.

Savaş biçiminde karşılaşılan bir çok çatışma milyonlarca insanın ölmesine neden olurken, iç karışıklık ve isyan şeklinde çıkan çatışmalar ise sermaye yatırımları açısından riskin artmasına yol açmıştır. Bu nedenle ekonomik aktörler ile kaynak merkezleri arasında güven sorunu ortaya çıkmıştır. Örneğin, askeri veya polis güçlerinin çatışmaya müdahale için kullanılması bile önemli parasal çıkışların yaşanmasına ve üretken olmayan polis gücü için nitelikli iş gücünün arz edilmesi maliyetiyle karşılaşılmaya yol açmaktadır⁵⁸.

Böylesine bir çatışma ortamında ekonomik aktörler karşılaştıkları risklerden dolayı sermaye ve portföy yatırımlarını ülke dışına, daha güvenli bölgelere yönlendireceklerdir.

Justino'ya göre, "çatışmalar, insanların sağlığını etkileyebileceği gibi aynı zamanda ülkede gelir düzeyinin düşmesine, yatırım için uygun koşulların ortadan

⁵⁸ Patricia Justino, "Redistribution, Inequality and Political Conflict", **PRUS Working Paper**, No:18, January, 2004, s.1- 15

kalkmasına, ve zengin-fakir arasındaki uçurumun artmasına neden olacaktır”⁵⁹. Çatışma riski makro ve mikro ekonomik dengeleri olumsuz etkilemektedir.

Dünya Bankası raporlarına göre çatışma riskinin azaldığı ülkelerdeki ekonomik büyüme hız kazanmaktadır. Çatışma riskinin azalması ile, istihdamda artış ve ekonomik büyüme arasında doğrusal bir ilişki ortaya konulmaktadır.

Collier, Hoeffler ve Soderbom’un risk analiz modelinde ekonomik gelişmişlik düzeyi düşük ülkelerin karşılaştıkları çatışma riskinin gelişmiş ülkelere nazaran çok yüksek olduğu yapılan analiz ile ortaya konulmuştur. *“Ekonomik büyümenin hızlandığı ve buna paralel gelir düzeyinin arttığı bir dönemde çatışma riski azalmaktadır”⁶⁰.*

Collier, Hoeffler ve Soderbom, çatışma sonrası toplumlarda ekonomik politikaların önceliğine dikkat çekmektedir. Collier, Hoeffler ve Soderbom’a göre, *“çatışma sonrası ortamlarda uzun dönemli güvenliğin sağlanabilmesi için, çatışan tarafların olası çatışma riskini azaltabilmeleri için işsizliği ve farklılaşmayı önlemede benzer politikalar geliştirmeleri”* gerekmektedir⁶¹.

Collier, Hoeffler ve Soderbom’a göre, *“Çatışma riski karşısında askeri önlemlerin alınması aslında çatışma riskini artıran bir faktördür. Çatışma sonrası ortamlarda askeri harcamaların artması ters etki yaratmaktadır. Risk ile harcama arasında oluşan bu bağımlılık ters etkiyi tetiklemektedir”⁶².*

Risk analizinin finansal karar verme sürecindeki en önemli faydası *çatışma riskine* duyarlı bölgelerde yatırım yapmanın işletme karlılığı üzerine olası etkisinin ölçülmesidir. Bu sayede bu bölgelerde yatırımı olan işletmeler için beklenen büyüme oranlarındaki değişmelerin hisse senedi getirisi üzerindeki etkisi önceden öngörülebilme ve yatırımlara bu doğrultuda yön verilebilmektedir. Yatırımcılar

⁵⁹ Justino, 2004, s. 1-25

⁶⁰ Collier, Hoeffler ve Soderbom, s 17

⁶¹ Collier, Hoeffler ve Soderbom, s. 13

⁶² Collier, Hoeffler ve Soderbom, s. 10

doğru karar verebilmekte ve portföy yöneticileri rasyonel yatırım stratejileri uygulayabilmektedir⁶³.

Kosova ve Bosna gibi çatışmaya duyarlı ülkelere yatırım yapan işletmeler çatışmanın tekrarlanma riskini analiz etmek durumundadır.⁶⁴ Ancak çatışmaya duyarlı ülkelerde, çatışma sonrası yeniden yapılanma faaliyetleri, belirsizlik yüzünden ekonomik altyapının iyileştirilmesinde tam anlamı ile söz sahibi olamamaktadır. Starr'a göre, "Çatışma riskinin tekrarlanması duygusu işletme dünyasını ekonomik gelişim için ihtiyaç duyulan proje ve yatırımlara katılmasını önlemektedir"⁶⁵.

Çatışma riskini ölçmek ve bunun makro ekonomik dengeler üzerindeki etkisini analiz etmek oldukça hayatidir. Bu sayede, yatırımın karlılığı hesaplanabilir, belirsizliğin ardındaki fırsatlardan faydalanılabilir.

Çatışma riskinin azalması ile ekonomik büyüme, istihdam artışı ve mali disiplinin sağlanması arasında bir ilişkinin olduğu ve çatışma sonrası sağlanacak mali disiplin ve sürdürülebilir ekonomik büyümenin çatışma ihtimalini en az düzeye çekeceği Starr ve Collier modellerinde ortaya çıkmaktadır.

Starr'ın yapmış olduğu ampirik çalışmada çatışma riski, hiper-enflasyon ve ekonomik durgunluk arasında ilişki bulunmaktadır. Çatışma sonrası ekonomilerde çatışma riskinin azalması ile etkin mali disiplin arasında paralellik bulunmaktadır. Etkin mali disiplin uygulamayan ülkelerin uygulayan ülkelere göre çatışma riskine daha çok maruz kaldıkları anlaşılmaktadır. Starr'a göre, "etkin mali disiplin uygulayan

⁶³ John Campbell, Christoper Polk ve Tuamo Vuolteenaho, "Growth or Glomour? Fundamentals and Systemic Risks in Stock Returns", **The Review of Financial Studies**, April, 2009; John Cresson, "Systemic Risk Measures of Homogenous Investments: Evidence from S&P 500 Index Mutual Funds Employing Daily Returns", **Journal of Business & Economic Studies**, Vol. 15, No. 1, Spring 2009; Bora Aktan, Anouar Ben Mabrouk, Mustafa Ozturk, Najet Rhaiem, "Wavelet-Based Systematic Risk Estimation An Application on Istanbul Stock Exchange", **International Research Journal of Finance and Economics**, 23,2009.

⁶⁴ John Bray, "International Companies and Post Conflict Reconstruction", **Social Development Papers**, N.22, 2005, s. 44

⁶⁵ Martha Starr, "Monetary Policy in Post-Conflict Countries: Restoring Credibility", **Working Paper Series**, American University, Washington, No.7, 2004, s. 4-7

ekonomilerde hızlı büyüme ve enflasyon oranının kontrol edilmesi dış ticaret ve sermaye hareketleri ile etkileşimi hızlandırmaktadır”⁶⁶.

Çatışma sonrası ekonomilerde ekonomik büyüme ile mali disiplinin çatışma riskini azaltıcı etkisini anlayabilmek için ekonometrik modellemeye ihtiyaç duyulmaktadır.

1.5.1 Paul Collier’in Çatışma Sonrası Risk Analizi ve Ekonometrik Modellemesi

Collier, Hoeffler ve Soderbom’un risk analiz modelinde, çatışma riskini etkileyen faktörler incelenmiş ve ekonomik etkilerin çatışma riski üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu ortaya konulmuştur. Collier, Hoeffler ve Söderbom’a göre çatışma sonrası toplumları bekleyen iki önemli zorluk bulunmaktadır: ekonomik iyileşme ve çatışma riskinin tekrarlanma ihtimalinin azaltılması. Collier ve arkadaşlarına göre ekonomik büyüme riski azaltmaktadır. Ayrıca BM gibi uluslar ötesi örgütlerin bu bölgelerdeki harcamalarının artması çatışma riskini %40 azaltmaktadır⁶⁷. Collier çatışma sonrası ekonometrik analiz için 6 aşamayı göz önünde bulundurmaktadır:

- (i) Çatışma sonrası ortamda çatışma riskinin devam ettiği
- (ii) Çatışma sonrası ortamda uluslar arası barış güçlerinin yetersiz olduğu
- (iii) Çatışma sonrası ortamda demokrasinin istenilen seviyede olmadığı
- (iv) Çatışma sonrası ortamda hükümet reformlarının istikrar kazanamaması sonucunda egemenlik kaygılarının devam etmesi
- (v) Çatışma sonrası ortamda seçimlerin yeniden yapılması sonucu hükümet otoritesinin sağlanmasının tansiyonun azaltması
- (vi) Çatışma sonrası ortamda uluslar arası batış güçlerinin artık geri çekilmesi, demokrasinin oturması, tansiyonun azalması ve barışın sağlanması.

⁶⁶ Starr, 2004, s.18-22

⁶⁷ Collier, Hoeffler ve Soderbom, 2007, s.1-40

1.5.1.1 Collier'in Modelinde Çatışmanın Nedenleri

Collier çatışma riskinin analizine geçmeden önce çatışmanın nedenlerini sınırlamaya çalışmaktadır. Collier çatışmanın nedenlerini aşağıdaki faktörlerin esnekliği ile ifade etmektedir⁶⁸:

- (i) Coğrafi koşullar
- (ii) Dış güvenlik unsurlarına bağlılık
- (iii) Düşük gelir düzeyi
- (iv) Ekonomik büyümenin yavaş olması
- (v) Doğal kaynakların yüksek miktarda ihraç edilmesi.

Collier'in modelinde çatışma sonrası yüksek riskin derecesi bu faktörlerin esnekliği ile ilişkilendirilmiştir.

1.5.1.2 Modelin Unsurları

Collier'in modelinde çatışma sonrası ortamda çatışma riskinin tekrarlaması aşağıdaki modelle açıklanmıştır⁶⁹:

$$h(x_t, \beta; t) = \exp(x_t \beta) h^B(t),$$

t ; çatışma sonrası barış ortamı

x_t ; t takvim zamanında sistem dışı ,ekzogenyus değişkenlerin vektörü

β ; bilinmeyen parametreler

h^B ; risk dayanağı

$\beta > 0$; X_j açıklayıcı parametrelerdeki artış savaş tehlikesine yol açmakta, barış sürecinin kısılmasına neden olmaktadır.

⁶⁸ Collier, Hoeffler ve Soderbom, 2007, s.8

⁶⁹ Collier, Hoeffler ve Soderbom, s.10

$\beta < 0$; X_{ij} açıklayıcı parametrelerdeki azalma savaş tehlikesinin azalmasına neden olmakta, barış sürecinin uzamasına yardımcı olmaktadır.

Collier'in modelinde risk dayanağı $h^B(t)$ için, oldukça esnek katsal model uygulanmıştır.

Collier'in modelinde zaman ekseninin, W aralıklarına, $c_1, c_2, c_3, \dots, c_W$ ile bölünmesi ile başlangıç noktası oluşmaktadır ve bu sayede tutarlı risk dayanağı oranı her aralıkta tahmin edilmektedir:

1.5.1.4 Modelin Uygulanması

$$h^B(t) = \exp\left(\alpha + \sum_{w=2}^W \lambda_w d_w(t)\right)$$

$d_w t$ =kukla değişken süresi 1'e eşittir, eğer $c_{w-1} < t \leq c_w$ ($c_0 = 0$, $c_W = \infty$ ve aksi 0 için)

α intersepti, ve $\lambda_1, \lambda_2, \dots, \lambda_W$ risk dayanağı parametrelerini ifade etmektedir.

Modelde ondalık sistem uygulanmıştır. Örnekleme, 68 çatışma sonrası ortam ele alınırken, bunlardan 31'i savaşa dönüşmüştür. Modelin ortaya çıkardığı ortalama risk %46'dır. Modelin uygulanması ile ilk 10 yıl savaşan ülkelerin çatışma sonrasında başarısız olma ihtimali %40'dır.

1.5.1.4 Çatışma Sonrası ilk 10 yıl barışı yaşama olasılığının ölçülmesi:

Collier'in Modelinde Çatışma Sonrası ilk 10 yıl barışı yaşama olasılığının ölçülmesi şu şekilde değerlendirilmektedir⁷⁰: $t = 10$ yıl için;

$$S(10) = \exp\left(- \int_{u=0}^{10} h(.,u) du\right),$$

⁷⁰ Collier, Hoeffler ve Soderbom, 2007, s.12

İlk iki yıl için risk çok yüksek, çatışma sonrası koşulun başlangıcında risk çok yüksek. Zaman içinde risk kademeli düşmektedir. Collier'in modelinde ekonomik performansın önemi üzerinde durulurken, çatışma sonrası ekonomilerin, diğerlerine nazaran daha hızlı büyüme gösterdikleri anlaşılmaktadır⁷¹.

Starr'ın modelinde bu durum mali politikaların etkin yönetimine bağlanmıştır. Collier ve Hoeffler, durağan ekonomilerdeki 10 yıl için çatışma riskini %42.1 olarak belirlemiştir. Eğer ekonomi örneğin yıllık %10 büyümekte ise, 10 yıl için çatışma riskinin %26.9'a düşmektedir⁷².

1.5.1.5 Collier Modelinin Yorumlanması

Collier'in çatışma sonrası ortamlarda olası çatışma riskinin tekrarına yönelik risk analiz modelinde çatışma riskini etkileyen faktörler incelenmiştir. Ekonomik etkilerin, özellikle doğal kaynak dağılımındaki eşitsizlik, işsizlik ve ekonomik büyümenin yavaş olmasının çatışma riski üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu ortaya konulmuştur. Çatışma sonrası ortamda, çatışma riskinin devam ettiği belirtilmiş, çatışmanın tekrarlaması ihtimalinin ilk 10 yıl yüksek olduğu ortaya konulmuştur. Ortaya çıkan sistemik riskin temelinde demokrasinin istenilen seviyeye gelememesi, reformlarının istikrar kazanamaması sonucunda egemenlik kaygılarının devam etmesi bulunmaktadır. Bu nedenle çatışma bölgesinde belirsizlik yüksek seviyede olacaktır.

Bölgeye yatırım yapacak işletmelerin bu riski analiz ederek bölgeye yatırım yapması gerekmektedir. Bu riski etkileyen faktörlerin ağırlıklı olarak ekonomik ve siyasi faktörler olduğu düşünülürse, özellikle uluslar ötesi organizasyonların ilk 10 yıl bölgede garantörlük görevini üstlenmesi, ekonomik mali reformların başarıyla yönetilmesi, yatırım kararları önünde belirleyici faktör olarak ortaya çıkmaktadır. Bu riski ölçerek bölgeye yatırım yapan işletmelerin, ölçmeyenlere göre daha avantajlı olacağı düşünülmelidir.

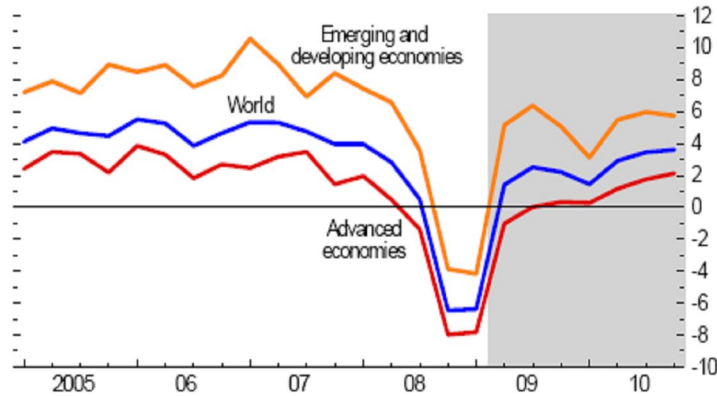
⁷¹ Collier, Hoeffler ve Soderbom, s.17; Starr, 2004, s.1-18

⁷² Paul Collier ve Anke Hoeffler, "Aid, Policy and Growth in Post-Conflict Societies", European Economic Review, 2004, vol. 48(5) s.1125-1140

Collier, Hoeffler ve Soderbom'un modelinde çatışma sonrası ortamda riskin analiz edilmesi, işsizlik ve ekonomik sorunların çözülmesi yolunda atılan ekonomik adımlar bölgede çatışma riskinin yönetilmesinde uluslar arası yatırımcılar açısından önemli bir avantaj sağlamaktadır.

Collier'in modeline göre işsizlik, ekonomik yavaşlama, uluslararası aktörlerin savunma güvenlik harcamalarını kısması çatışma riskini artırmaktadır. Örneğin savaşın üzerinden 14 yıl geçmesine rağmen, Bosna'da işsizlik oranının %40'ın üzerinde olması, ekonomik yatırımların istenilen seviyeye ulaşmaması, AB polis gücü ve NATO'nun bölgedeki asker sayısını azaltması bölge için çatışma riskinin sinyallerini vermektedir. Böylesi bir çatışma riski ekonominin büyümesini ve ülkenin AB ile entegrasyonunu önlemektedir. Daha öncede belirtildiği üzere Collier ve Hoeffler'e göre, durağan ekonomilerdeki 10 yıl için çatışma riskini %42.1, eğer hızlı büyüme yıllık %10 ise, 10 yıl için çatışma riskinin %26.9'a düştüğü ifade edilmişti.

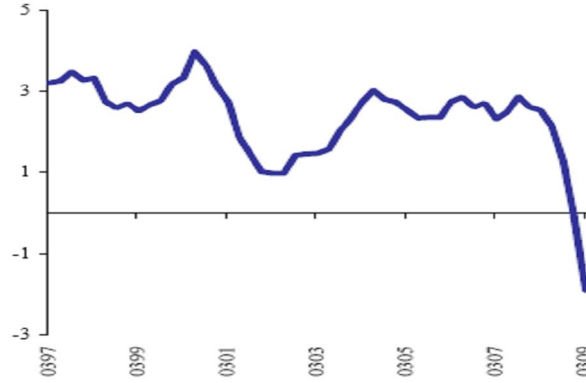
Özellikle 2008'in son çeyreğinde başlayıp 2009'un ikinci yarısına kadar derinleşen küresel mali krizin grafik 1.1. de görüldüğü gibi, bu ülkelerdeki 4 -5 yıllık büyüme rakamlarını olumsuz etkilediği düşünülür ise, bölgede çatışma riskinin yükseleceği öngörülmektedir. Tablo 1.3. yıllık büyüme tahminlerini göstermektedir.



Grafik 1.1: Küresel Büyüme Oranı ve 2009-2010 IMF tahmini
Kaynak: IMF

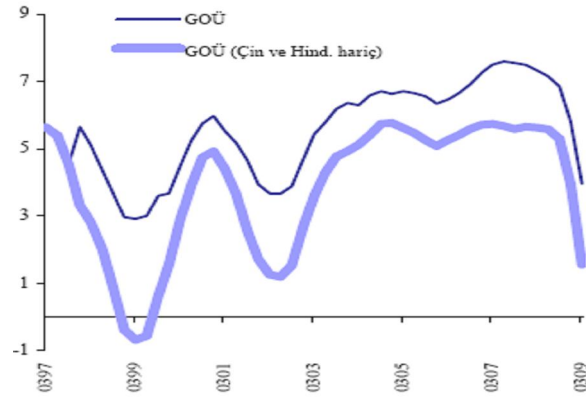
IMF'in Bosna için 2009 büyüme tahmini % -3'dür. Özellikle bu bölgelerde yatırımı olan işletmelerin hisse senetlerinin beklenen getiri ve değerinin kâr payı ıskonto

modeline göre daha da değer kaybettiği düşünülmalıdır⁷³. Küresel kriz nedeni ile Bosna dış şoklara karşı daha duyarlı hale gelmiştir. Özellikle ülkede finansal sistemi canlandıran Avrupa merkezli bankaların finansal sağlamlığının bozulması küçük ekonomi için risk oluşturmaktadır⁷⁴.



Grafik1.2: Gelişmiş Ülkeler Yıllık Büyüme Oranları
Kaynak: TCMB Enflasyon Raporu 2009

Grafik 1.2 ve Grafik 1.3'teki değerlere bakıldığında gelişmiş ülkelerdeki krizin gelişmekte olan ekonomileri derinden etkileyebildiği görülmektedir. Bu etki ve comovement, tezin dördüncü bölümünde irdelenmiştir.



Grafik1.3: Gelişmekte Olan Ülkeler Yıllık Büyüme Oranları
Kaynak: TCMB Enflasyon Raporu 2009

⁷³ Richard Brealey, Stewart Myers and Alan Marcus, **İşletme Finansının Temelleri**, (Çev) Ünal Bozkurt ve Diğerleri, Literatür Yayınları, 5. baskı, 2007, s. 122-138; Ümit Hacıoğlu, Hasan Dinçer, **Finansa Giriş**, İstanbul: Beta Yayınları, , 2009, s.166; Arman Tefvik, **Hisse Senedi Değerlemesi**, Literatür Yayınları, İstanbul, 2005; Hünkar İvgen, **Şirket Değerleme**, İstanbul: Finnet, 2003.

⁷⁴ IMF: **IMF Survey Magazine**, V.37, N.12, 2008, s. 199

Tablo1.3
Yıllık Büyüme Tahminleri

	2009		2010	
	Önceki Tahmin	Yeni Tahmin	Önceki Tahmin	Yeni Tahmin
IMF				
Dünya	-1,4	-1,1	2,5	3,1
Gelişmiş Ülkeler	-3,8	-3,4	0,6	1,3
ABD	-2,6	-2,7	0,8	1,5
Euro Bölgesi	-4,8	-4,2	-0,3	0,3
Gelişmekte Olan Ülkeler	1,5	1,7	4,7	5,1
OECD				
Tüm OECD	-4,1	-3,7	0,7	-
ABD	-2,8	-2,8	0,9	-
Euro Bölgesi	-4,8	-3,9	0,0	-
Consensus Economics				
Dünya	-2,3	-2,3	2,6	2,7
ABD	-2,6	-2,5	2,4	2,6
Euro Bölgesi	-3,9	-3,9	1,0	1,1

Kaynak: TCMB Enflasyon Raporu, 2009

Riskli bölgeye yapılmayan yatırımın fırsat maliyeti firmaların olası karlılığını etkileyecek düzeyde olabilir. Bu nedenle çatışma sonrası riskin iyi analiz edilmesi gerekmektedir. Bölgedeki büyüme oranının çatışmanın iyi yönetilmesi sonrasında artacağı düşünülürse; riskin getirdiği belirsizliği analiz edemeyen ve bu yüzden bölgeye yatırım yapmayan işletmeler, diğer işletmelere göre daha çok maliyete katlanacaktır. Bu nedenle iyi bir risk analiz sonucunda bölgeye yatırım yapan işletmelerin, yerel ekonomiye paralel büyüme göstereceği, karlılık oranlarının artacağı ve hisse başına kâr payının artacağı öngörülebilir. Ayrıca uluslararası şirketlerin bölgeye yatırım yapması, riski önleyici bir faktör olarak ortaya çıkacaktır.

1.5.1.6 Collier ve Çalışma Arkadaşlarına Getirilen Eleştiriler

Collier ve arkadaşlarının geliştirmiş oldukları modelde kullanmış olduğu bilimsel yöntem önemli bazı eleştirileri beraberinde getirmiştir. Özellikle ampirik çalışmalarında kullanmış olduğu veri havuzunun diğer akademisyenlere açık olmaması ağır eleştirilerin odak noktasını oluşturmaktadır. Dünya Bankası gizli verilerine sadece Collier ve arkadaşlarının ulaşabildiği ve hangi yöntemlerle elde edildiği bilinmemektedir. Dünya bankasında etkin rol alan Collier'in, Dünya Bankası sponsorluğunda yaptığı çalışmaların bu nedenle maniplatif olabileceği üzerinde de

durulmaktadır. Benedikt Korf bu konuda Collier'in bilimsel yaklaşımının 'kargo kültürü' olabileceğini ve kullanım olduğu verilerin evrensel kabul edilmiş yöntemlerle elde edilip edilmediğinin kuşku uyandırdığını ifade etmiştir⁷⁵.

Collier ve arkadaşlarının çatışma riski analizine getirilen bir önemli eleştiride, riskin azaltılmasında önerilen politikanın sadece ekonomik tabanlı olması ve dört temel unsura bağlı kalınmasıdır. Bu unsurlar; dış ekonomik destek, finansal kaynakları yönetme metodları, uluslararası askeri müdahale ve demokratik siyasi kurumların hayata geçirilmesi⁷⁶.

Collier ve Hoeffler'in çatışma sonrası ülkelerde optimum yardım politikalarına ilişkin çalışmasında, yardım ile büyüme arasında ve Ekonomik büyüme ile barış arasındaki ilişki ortaya konulmuştur. Ancak bu konudaki eleştirilerin, Collier ve Hoeffler'in etkin ve tatmin edici bir nedensellik ilişkisi kuramadığı yönünde olduğu görülmektedir⁷⁷. Risk analizinde kullanılan modelde, Collier ve Hoeffler'in dahil ettiği veri setinde kullanmış olduğu kodlamanın tutarlılığı ve geçerliliği sorgulanmaktadır⁷⁸.

Collier ve çalışma arkadaşlarının yapmış olduğu çalışmada, çatışma sonrası bölgelerde ekonomik büyüme ve çatışma riskinin azalması arasında ilişki irdelenirken, yardım ve büyümenin fakirlik üzerinde etkisinin analiz edilmemesi eleştirilerin geldiği önemli bir nokta olmuştur. Ekonomik büyüme ile riskin azaltılması arasında ilişki kurulurken, Collier ve çalışma arkadaşlarının sosyal politikalara makroekonomik politikalara göre öncelik tanınması da eleştirilmektedir⁷⁹.

Collier ve Hoeffler'in çalışmalarına ilişkin, Laurie Nathan'ın yapmış olduğu eleştiriler kullanılan istatistiksel yöntem ve verilere ilişkin olmuştur. Collier ve

⁷⁵ Benedikt Korf, "Cargo Cult Science, Armchair Empiricism and The Idea of Violent Conflict", **Third World Quarterly**, V. 27, N.3, 2006, s. 459-476

⁷⁶ Astri Suhrke, Espen Villanger, Susan L Woodward: "Economic Aid to Post-conflict Countries: a Methodological Critique of Collier and Hoeffler", **Conflict, Security & Development**, 5:3, 2005, s. 329-361

⁷⁷ Suhrke, Villanger ve Woodward, 2005, s. 329-361

⁷⁸ Korf, 2006, 459-476

⁷⁹ Suhrke, Villanger ve Woodward, s. 329-361

Hoeffler'in her bir değişkeni nasıl tanımladığı sorgulanmıştır. Örneğin, makroekonomik göstergeler ve gelir düzeyi ölçülebilir ve tanımlanabilir bir değişken durumundayken, mağduriyetin nasıl ölçülebilir bir değişken olarak modele dahil edildiği sorgulanmıştır. Çalışmada, Collier ve çalışma arkadaşlarının yapmış olduğu ampirik çalışma sonuçlarının spekülative olabileceği bunun da temel nedeninin kullanılan verilerin güvenilirliği ve geçerliliğinin sorgulanır olmasından kaynaklandığı ifade edilmektedir⁸⁰.

Collier ve çalışma arkadaşlarının yapmış olduğu çalışmalara getirilen en önemli eleştiri aslında kullanmış oldukları verilerin Dünya Bankası'na ait gizli veriler olması ve diğer araştırmacılara kapalı olmasıdır. Bütün bu eleştirilere rağmen Collier ve çalışma arkadaşlarının çatışma sonrası bölgelerde riskin azaltılmasına yönelik çalışmaları literatürdeki en etkili çalışmalar olarak kabul edilmekte ve güncelliğini korumaktadır.

1.5.2 Martha Starr'ın Ekonometrik Modellemesi

Starr'ın ekonometrik modellemesi çatışma zamanı ve sonrası uygulanan mali politikaların enflasyon ve büyüme üzerindeki etkisinin analizi yapılmaktadır⁸¹.

Mali disiplin ve ekonomik büyümenin çatışma üzerindeki etkisi düşünöldüğünde, çatışma sonrası toplumlarda (*post-conflict societies*) riski azaltmak ve belirsizliği ortadan kaldırmak mümkün görölmektedir. O halde başarılı mali politikalara ihtiyaç duyulmaktadır. Savaş süresince çatışan ölkelere bakıldığında özellikle Balkanlarda, Eski Yugoslavya'yı oluşturan federe devletler; Bosna, Sırbistan, Karadağ, Hırvatistan, Slovenya ve Makedonya'da yüksek enflasyon ve bütçe açıkları görölmektedir. Martha A. Starr'ın yapmış olduğu ekonometrik modelleme, çatışma sürecinde ve sonrasında, mali disiplin programını uygulayan ve uygulamayan bu devletleri analiz etmektedir⁸².

⁸⁰ Laurie Nathan: "The Frightful Inadequacy of most of the statistics: A Critique of Collier and Hoeffler on Causes of Civil War, Discussion Paper N.11, Crisis States Research Centre, 2005, s. 1-29.

⁸¹ Starr, 2004, s.1-24

⁸² Starr, 2004, s. 18

1.5.2.1 Modelin Unsurları

Starr'ın Ekonometrik Modellemesine göre; t zamanda i ülkesindeki enflasyon ve büyüme oranı modele dahil edilmektedir⁸³.

$$X_{it} = pX_{it-1} + \alpha_i + \delta_t + V_1CONFLICT + V_2POST_{UNREit} + V_3POST_{REit} + \varepsilon_{it}$$

x_{it} ; t-1 ve t yılı arasında tüketici fiyat endeksi veya GSYİH üzerindeki değişimi,

X_{it-1} ; değişkenin tutarlılık için gecikmeli değeri,

α_i ; ülkeye has durağan etki,

δ_t ; zaman-belirli etki

$CONFLICT_{it}$ Değişkeni; eğer i ülkesi t zamanda çatışma halinde ise 1 değerini almaktadır(aksi durumda 0 değeri),

$POST_{UNREit}$ Değişkeni; eğer i ülkesi t zamanda çatışmadan yeni çıkmış ve belirli bir mali disiplin reformu takip etmiyorsa, 1 değerini almaktadır.

$POST_{REit}$ Değişkeni; i ülkesi t zamanda çatışmadan yeni çıkmış ve belirli bir mali disiplin takip etmekte ise, 1 değerini almaktadır.

Katsayı V_1 ; çatışan ülkelerdeki enflasyon veya büyümedeki değişimleri, çatışmayan ülkelerinkinden farkını,

Katsayı V_2 ve V_3 çatışma sonrası çatışan ülkelerdeki enflasyon veya büyümedeki farkı, mali disiplin reformu uygulanışı ve uygulanmayışı ile diğer ülkelerinki ile farkını,

$(V_2 - V_1)$; inandırıcı mali disiplin olmaksızın çatışma ortamından çatışma sonrası(post conflict) ortama geçen ülkelerdeki enflasyon veya büyüme oranı değişimini göstermektedir.

$(V_3 - V_1)$; inandırıcı mali disiplin ile birlikte çatışma ortamından çatışma sonrası(post conflict) ortama geçen ülkelerdeki enflasyon veya büyüme oranı değişimini göstermektedir.

⁸³ Starr, s. 18-19

$(V_3 - V_2)$; inandırıcı mali disiplin ile birlikte çatışma ortamından çatışma sonrası(post conflict) ortama geçen ülkelerdeki enflasyon veya büyüme oranı ile geçmeyenler arasındaki farkı göstermektedir.

1.5.2.2 Modelin Uygulanması

Starr'ın kullanmış olduğu ekonometrik modellemede 1993-2003 yılları arasında 10 yıllık bir süre içindeki enflasyon ve büyüme oranları ele alınmıştır. Collier'in Risk Analiz Modelinde de baz alınan süre çatışma sonrası ilk 10 yıldır. Starr'ın modelinde inandırıcı mali reformlar uygulayan Bosna, Hırvatistan ve Gürcistan ele alınırken, bu reformları uygulamayan Moldova, Sırbistan ve Tacikistan modele dahil edilmiştir.

1.5.2.3 Ekonometrik Modelleme Sonuçları

Starr'ın yapmış olduğu ekonometrik analiz sonuçlarına göre çatışma ile hiper-enflasyon arasında paralellik bulunmuştur. Ayrıca çatışmadan yeni çıkan ve etkin mali disiplin uygulamayan ülkelerin diğer ülkelere göre çatışma sonrası hiper-enflasyon sorunu yaşadığı ortaya konulmuştur. Starr'ın ekonometrik analizi sonucunda 5 temel fikir ortaya atılmıştır⁸⁴:

- (i) Çatışma sonrası ekonomilerde etkin mali disiplin barışı sağlamaktadır.
- (ii) Yerel hükümetin çatışma sonrası mali sembollerle oynaması ve beklentiler oluşturması büyümeyi sağlamamaktadır.
- (iii) Çatışmaya paralel mali disiplin programı yerine çapalı bir program izlenmelidir.
- (iv) Çatışma ortamında mali disiplin, milli güvenlik ve federe devlet yönetimi paralel seyretmektedir.

⁸⁴ Starr, 2004, s. 18-22

(v) Çatışma sonrası ortaya çıkan mini devlette euro gibi uluslararası bir para biriminin adapte edilmesi işletmeler için daha uygun bir yatırım ortamı yaratmaktadır.

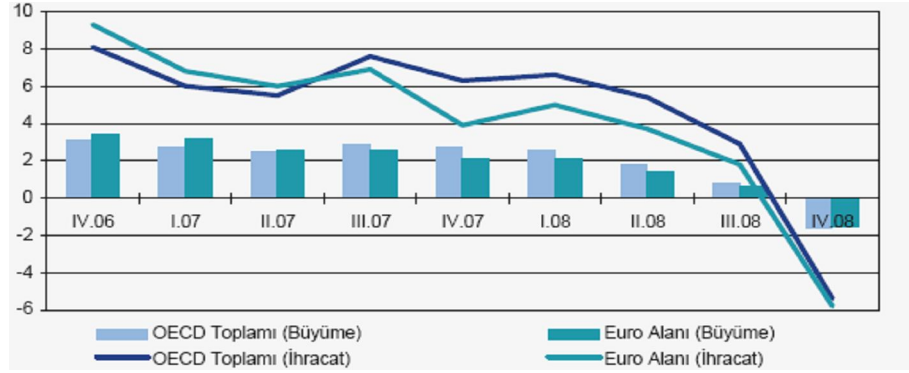
1.5.2.4 Modelinin Yorumlanması

Çatışma enflasyon ve büyüme oranını etkilemektedir. Çatışma ortamında etkin mali disiplin uygulanamamaktadır. Makro ekonomik dengede yaşanacak bozulmanın etkileri çatışma sonrasında da devam etmektedir. Çatışma sonrası etkin mali disiplin uygulayan ülkelerin, uygulamayan ülkelere göre daha hızlı istikrar kazandıkları görülmektedir.

Etkin mali disiplin uygulamayan ülkeler, yüksek enflasyon oranı ile mücadele etmekte, ekonomik istikrarın sağlanması gecikmekte, istihdam ve büyüme oranının azalması çatışma riskini artırmaktadır. Uygun yatırım iklimi bozulmaktadır. Çatışma sonrası ekonomi, dış yatırımlar için uzak durulması gereken alanlar içinde yer almaktadır. Diğer tarafta ise, çatışma sonrası mali disiplin uygulayan ekonomilerin başarısı yabancı yatırımcılar için uygun yatırım iklimi yaratmaktadır. Ancak uluslar arası geçerliliği olan bir para biriminin adapte edilmesi uluslar arası yatırımları hızlandırmakta, çatışan ülkelerin daha kolay entegre olabilmelerini sağlamaktadır.

Uluslararası ticaretin çatışma sonrası ülkeleri de kapsamı, yerel pazarların daha hızlı entegre olmasına yardımcı olmaktadır. Bu da işletmeler için ekonomiye ve dış alemdeki gelişmelere paralel büyüme imkanı yaratarak, hisse senedi değerinin artmasına yardımcı olmaktadır. Bu büyüme için temel şart çatışma sonrası ülkenin dış alemle daha hızlı entegre olabilmesi için etkin mali disiplin uygulaması gereğidir.

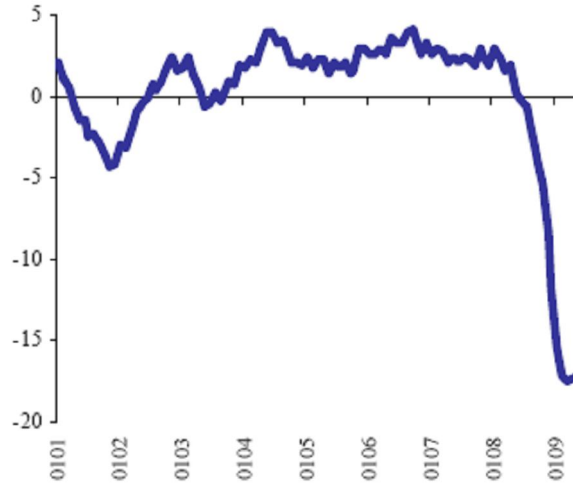
Grafik 1.4. Ticaret Hacmi büyüme rakamlarındaki bölgelere göre düşüşleri göstermektedir. Grafik 1.5 ve 1.6 sanayi üretiminde düşüşü göstermektedir.



Grafik1.4: Ticaret Hacmi Büyüme Oranı

Kaynak: TCMB finansal istikrar raporu 2009

Etkin mali disiplin, enflasyonu kontrol altına almakta, dış alemle entegrasyonu hızlandırmakta, uygun yatırım iklimi yaratmaktadır. Sonucunda ortaya çıkan istihdam artışı çatışma riskini azaltmaktadır. Azalan çatışma riski, işletmeler ve dış yatırımlar için belirsizliklerin azalmasını sağlamaktadır. Sürekli artan büyüme oranı işletme karlılığı, hisse senedi verimi, refah seviyesinde artış, istihdamda artış ve dolayısı ile çatışma riskinin azalması üzerinde olumlu etkiye sahiptir.

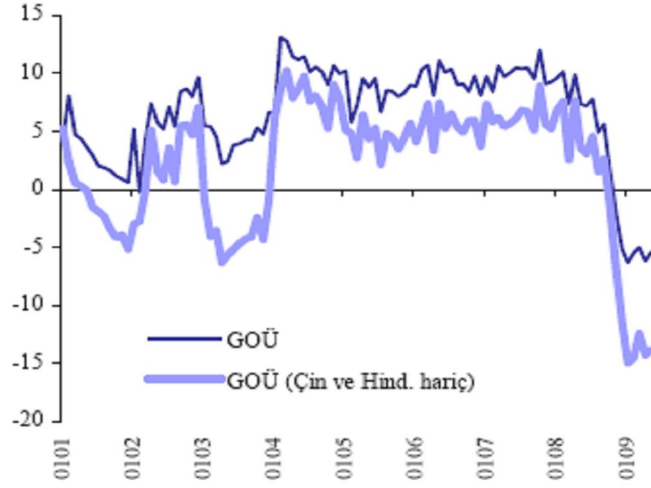


Grafik 1.5 Sanayi Üretim Endeksi Gelişmiş Ülkeler

Kaynak: TCMB Finansal İstikrar Raporu, IMF World Economic Outlook 2009

Bu modele göre etkin mali politika ve büyüme oranının çatışma azaltıcı etkisi düşünüldüğünde, özellikle 2008 yılının son çeyreğinde Lehman Brothers'ın iflası ile küresel ekonomik krizin derinleşerek 2009 yılında da reel ve mali kesimi olumsuz

etkilemesi, çatışma sonrası ekonomilerde çatışma riskinin artmasına neden olacağı göz önünde bulundurulmalıdır.



Grafik 1.6: Sanayi Üretim Endeksi Gelişmekte olan Ülkeler
Kaynak: TCMB Finansal İstikrar Raporu, IMF World Economic Outlook 2009

2. ÇATIŞMA RİSKİNİN ULUSLARARASI SERMAYE YATIRIMLARI ÜZERİNE ETKİSİ

2.1. DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI(DYSY)

Çatışma riski beraberinde getirdiği belirsizlikler ve güven sorunundan dolayı yerel ve uluslararası yatırımcı davranışlarını etkilemektedir. Çatışmanın siyasi, etnik, ve dini boyutundan ziyade ekonomik nedenlerinin birincil düzeyde etkileyici olduğu da bir önceki bölümde ortaya konulmuştur. Birinci bölümde, özellikle küreselleşme sürecinde gelişmemiş toplumların güvenlik kaygılarının arttığına, dış yatırımların sağladığı finansmana bağımlı olan gelişmekte olan ekonomilerin ise sermaye hareketlerinden olumsuz etkilendiğine dikkat çekilmiştir.

Küresel ekonomik bütünleşmenin getirdiği yatırım avantaj ve fırsatları bir anda tehdiye dönüştürmekte ve ulusal ekonomilerin temel yapılarını sarsabilmektedir. Gerek portföy yatırımları gerek ise finansman stratejileri açısından, çatışma riskinin iyi analiz edilmesi ve rasyonel karar verme sürecine dahil edilmesi gerekmektedir. Böylece mevcut yatırım riskleri daha etkin fiyatlandırılabilir. Collier ve Starr modellerinde çatışma riski ile işsizlik, ekonomik durgunluk, enflasyon ve mali disiplin arasında bir korelasyon olduğu ispatlanmıştır. Kısacası ekonomik parametrelerdeki bozulma çatışma riskini artırırken, tersi yöndeki bir iyileşme bu riski azaltmaktadır.

Starr ekonometrik modelinde etkin parasal politika uygulayan çatışma sonrası devletlerin uluslararası yatırımları çektiği ve küresel ekonomi ile daha çabuk entegre olduğu, sonucunda sağlanan ekonomik büyümeye paralel çatışma riskinin azaldığı ortaya konulmuştur. Bu nedenle çatışma sonrasında, gelişmekte olan bir ekonominin milli gelir atışı doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile ilişkilendirilmiştir.

Ülkelerin finansal olarak dışa açılmaları çatışma sonrası bölgelerdeki ekonomiler için önemli bir kalkınma hamlesidir.

Kula'ya göre, *“Finansal olarak dışa açılmanın doğrudan iki faydası vardır (World Bank, 1997):Finansal dışa açılma sonucunda gelen yabancı sermaye sonucu yurt içi yatırımlar arttıracaktır. Ayrıca yabancı sermaye, yurt içi yatırım ve tüketim*

harcamalarındaki dalgalanmalar sonucu ortaya çıkabilecek riski de ortadan kaldıracaktır”⁸⁵.

DYSY sonucunda gerçekleşmesi beklenen en önemli etki ekonomik büyümedir. Güven’e göre, *“Ekonomik büyüme beraberinde ikincil yararları başka bir ifadeyle dışsallıkları da getirecektir. Büyüyen bir ekonomide işsizlik azalacak, vergi gelirleri artacak, büyük olasılıkla ihracat artacaktır”⁸⁶.*

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının sağladığı sermaye, bilgi, tecrübe ve teknoloji transferi milli gelirden artış sağlamaktadır(bkz. Ek1 ve Ek2). Çalışkan’ın ifade ettiği gibi:

Ulusal ekonominin yeni küreselleşen ekonomiye entegrasyonu için önemli bir anahtar olan doğrudan yabancı sermaye yatırımları, sermaye ile birlikte yönetim becerisi “know-how” ve yeni teknoloji transferi sağlaması, pazarlama, ihracat ve istihdam olanaklarını arttırması nedeniyle tasarruf açığı olan ve teknoloji üretmekte zorlanan ülkelerin kalkınmasında önemli işlevlere sahip olmaktadır⁸⁷.

Yabancı sermaye girişlerinin önemi az gelişmiş ve çatışmadan yeni çıkmış ekonomiler için hayati niteliktedir. *“Az gelişmiş ülkelerin ekonomik kalkınma çabalarında karşı karşıya oldukları önemli engellerden birisi; bu ülkelerde sermaye faktörünün az bulunmasıdır. Düşük gelire bağlı olarak ortaya çıkan düşük tasarruf ve düşük yatırım döngüsü, az gelişmiş ülkeleri dış tasarruflara yönlendirmektedir”⁸⁸.*

Karlık’a göre, *“Türkiye gibi gelişme yolunda olan ülkelerde ekonomik sorunların başında “kaynak yetersizliği” gelmektedir. Çünkü, ekonomik kalkınma için yatırım yapılması bir zorunluluktur. Yatırım olmadan kalkınma (gelişme) sağlanamaz,*

⁸⁵ Ferit Kula, “Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler”, **C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt 4, Sayı 2, 2003, s.142; World Bank: Private Capital Flows to Developing Countries: The Road to Financial Integration, **World Bank Policy Research Report**, Washington, D.C, The World Bank, 1997

⁸⁶ Yılmaz Güven, “Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları, Gelişme Yolunda Ülke Ekonomileri Üzerine Etkileri:Türkiye İçin Ampirik Bulgular ve Değerlendirilmesi”, **Doktora Tezi**, Sakarya Üniversitesi, SBE, İktisat ABD, 2007, s. 64.

⁸⁷ Özgür Çalışkan “Dünya Yatırım Raporu-2002 Çerçevesinde Doğrudan Yabancı Yatırımlar Üzerine Değerlendirmeler”, **DTM Dergisi**, Ocak 2003, s.1.; Sibel Y. Türkmen, “ Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Türkiye Açısından Değerlendirme” **Doktora Tezi**, Marmara Üniversitesi, SBE, İşletme ABD, 2006, s. 14

⁸⁸ Kula, 2003. s.141

üretim artmaz. Bu sebeple yatırımlar ekonominin kalkınma sürecinde büyük bir öneme sahiptir”⁸⁹.

Üretim insan ihtiyaçlarının karşılanması için arz yönlü gereksinimlerin bir araya gelmesi ve artan talebin karşılanması çabasıdır. Bir ulusal ekonomide üretilen mal ve hizmetlerin miktar ve kalitesi ne kadar artırılır ise, toplumsal ihtiyaçların karşılanması da o ölçüde gerçekleşmektedir. Bu nedenle ihtiyaçlarını karşılayabilen ekonomiler, üretim kapasiteleri ile ön plana çıkmaktadır. Örneğin, sömürge imparatorluklarının bu sistemden sıyrılmaya çalışmalarının bir sonucu olarak ana karada artan işsizlik, enflasyon, kaynak kıtlığı ve açlık gibi sorunlarla karşılaşmışlardır. İnsan ihtiyaçlarının karşılanması için belirli bir dönemde üretilen mal ve hizmetlerin toplamı, milli hasılayı oluşturmaktadır⁹⁰. *“Ekonomik büyüme bir ülke üretiminin reel olarak artmasıdır. Bir ekonominin üretimi ise üretim fonksiyonu yardımıyla incelenir. Üretim fonksiyonu, çıktıların üretilebilmesi için fiziki sermaye, beşeri sermaye, vasıfsız işgücü, doğal kaynaklar gibi girdilerin farklı teknolojilerle nasıl bir araya getirildiğini gösteren matematiksel bir ifadedir”⁹¹.*

Ekonominin işleyiş mekanizması içinde milli hasıla beraberinde *gelir ve harcama akımını* getirmektedir. Bu döngü içinde üretim sürecine katkı yapan faktörler elde ettikleri gelirleri, harcama şeklinde yeniden ekonomiye kazandırır. Bu mekanizma içinde elde edilen gelirin bir kısmı harcamalar şeklinde üretimi teşvik ederken, harcanmayan kısmı tasarruf ve yatırımları oluşturmaktadır. Bu nedenle yatırım ve tasarruf arasındaki dengenin sağlanabilmesi için piyasa etkinliğine ve aracı kurumların etkin işleyişine ihtiyaç duyulmaktadır. Burada bu dengenin sağlanması piyasa faiz oranlarını optimum seviyede elde edilmesini ve yatırımcılar için optimum borçlanma ve artan talebi karşılama imkanı sağlayacaktır.

GSYİH Milli Gelirin tanımlanabilmesi için kullanılan kavramlardan bir tanesidir. Bir Ekonomide belirli bir dönemde üretilen bütün nihai mal ve hizmetlerin piyasa değeri, GSYİH kavramı ile ifade edilmektedir. GSYİH hesaplanırken, ülke

⁸⁹ Rıdvan Karluk: “Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyüme’ye Katkısı”, **Ekonomik İstikrar Büyüme ve Yabancı Sermaye**, Merkez Bankası, 1999, s. 98

⁹⁰ Osman Z. Orhan ve Seyfettin Erdoğan, **İktisada Giriş**, İstanbul: Palme Yayıncılık, 2008 s.242

⁹¹ Kula, s.141

sınırları içerisinde üretilen nihai mal ve hizmetlerin, piyasa fiyatları ile ifade edilen değerleri esas alınır⁹². Üretim, Gelir ve Harcama yöntemlerine göre incelenen GSYİH milli geliri tanımlamaktadır. Harcama Yönteminde gelirlerin nihai mal ve hizmetlere harcanacağı varsayımı esas alınmaktadır. Dış aleme kapalı bir ekonomide, ekonominin temel birimlerinin yapmış olduğu harcamaların toplamı, GSYİH'ya eşittir⁹³. Hane halkının yaptığı harcamalar tüketim harcaması(C), firmaların yaptığı harcamalar yatırım harcaması (I) ve devlet tarafından yapılan harcamalar ise hükümet harcamaları olarak ifade edilmektedir(G). Net ihracat ise (X-M) olarak ifade edilmektedir.

$$Y = C + I + G + X - M$$

Milli gelir seviyesinin belirlenmesi toplam arz- toplam talep analizi ile belirlenmektedir. Keynes'in Milli gelir teorisi, bir ekonomide milli gelir dengesinin, toplam harcamaların, toplam ulusal üretime eşitlendiği düzeyde dengede olacağını ortaya koymaktadır⁹⁴. Net ihracatın negatif olması ülkenin kazandığından daha çok harcadığını göstermektedir. Bir ekonomide milli gelirin yükselmesi ithalatın artmasına neden olmaktadır. Bu da ekonomide ithalat eğilimi olarak adlandırılmaktadır. İthalat ihracat farkının dengeye çekilebilmesi için para ve mali politikalar uygulanarak toplam harcamaların yani milli gelirin dengede tutulması amaçlanır.

Starr'ın modelinde de etkin para politikalarının milli geliri etkilediği ortaya konulmaktadır. Etkin mali politikaların uygulandığı dönemlerde enflasyonda azalış ve istihdamda artış çatışma riskini azaltmaktadır. Ülke ekonomisi dış alemele daha entegre olmakta, uluslararası ticaret ve sermaye akımlarından olumlu etkilenmektedir. Büyüyen ekonomi çatışma ihtimalini daha da azaltmaktadır. Collier'in analizinde de gelir düzeyinin çatışma riski üzerindeki etkisi %40 olarak ölçülmüştür. Eğer ihracatın istihdam ve gelir düzeyindeki etkisi düşünülür ise; ihracattaki artış ile çatışma riskinin azalması arasında bir bağ düşünülebilir. Bu nedenle çatışma sonrası toplumlarda gerek

⁹² Kula, s.245

⁹³ bkz. Halil Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat**, Bursa: Güzem Yayınları, 2003(a)

⁹⁴ bkz. Halil Seyidoğlu, **Uluslararası Finans**, Bursa: Güzem Yayınları, 2003(b)

Dünya Ticaret Örgütü gerek ise Dünya Bankası ve IMF yeniden yapılanma (reconstruction) çalışmalarında aktif rol oynamalıdır⁹⁵.

Milli gelir değişimleri yolu ile dış ticaret dengesini sağlamanın bazı sınırlandırmaları söz konusudur. Birincisi, iç ve dış denge arasındaki çelişki sorunudur. Dış açık veren bir ülkede bir yandan da talep yetersizliğinden kaynaklanan işsizlik sorunu yaşanmaktayken toplam harcamaların kısılması işsizlik sorununu hızlandırmaktadır⁹⁶.

Uluslararası sermaye ve ticaret akımlarının milli gelir ve istihdam üzerindeki etkisi düşünüldüğünde, sermaye hareketleri ve dış alemle ilişkiler ödemeler bilançosundan takip edilebilmektedir. Ödemeler Bilançosu, ana ülkede yerleşik gerçek kişi, işletme veya kurumların yabancı ülkelerle yürüttükleri ekonomik işlemlerin sistematik olarak tutulan kayıtlarıdır. Uluslararası iktisadi eylemler arasında mal ve hizmetlerle birlikte, üretim faktörleri üzerindeki işlemler de bu gruba girmektedir. Buna göre, sınır ötesi mal ve hizmet ticaret ve üretimi, ülkeler arası kısa ve uzun süreli mali sermaye akımları ve dolaysız sermaye yatırımları, uluslararası işgücü hareketleri ile teknoloji transferleri de bu tanımın kapsamına girmektedir⁹⁷.

Ödemeler bilançosunda denklik sağlanması ulusal paranın diğer paralar karşısındaki değerinin belirlenmesinde önem teşkil etmektedir. Örneğin, ithalat, ihracat ve mali akımlar yönünden dışa bağımlı bir ülkede döviz kuru değişmelerinin stabil olmaması üretim mekanizmasının işleyişini ve genel ekonomik disiplini olumsuz etkileyebilmektedir. Sonucunda çatışma sonrası bir ekonomi için artan çatışma riskinin işaretlerini verebilmektedir. Yükselen kurlar, üretimde kullanılan ithal girdilerin fiyatlarını yükselterek orta vadede fiyatlar genel düzeyinin yükselmesine neden olacaktır⁹⁸. Diğer taraftan ülkeye giren veya çıkan yabancı yatırımlar ödünç verilebilir fonlar miktarını etkileyebilmektedir. Parasal tabandaki genişleme kredi kaynaklarını artırırken, faizlerin düşmesine ve yatırım harcamalarının artmasına neden olmaktadır.

⁹⁵ Sheoard Forman, Stewart Patrick and Dirk Salomons, **Recovering From Conflict: Strategy For An International Response**, Center for International Corporations, s.5-8
(<http://www.cic.nyu.edu/peacebuilding/oldpdfs/Recovering%20From%20Conflict.pdf>)

⁹⁶ bkz. Seyidoğlu, 2003(b)

⁹⁷ Seyidoğlu, 2003(b) s. 1- 57

⁹⁸ Osman Z.Orhan ve Seyfettin Erdoğan, **Para Politikası**, Ankara: Yazıt, , 2007, s. 118-122

Bu nedenle ÷lkeye girecek sermaye yatırımlarından sağlanacak fon kaynakları (FDI ve Portföy yatırımları) bir anlamda yatırım tasarruf dengesi de sağlanmış olacaktır⁹⁹.

Küreselleşen dünyada bilgi teknolojilerindeki gelişmeler, ekonomik bariyerlerin ortadan kalkmaya başlaması, entegrasyon çabaları, uluslararası aracı kurumların yerel piyasalarda daha etkin hale gelmesi, direkt yatırımların hız kazanması, yatırımcı beklentilerini karşılayabilmek için yeni finansman tekniklerinin geliştirilmesi uluslararası sermaye hareketlerini doğrudan etkileyen bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır. Böylesi hızlı bir dönüşüm sürecine ayak uyduramayan sermaye piyasaları bu sistemin dışına itilmekte ve yatırım fırsatlarının kaçmasına neden olmaktadır¹⁰⁰.

Küresel entegrasyon sürecinde ÷lkeler artık sadece kendi imkanlarıyla ekonomilerini geliştiremez hale gelmişlerdir. Özellikle üretim kapasitesinin üzerinde harcama yapan milletler; yani cari açık veren ekonomiler sürekli sermaye hareketleri ile bu açığı finanse etme çabası içerisine girmektedir¹⁰¹.

Gerek mali disiplinin sağlanması, gerek yatırım tasarruf dengesinin elde edilmesi adına cari açığın ekonomi üzerindeki olumsuz etkisini ortadan kaldırmak için bu yatırımlara gereksinim duyulmaktadır. Ekonomik kalkınma ve gelişme yönünde ihtiyaç duyulan yabancı sermaye yatırımları çift yönlü karşımıza çıkmaktadır: Doğrudan Sermaye Yatırımları ve Portföy yatırımları. Sürekli cari açığı bu yatırımlarla finanse eden ÷lkelerin sermaye hareketleri karşısındaki duyarlılığı da ekonomi için bir ikilem ve dolayısı ile güvenlik sorunu oluşturmaktadır.

Çatışma riski piyasa risklerini etkileyebileceği gibi yatırımcılar için uygun yatırım iklimini olumsuz etkilemekte, beraberinde ise belirsizlikler getirebilmektedir. Her ne kadar bu belirsizlikler Collier'in risk analiz modelinde ölçölmüş olsa da, çatışma riskinin piyasa riskleri üzerindeki toplam etkisi tam olarak ortaya konulamamaktadır. Bu nedenle mevcut piyasa etkinliği sınırlanmakta ve sonucunda sermaye yatırımları

⁹⁹ bkz. Halil Seyidoğlu, Uluslar arası Finans, Bursa: Güzem Yayınları, 2003; Frederic S. Mishkin, **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets**, Addison-Wesley, International 6th Edition, 2003.

¹⁰⁰ Bkz. Linda Allen, **Capital Markets and Institutions: A Global View**, WILEY, 1997; Zvi Bodie, Alex Kane and Alan J. Marcus, Investments, Mcgraw-Hill Irwin, 5th Edition, 2002

¹⁰¹ Bkz. Seyidoğlu, 2003b,

etkilenmektedir. Piyasa etkinliğindeki değişimler Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Portföy yatırımlarını etkilerken, etkin bir piyasada bütün bilgilerin değerlendirilmesi koşulu ortadan kalkmaktadır.

Piyasa koşullarının fiyat mekanizması üzerindeki etkisi düşünüldüğünde, yatırım araçlarının riskini fiyatlamak da bir o kadar zorlaşmaktadır. Ancak, “ülkenin içinde bulunduğu politik risk ve çatışma riski piyasa etkinliğini etkileyebileceği gibi etkin bir piyasada yerleşmiş doğrudan sermaye yatırımlarının da çatışma riskini azaltıcı etkisi ortaya çıkmaktadır”¹⁰². Örneğin, McDonald’s Türkiye ve Yunanistan’a ortak yatırım yapıyor ise bu piyasalarda yatırım fırsatı görmüş demektir. Bu fırsatın yok olmaması için iki ülkenin çatışma riski üzerinde baskı oluşacaktır.

Ekonomik olarak dış yatırımlara ihtiyaç duyan taraflar bu baskı karşısında dış politikalarını yeniden gözden geçirmek ve uzlaşma yolu arayışı içine gireceklerdir. Bir anlamda “iki ülkede Mcdonald’s varsa o iki ülke asla savaşmaz” hipotezi desteklenmektedir.

Türkiye’de yabancı sermaye yatırımları incelendiğinde, bu yatırımları çekebilmek için özel çabalar gösterilmiştir. “Türkiye’de yabancı sermaye yatırımları bakımından Demokrat Partinin (DP) iktidara geldiği 1950’den sonra politikalar değişmiş ve yabancı sermaye yatırımlarının ülkeye çekilebilmesi için özel çabalar gösterilmiştir”¹⁰³. Karluk’un ifade ettiği gibi:

1980’lere kadar sınırlı kalan yabancı sermaye yatırımlarının daha da artırılması için 1980’li yıllarda daha kapsamlı bir çalışmaya girişilmiştir. 1980’de dünyada başlayan liberalleşme politikaları Türkiye’de de etkili olmuştur. 24 Ocak 1980 tarihinde alınan kararlar Türk ekonomisi için köklü bir dönüşüm getiriyordu. Ekonomiyi liberalleştirici, ithalatı serbestleştirici, ithal ikameci anlayışı terk edici ve ihracata yönelik yatırıma yönlendirici bir özellik gösteriyordu. Turgut Özal’ın teşviki ve 1980 kararlarının da etkisiyle ülkede yabancı sermaye daha çok yatırım yapmaya başlamıştır¹⁰⁴.

¹⁰² Zehir ve Hacıoğlu, 2009, s.4-18

¹⁰³ Karluk, 1999, s. 104

¹⁰⁴ Karluk, s, 104

Tablo 2.1
Yıllara Göre Yabancı Sermaye Yatırımları

Yıllar	Milyon \$	Yıllar	Milyon \$
1954-1980	228,1	1991	1,967.2
1981	337,5	1992	1,819.9
1982	167	1993	2,063.3
1983	102,7	1994	1,477.6
1984	271,3	1995	2,938.3
1985	234,4	1996	3,834.9
1986	364	1997	1.678.2
1987	655,2	1998	1,646.7
1988	820,5	1999	1,700.5
1989	1,511,9	2000	3,059.9
1990	1,861.1	2001	2,738.5

Kaynak: www.hazine.gov.tr

Tablo 2.1’de, 1980 sonrası reformlarla birlikte yabancı sermaye yatırımlarının Türkiye’ye girişinin arttığı görülmektedir.

2.1.1 Dünyadaki DYSY ve Türkiye

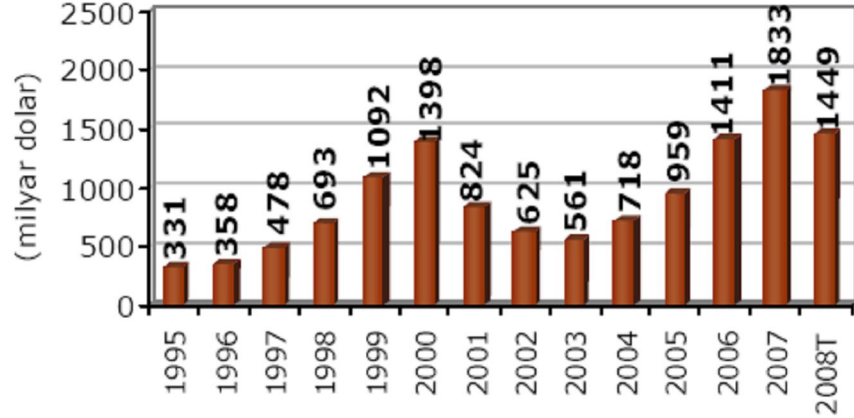
Hazine Müsteşarlığı 2006 yılı Uluslararası Doğrudan Yatırımlar Raporunda Doğrudan Dış Yatırımların gelişimi ile Türkiye’nin bu akımdan elde ettiği pay incelenmiş ve 2000 yılında dünya Uluslararası Doğrudan Yatırım UDY’nin ulaştığı toplam hacmin 1,4 trilyon dolarlık tarihi rekor seviyesine ulaştığı belirtilmiştir¹⁰⁵.

2003 yılına kadar düşüş eğilimi gösteren dünya toplam uluslararası doğrudan yatırım (UDY) akımları 2004 yılından itibaren tekrar artış trendine girerken, bir önceki yıla göre, 2004 yılında %27, 2005 yılında ise %29 oranında artış gösteren dünya toplam UDY akımları, 2006 yılında da %34,3 oranında artarak 1,2 trilyon ABD Doları seviyesine ulaşmıştır¹⁰⁶. 2000 yılında gerçekleşen UDY akımından sonraki en yüksek ikinci değerdir.

¹⁰⁵ UN World Economic Situation and Prospects, 2007

¹⁰⁶ UNCTAD, World Investment Report, 2006

Devam eden ekonomik büyüme, artan şirket karları ve bunun sonucunda artan sınır ötesi birleşme ve satın alma işlemleri UDY akımlarındaki artış trendinin 2007 yılında da devam ettiğini göstermektedir.



Grafik 2.1: Global Uluslararası Doğrudan Yatırımlar
Kaynak: UNCTAD; YASED Uluslar arası DY Değerlendirme Raporu 2009

Grafik 2.1’de görüldüğü gibi, Küresel Uluslararası Doğrudan Yatırımların 1995-2008 yılları arasında 331 Milyar \$’dan 1.449 Milyar \$’a yükseldiği görülmektedir. Artan sermaye hareketlerinin başında küreselleşme ve bilgi teknolojilerinde artış gelmektedir.

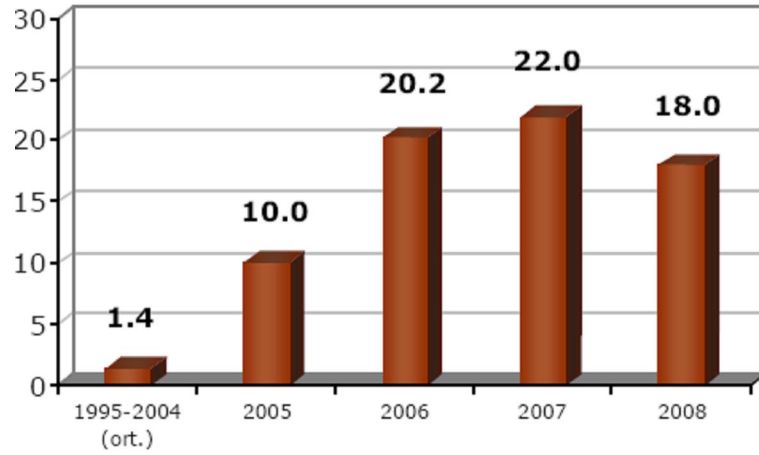
Tablo 2.2
Uluslar arası Doğrudan Yatırım Girişleri

Uluslararası Doğrudan Yatırım Girişleri (Milyar Dolar)	2007	2008*	Değişim (%) (2007/2008)
Gelişmiş Ülkeler	1247,6	840,1	-32,7
Avrupa	848,5	562,3	-33,7
AB	804,3	557,4	-30,7
ABD	232,8	220	-5,5
Gelişmekte Olan Ülkeler	499,7	517,7	3,6
Afrika	53	61,9	16,8
Latin Amerika	126,3	142,3	12,7
Asya ve Okyanusya	320,5	313,5	-2,2
Geçiş Ekonomileri (Güneydoğu Avrupa ve BDT)	85,9	91,3	6,3
Dünya - Toplam	1833,3	1449,1	-21,0

Kaynak: UNCTAD; YASED Uluslar arası DY Değerlendirme Raporu 2009

Tablo 2.2’de görüldüğü gibi, Küresel Uluslararası Doğrudan yatırımların dağılımına bakıldığında bu paydan 2007 ve 2008 yıllarında en çok gelişmiş ülkelerin faydalandığı görülmektedir. Örneğin, 2007 yılında AB ülkelerine yapılan yatırımların toplam tutarı 804 Milyar \$ iken, çatışma sonrası bölgelere yapılan yatırım tutarının 86 Milyar\$ olduğu görülmektedir.

Grafik 2.2 Türkiye’nin son yıllarda DYSY açısından çekici konumunun arttığı görülmektedir. 1995-2004 yılları arasındaki kriz dönemlerinde ülkeye giren ortalama yabancı Uluslararası Doğrudan Yatırımların tutarı 1.4 milyar dolar iken 2007’de bu rakam 22 Milyar dolara çıkmıştır. Özellikle 2008 küresel mali krizinin de etkileriyle son yılda hafif bir gerileme yaşanmıştır. Tablo 2.3’de UDY Girişlerinin Sektörel Dağılımı Görülmektedir.



Grafik 2.2: Türkiye’ye Giriş Yapan Uluslararası Doğrudan Yatırımlar
Kaynak: TCMB; YASED Uluslar arası DY Değerlendirme Raporu 2009

Tablo 2.3
Türkiye'ye UDY Girişlerinin Sektörel Dağılımı

Sektörler (Milyon Dolar)	2004	2005	2006	2007	2008	2004- 2008 Toplam	Toplam Girişlerde Pay (%)
Tarım, Ormanlık, Balıkçılık	6	7	6	8	44	71	0,1
Sanayi	329	829	2.100	5.113	5.024	13.395	21,9
Madencilik	73	40	122	336	168	739	1,2
İmalat	190	785	1.866	4.210	3.820	10.871	17,8
Gıda, içecek, tütün	78	68	608	766	1.279	2.799	4,6
Kimyasallar	38	174	601	1.109	196	2.118	3,5
Ana metal ve metal ürünleri	6	139	158	515	1.124	1.942	3,2
Elektrik, gaz, su	66	4	112	567	1.036	1.785	2,9
Hizmetler	855	7.699	15.533	14.015	9.641	47.743	78,0
Finans	69	4.018	6.957	11.662	5.756	28.462	46,5
Ulaştırma, Depo., Haberleşme	639	3.285	6.696	1.116	169	11.905	19,4
Toptan ve Perakende Ticaret	72	68	1.166	169	2.064	3.539	5,8
İnşaat	3	80	222	285	764	1.354	2,2
Gayrimenkul, Kiralama, İş Faal.	3	29	99	560	652	1.343	2,2
Toplam Giriş	1.190	8.535	17.639	19.136	14.709	61.209	100,0
Toplam Stok (Kümülatif)	38.523	71.305	95.073	157.540	74.756	-	-

Kaynak: UNCTAD; YASED Uluslar arası DY Değerlendirme Raporu 2009

2007 sonu itibari ile 150 milyar doların üzerine çıkan Türkiye'deki UDY stoğunun 2008 yılı sonu itibari ile değeri ise 75 milyar dolar olmuştur¹⁰⁷. Hazine Müsteşarlığı'nın(2008) hazırlamış olduğu Uluslararası Doğrudan Yatırım Verileri Bültenine Göre 2008 yılı Ocak - Eylül döneminde net doğrudan uluslararası yatırım girişi 12.311 milyon ABD doları düzeyinde gerçekleşmiştir.

Tablo2.4
Uluslararası Doğrudan Yatırım Girişi Bileşenleri – 2009

	(milyon \$)					
	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran
Uluslararası Doğrudan Yatırımlar (Toplam)	1497	302	558	839	540	441
Uluslararası Doğrudan Sermaye	1383	206	434	710	387	258
Gayrimenkul	114	96	124	129	153	183

Kaynak: TCMB; Hazine Müsteşarlığı: Uluslar arası Doğrudan Yatırım Verileri Bülteni 2009

¹⁰⁷ YASED Uluslar arası DY Değerlendirme Raporu 2009

2009 yılı Haziran ayında 441 milyon ABD Doları düzeyinde uluslararası doğrudan yatırım girişi (fiili giriş/net) gerçekleşmiştir¹⁰⁸. Bu dönemde yapılan toplam yatırımların 5.159 milyon doları mali aracı kuruluşların faaliyetleri sektöründen kaynaklanmıştır.

İstatistiklere göre 2008 yılı Ocak - Eylül döneminde nakit sermaye girişinin %74,2'i AB ülkeleri kaynaklı iken 2009 yılında 338 milyon dolar olan nakit sermaye girişinin; 206 milyon dolarlık bölümü yine AB ülkeleri kaynaklıdır¹⁰⁹. Gelişmekte olan ekonomilerin kaynak ihtiyacı sağlanırken, Doğrudan Yabancı Yatırımlar ülkenin rekabet gücünü artırarak milli gelirin artmasına yardımcı olmaktadır.

2.1.2. Çatışmanın DYSY ve Yatırım İklimi Üzerindeki Etkileri

Daha öncede belirtildiği üzere, çatışma riski, piyasa risklerini etkileyerek yatırımcılar için uygun yatırım iklimini de olumsuz yönde değiştirmektedir. Artan belirsizliklere paralel sermaye çıkışları gözlemlenmektedir. Her ne kadar bu belirsizlikler Collier'in risk analiz modelinde ölçülmüş olsa da, çatışma riskinin piyasa riskleri üzerindeki bütün etkisi tam olarak ortaya konulamamaktadır. Bu nedenle mevcut piyasa etkinliği sınırlanmakta ve sonucunda sermaye yatırımları etkilenmektedir.

Piyasa etkinliğindeki değişimler Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Portföy yatırımlarını etkilerken, etkin bir piyasada bütün bilgilerin değerlendirilmesi koşulu ortadan kalkmaktadır. Rob Mills ve Qimiao Fan'ın Dünya Bankası desteği ile yapmış olduğu çalışmaya göre Çatışma Riski yatırım iklimi üzerinde 8 temel etkiye sahiptir¹¹⁰:

- (i) Fiziki güvenliğin ortadan kalkması,
- (ii) Makroekonomik istikrarın bozulması,
- (iii) Sözleşme bağlayıcılığının ve mülkiyet güvenliğinin ortadan kalkması,

¹⁰⁸ Hazine Müsteşarlığı: **Uluslararası Doğrudan Yatırım Verileri Bülteni 2009**

¹⁰⁹ Hazine Müsteşarlığı: **Uluslararası Doğrudan Yatırım Verileri Bülteni 2009**

¹¹⁰ Rob Mills ve Qimiao Fan, **The Investment Climate in Post-Conflict Environment**, The World Bank Institute, Washington, 2006, s. 5-17.

- (iv) Finansman sorunu ve altyapının tahrip olması,
- (v) İşgücü kaybı ve işgücü piyasasının ortadan kalkması,
- (vi) Düzenleyici çerçevenin eksikliği ve aşırı vergilendirme,
- (vii) Parasal politika eksikliği,
- (viii) Dış çevrenin etkisiz hale gelmesi,

2.1.2.1 Fiziki Güvenliğin Ortadan Kalkması

Çatışma ortamında bireyler güvenlik sorunu yaşamaktadır. Barınma alanlarının, hastanelerin, iletişim sağlayan tesislerin yok edilmesi beraberinde açlık, AIDS, bulaşıcı hastalıklar, okur yazar oranının düşmesi, ölü bebek oranının artması, genç nüfusun azalması gibi olumsuzlukları beraberinde getirmektedir.

2.1.2.2 Makroekonomik İstikrarın Bozulması

Çatışma süreci içinde savunma ve güvenlik harcamalarını en üst düzeye çekecek hükümet veya olağan-üstü hal yönetimi para basma yetkisini sınırsız kullanabilecek, artan enflasyon oranı ulusal paranın alım gücünü azaltacak, silahlanma ihtiyacının yerel para birimi ile karşılanamaması yerli kaynakların değerinin altında dışarıya transferine neden olacak, nitelikli işgücünün orduya dahil edilmesi verimliliği azaltacak, sanayi ve üretim tesislerinin yok edilmesi ülkede işsizliğe neden olacaktır. Ortaya çıkan kaynak kıtlığı beraberinde açlığa ve isyanlar sonucu kamu otoritesinin sarsılmasına neden olacaktır¹¹¹.

2.1.2.3 Sözleşme Bağlayıcılığının ve Mülkiyet Güvenliğinin Ortadan Kalkması

Devlet otoritesinin zayıflaması kredi mekanizması ve ticaretin dayanağı olan sözleşme bağlayıcılığını ortadan kaldıracaktır. Bireyler kendi haklarını güç kullanarak sağlama eğilimine girecektir. Bu nedenle toplumda anarşi ortamı yaratılarak, mülkiyet

¹¹¹ Bkz. Collier ve Hoeffler, 1998, s.563- 573

güvenliği ortadan kalkacaktır. Yağmalar, isyanlar ve ayaklanmalar sonucunda savaş iç karışıklığa da neden olabilecektir¹¹².

2.1.2.4 Finansman Sorunu ve Altyapının Tahrip Olması

Devlet otoritesinin zayıflaması ve finansal sistem içinde özellikle bankacılık kesiminin ortadan kalkması kredi mekanizmasının işleyişinin durmasına neden olmaktadır. ortaya çıkan finansman sorunu müteşebbislerin üretim yapma isteklerini ortadan kaldıracaktır. Zaten isyanlar ve iç karışıklıkların yaşandığı, alt yapının tahrip olduğu bir ülkede üretim de duracaktır¹¹³.

2.1.2.5 İşgücü Kaybı ve Piyasasının Ortadan Kalkması

Özellikle savaşın yoğunlaşmaya başladığı dönemde, yedek askerlerin dahi savaşa çağırılması, nitelikli işgücünün polis teşkilatı için istihdam edilmesi, mevcut üreticiler için tam bir işgücü kaybı oluşturmaktadır.

2.1.2.6 Düzenleyici Çerçevenin Eksikliği ve Aşırı Vergilendirme

Artan savunma harcamalarını finanse etmek için devletin önünde iki ana strateji bulunacaktır: vergileri artırmak ve borçlanma yolu ile dışarıdan kaynak sağlamaktır. Aşırı vergilendirmenin devletin vergi kaybına yol açtığı bilinmektedir. Zaten ölçek ekonomisi ve nitelikli işgücünden faydalanamayan, altyapısı zarar görmüş müteşebbis böyle bir vergi karşısında faaliyetlerini askıya alabilecektir.

2.1.2.7 Parasal Politika Eksikliği

Martha Starr'ın yapmış olduğu ekonometrik analizde etkin mali parasal disiplin uygulayan ülkelerin uygulamayanlara göre daha başarılı olduğu, çatışmayı daha iyi yönetebildiği, çatışma sonrasında da bu riski azalttığı ortaya çıkmıştır. Ancak savaş döneminde kıt kaynakları savunma için kullanmak isteyecek otoritenin daha totaliter bir

¹¹² Bkz. Justino, 2002; Ufuk Andıç, "Uluslar arası İlişkiler Teorisine Kaos Teorisi Perspektifinde Post Modern Bir Yaklaşım", **YL Tezi**, SBE, Kadir Has Üniversitesi, İstanbul, 2008

¹¹³ Biagio Bossane, "Circuit Theory of Finance and the Role of Incentives in Financial Sector Reform", **Policy Research Paper**, World Bank, N:2026 , 1998; Paul Collier 'On the Economic Consequences of Civil War', Oxford Economic Papers, Vol. 51(1), 1999, s. 168-83.

yapıya dönüştüğü düşünülür ise çatışma ortamında etkin parasal disiplinin sağlanması da bir hayli zor olacaktır¹¹⁴.

2.1.2.8 Dış Çevrenin Etkisiz hale gelmesi

Dış çevrede bulunan aktörler Mills ve Fan'ın özetlediği gibi belirtilecek olursa; Kurumlar, Hükümet, ekonomi Politik, Kapasite, Sosyal Kapasite gelmektedir. Mills ve Fan'a göre bu yapıda ortaya çıkacak kötüleşme veya fonksiyon eksikliği yatırım ikliminin temellerini zayıflatacaktır¹¹⁵. Ancak bu yapının etkin çevre içinde güç kazanması Collier ve Starr'ın modellerinde ifade ettiği gibi çatışma riskini azaltacaktır¹¹⁶.

Tablo 2.5
Yatırım İkliminin Temelleri

Yatırım İkliminin Temelleri			
Güvenlik ve İstikrar	Finans ve Altyapı	İşgücü Piyasası	Düzenleyici Çerçeve ve Vergilendirme
Fiziki Güvenlik Makro Ekonomik İstikrar Sözleşme Bağlayıcılığı Mülkiyet Hakkı	Kredi ve finansal Hizmetlere Ulaşma imkanı Enerjiye Ulaşma İmkanı Altyapı	Nitelikli İşgücü Arzı işe alma/çıkarma kolaylığı	İzinler, Lisanslar, Kayıtlar Gümrükler Vergi Politika ve Oranları Vergi Yönetimi
(-) ← Etkin Çevre → (+) Kurumlar, Hükümet, Ekonomi Politika, Kapasite, Sosyal Kapasite			

Kaynak: Rob Mills ve Qimiao Fan, The Investment Climate in Post-Conflict Environment, The World Bank Institute, , Washington, 2006

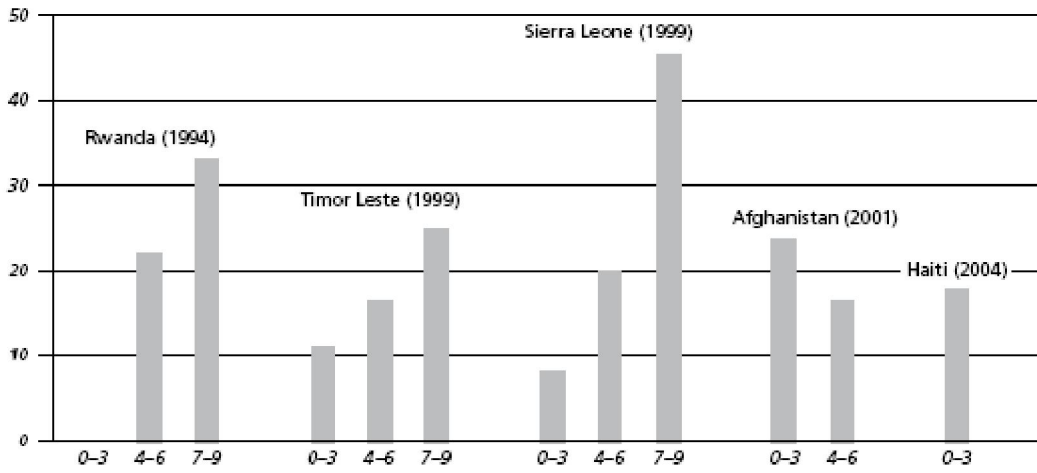
¹¹⁴ Collier, s. 168-183.

¹¹⁵ Mills ve Fan, s. 5-17

¹¹⁶ Bu konuda liberal, ulusalcı ve yapısalcı görüş için karşılaştırmalı bkz. Robert Gilpin, **The Political Economy of International Relations**, Princeton University Press, 1987.

Güvenlik sorunu içindeki bir çevrede öncelikle fiziki güvenliğin sağlanması gerekmektedir. Collier'in analizinde BM'in savunma ve barış sağlama faaliyetlerine daha çok fon ayırması, çatışma ihtimalini %40 azaltmaktadır. Ancak sadece askeri önlemler almak, ekonomiyi canlandırmada yetersiz kalacaktır. Bu nedenle etkin bir makroekonomik politikaya ve sonucunda sağlanacak istikrara ihtiyaç duyulmaktadır.

Özellikle yatırım teşvikinin sağlanması, finansman ve altyapı sorununun çözülmesi hayati derecede önemlidir. Bu noktada özellikle Dünya Bankası'nın çatışma sonrası bölgelerde yürüttüğü finansman faaliyetleri her geçen gün artmaktadır.



Grafik 2.3: Çatışma sonrası ilk 10 yıl içinde Dünya Bankasının Yürütmüş olduğu Finansal Operasyonlar

Kaynak: World Bank Project Portal; Rob Mills ve Qimiao Fan, *The Investment Climate in Post-Conflict Environment*, The World Bank Institute, Washington, 2006

Starr'ın modelinde yabancı sermaye yatırımlarının çatışma üzerindeki önleyici rolü üzerinde durulmuştu. Alesina ve Barro'nun belirttiği gibi, “uluslararası yatırımların küçük ülkeler için yarattığı avantaj onları büyük pazarlarla daha entegre hale getirebilmektedir”¹¹⁷.

Çatışma sonrası bölgelere yapılan yatırımların istikrar sağlayıcı rolü düşünüldüğünde, bu bölgelere yapılacak DYSY’i etkileyebilecek faktörler göz önünde bulundurulmalıdır.

¹¹⁷Alberto Alesina and Robert Barro “Currency Unions,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117 (May), 2002, s. 409-30 ; Starr, 2004, s.23

Grafik 2.3.'e bakıldığında Dünya Bankasının çatışma sonrası bölgelerde yapmış olduğu finansal operasyonları ağırlıklı olarak son 3 yıl içinde gerçekleştirmektedir. Bu grafik Collier'in Risk Analiz Modelini desteklemektedir. Hatırlanacağı üzere, Collier Risk Analiz Modelini savaş sonrası ilk 10 yılı baz alarak yapmıştır. Çatışmanın risk düzeyi ilk 4 yıl için %24 iken, sonraki yıllarda %17'ye gerilemektedir.

Dünya Bankası'nın finansal operasyonlarının da istikrar sağlanması ile paralel artış gösterdiği düşünülmelidir. Ancak Grafikte Dünya Bankasının Afganistan'daki operasyonlarının azaldığı görülmektedir. Ancak unutulmamalıdır ki, Afganistan'da çatışmalar hala devam etmektedir.

2.1.3 DYS Yatırımlarını Etkileyen Makro Faktörler

Collier ve Star Modellerinde çatışma sonrası istikrar ile ekonomik büyüme arasında ilişki ortaya konulmuştur. Çatışma riskinin azalmasında ekonomik büyümeyi etkileyen önemli faktörlerin başında *Yabancı Sermaye Yatırımları* (DSY) gelmektedir.

Yabancı Sermaye Yatırımları iki temel grupta incelenebilmektedir: ekonomik kalkınmayı sağlayıcı DSY ve özel yatırımlar. Türkmen bu kategoriyi şu şekilde açıklamıştır:

Uluslararası sermaye akımları ekonomik kalkınma amaçlı ve özel yatırımlar olmak üzere iki grupta incelenebilir. Ekonomik kalkınmaya katkıda bulunmak amacıyla yapılan yatırımlarda yabancı sermaye, bir ülkeye, teknolojik altyapıyı oluşturmak, lisans, patent hakkı gibi gayri maddi haklar ve hizmetler sağlamak üzere gelmektedir. Yabancı sermaye kısa sürede ülke ekonomisine finansal ve teknolojik kaynak ekleyici bir fonksiyona sahiptir. Finansal ve teknolojik kaynaklar bir ülkeden diğerine ya borç verme ya da yatırım veya yatırım ve üretime katılma biçiminde oluşur. Devletlerin resmi kuruluşlar aracılığıyla birbirlerine sağladıkları yardımlar da kalkınma amaçlı sermaye akımları olarak değerlendirilir. Fon talep edenlerle fon arz edenlerin ülkelerarası para ve sermaye piyasalarında yaptıkları işlemler uluslar arası özel sermaye akımlarıdır¹¹⁸.

¹¹⁸ Türkmen, 2006, s. 10-27; IMKB: Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Araştırma Yayınları; No: 3, İstanbul, Kasım, 1994, s.6.

Yatırım kararlarında uluslararası yatırımcıların göz önüne aldıkları doğrudan yabancı yatırımları etkileyen birtakım makro faktörler bulunmaktadır¹¹⁹:

- Üretim sürecinde sermaye ve teknoloji yoğun tekniklerin kullanımının artması işçi kullanımını azaltmakta, çalışma yerine ilişkin reformlar daha yoğun olarak gündeme gelmektedir.
- Bölgesel ticari blokların hızlı gelişimi uluslararası ticareti olumlu etkilemekte, iç piyasaların daha çok rekabete açılmasını, dolayısıyla uluslararası rekabete açılmayan yerli şirketlerin bazı sorunlarla karşı karşıya kalmamak için yabancı ortak girişimlere (joint venture) yönelmelerine neden olabilmektedir.
- Yetişmiş iş gücüne ve esnek işgücü piyasalarına olan ihtiyaç, bilgiye dayalı teknolojilerin uygulanmasında tüketiciye yönelmiş girişimci ve satış kabiliyeti olan iş gücü talebini arttırmaktadır. Böylece doğrudan yabancı yatırımlar bu tür ucuz iş gücünün bulunduğu ülkelere yönelmektedir.
- Bilgiye dayalı endüstrilerin gelişmesi sonucunda bilginin bulunduğu yerlere yatırım yapma arzusu gelişmektedir.
- Emek yoğun üretim yapan şirketlerin ucuz iş gücünün bulunduğu bölgelere yatırım yapması daha yüksek kar elde etmek açısından önemli olmaktadır.

2.1.4 DYSY'nin Ekonominin Gelişimi Üzerindeki Etkisi

Uluslararası literatüründe bir çok tez ve makaleye konu olan sermaye hareketlerinde “yabancı sermaye yatırımı” incelenmiştir. Ülkeye dışarıdan sağlanan para girişi, bir ülkeye milli sınırları dışında aktarılan sermaye anlamına gelmektedir. “Yabancı sermaye” ise, bir ülkedeki sermaye birikimine yapılan dış ek katkıyı ifade etmektedir.

Rıdvan Karluk'un yapmış olduğu tanımlamada, “Doğrudan” kelimesi ise, sermaye ile birlikte değişen ölçüde teknoloji, know-how, işletmecilik bilgisinin de

¹¹⁹ Türkmen, s. 15-16; Hakan R. Özyıldız, “Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarında Karar Alma Prosedürü”, **Hazine Dergisi**, Hazine Müsteşarlığı, Ankara, Sayı: 11, 1998, s.3-4.

ülkeye geldiğini açıklamaktadır. Böylece, uluslararası ekonomi teorisinde doğrudan yatırımlar, bir yabancı ülkede çıkarılan hisse senedi ve tahvillerin uluslararası sermaye piyasalarından satın alınması yoluyla yapılan “portföy” yatırımlardan ayrılmaktadır.

Karluk, yaptığı değerlendirmede doğrudan yatırımı (*direct investment*), “bir ülkede bir firmayı satın almak veya yeni kurulan bir firma için kuruluş sermayesini sağlamak veya mevcut bir firmanın sermayesini arttırmak yoluyla o ülkede bulunan firmalar tarafından diğer bir ülkede bulunan firmalara yapılan yatırım” şeklinde ifade etmiştir¹²⁰. Bu tanımlamada dış firmaların kendisiyle birlikte teknoloji, işletmecilik bilgisi ve yatırımcının kontrol yetkisini de beraberinde getiren yatırım olduğu ayrıca açıklamıştır. Tanımından da anlaşılacağı gibi, doğrudan yabancı yatırımlar, ülkeler arasında sermaye transferlerinin bir piyasa işlemi olmadan bir ülkeden diğerine aktarılması şeklinde olmaktadır¹²¹.

Dış yatırımlar yabancı sermayenin milli ekonomilere kaynak sağlaması açısından önemlidir. Uluslararası Ekonomi ve Politik açıdan değerlendirildiğinde ise bir milletin diğer uluslar karşısında karşılaştırmalı üstünlük sağlayabilmesi için diğer uluslara göre üretim kapasitesinin artırması gerekmektedir. Bunun için de temel üretim parametrelerinin etkin ve verimli kullanılması gerekmektedir. Günümüzün küreselleşen dünyasında sanayileşmiş ülkelere bakıldığında dünya ticaretini yönlendirdikleri ve ekonomik aktivitenin kurallarını belirleyici uluslararası anlaşmaları şekillendirdikleri gözlemlenmektedir. Bu sayede gelişmekte olan ekonomiler üzerinde bir üstünlük elde etmektedirler.

Gelişmekte olan bir ekonominin gerek know-how gerek ise yönetsel yeteneklere duyduğu ihtiyaç bu gelişmiş ülkelere *Dış Yatırımlar* aracılığı ile sağlanabilmektedir. Dış yatırımlarla sağlanan sermaye ve işletme becerisi dış ticaret açığı veren bir ülkeye kaynak girişi, uluslararası pazarlarda rekabet edebilme ve döviz cinsinden gelirlerini artırabilme imkanı tanımaktadır. Böylelikle Türkiye gibi dış ticaret açığı veren gelişmekte olan ülkeler hem bu açığı finanse edebilecek kaynak girişini sağlarken, hem de dış yatırımlar aracılığı ile gerekli know-how’ı elde etmektedir.

¹²⁰ Karluk, s.100

¹²¹ Karluk,1999, s. 100

Rıdvan Karluk'un ifade ettiği gibi:

Gerek sanayileşmiş ve gelişmesini tamamlamış ülkeler, gerekse gelişme yolunda olan ülkeler yabancı sermaye olarak ifade edilen yabancı özel doğrudan sabit sermaye yatırımlarını kendilerine çekebilmek için büyük çaba harcamaktadırlar. Bunun sebebi, yabancı sermayenin bu ülkelerin ekonomilerine sağlamış olduğu sermaye (dış kaynak), yeni teknoloji, modern know-how, yönetim becerisi (management), pazarlama katkısı ve ihracat imkanı gibi yararlarıdır¹²².

Merkez Bankası 2008 Ekonomik İstikrar Raporuna göre, 2008 yılında yaşanan küresel krizle birlikte, uluslararası sermaye akımları yön değiştirmiştir. Özellikle bu kriz döneminde küresel ekonominin yavaşlaması ve etkilerinin gelişmekte olan ekonomiler üzerinde daha belirgin hale gelmesi yatırımcıların yatırım şevkini kırmıştır. Raporda, 2008 yılının ikinci yarısından itibaren Türkiye'nin de dahil olduğu gelişmekte olan ülkeler yatırımcıların risk iştahındaki azalma sonucu sermaye çıkışına maruz kalmış ve bu nedenle para birimlerinde ve yatırım araçlarında önemli değer kayıpları yaşanmıştır¹²³.

UNCTAD 2009 Ekonomik Durum ve Beklentiler Raporu'nda Dünya ekonomisinin büyük depresyondan bu yana bir çok kriz atlattığını ancak 2008'de yaşanmakta olan bu krizin etkilerinin dünya ekonomisini resesyona sürüklediği ifade edilmektedir¹²⁴. Özellikle 2006, 2007 ve 2008'in başında kriz riskinin uyarılarının ortaya çıktığı hatırlatılmıştır. Dünya üretim hasılasının, 2008'deki sert düşüşün ardından 2009'da %1'in altına düşeceği ve bundan en çok gelişmekte olan ekonomilerin etkileneceği raporda yer almıştır¹²⁵. Bu bağlamda 2002-2007 yıllarında ciddi büyüme rakamlarına ulaşan ve bir çok ülkeden yabancı sermaye çeken Türkiye' ekonomisinin buna paralel büyüme trendinin yavaşlayacağı öngörülmektedir.

Yabancı Sermaye yatırımlarındaki azalmanın Çatışma Sonrası bölgelerdeki etkileri düşünüldüğünde, istihdamda ortaya çıkacak problemler beraberinde çatışma riskinin artması ihtimalini de getirmektedir.

¹²² Karluk, s.100

¹²³ TCMB Finansal İstikrar Raporu 2008.

¹²⁴ United Nations Conference on Trade and Development

¹²⁵ UNCTAD, World Economic Situation and Prospect 2009

2.2. PORTFÖY YATIRIMLARI

2.2.1. Çatışma Riskinin Portföy Yatırımları ve Piyasalar Üzerindeki Etkileri

Çatışma riski savunma ve güvenlik harcamalarını artırırken, borçlanma gereğindeki artış ve makro ekonomik dengelerdeki bozulma beraberinde hiper enflasyon sorunu ile kaynak ihtiyacı problemini getirmektedir. Kısa dönemde DİBS faizlerinde artış yaşanırken, orta vadede yükselen enflasyon oranı reel getiriye olumsuz etkilemektedir. Yatırım ikliminin ve mali yapının bozulmasından dolayı uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları ülke kredi notunu düşürmektedir. Dolayısı ile bankaların yüksek maliyetli kredi kaynakları temin etmelerine neden olmaktadır.

Kredi maliyetlerindeki artış firmaların finansman giderlerini artırmakta, azalan kârlılık ve olumsuz beklentiler firma değerini, dolayısı ile sermaye piyasalarını etkileyebilmektedir. Çatışma riskinin doğurduğu bu sonuçlara katlanmak bir yatırımcı için rasyonel bir davranış olmayacaktır. Bu nedenle portföy yatırımları için bu ülkelerden uzak durarak güvenli limanlarda işlem yapacaklardır. Uluslararası iktisat teorileri finansal sistemin işleyiş mekanizmasını açıklarken; milli gelir artışı ile yastık altındaki paraların ekonomiye kazandırılması arasında bir ilişkiyi ortaya koymaktadır¹²⁶. Çevrim teorisi¹²⁷ (The Circuit Theory) ile kredi mekanizmasının işleyişi açıklanırken, ödünç verilebilir fon miktarındaki artış ile fon kaynaklarının optimal dağılımı ekonomide ancak aracı kuruluşların sayı, ölçek ve sermaye yeterliliği sayesinde sağlanabilmektedir. Bu sayede risk konsolide edilmiş, vade miktar ve cins ayarlaması yapılmış olmaktadır.

Makro düzeyde portföy yatırımlarının bu mekanizma içindeki önemine bakılırsa, yatırım araçları ve bunların çeşitlendirilmesi ile oluşan yatırım portföyü kredi mekanizmasına fon sağlayarak kaynak maliyetlerini düşürmekte, yatırım şevkini artırmakta ve uzun vadede istihdamın artmasına katkı sağlamaktadır. Gerek Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi gerek ise Çevrim Teorisi portföy yatırımlarının ekonomi üzerindeki etkisini göstermektedir.

¹²⁶ bkz. Seyidoglu, 2003(b); Frederic S. Mishkin, 2003, 57-67

¹²⁷ Bossane, 1998, s.10-27

Karluk'un ifade ettiği gibi:

Türkiye gibi gelişme yolunda olan ülkelerde ekonomik sorunların başında "kaynak yetersizliği" gelmektedir. Bu nedenle ekonomik kalkınma için gerek stok gerek ise portföy yatırımlarının yapılması bir zorunluluktur. Yatırım olmadan kalkınma (gelişme) sağlanamaz, üretim artmaz. Bu sebeple yatırımlar ekonominin kalkınma sürecinde büyük bir öneme sahiptir¹²⁸.

2.2.1.1 Faiz Oranını Artırıcı Etki

Faiz oranı riski yatırım kararlarını etkileyen en önemli piyasa risklerinin başında gelmektedir. Faiz oranı riski menkul kıymet yatırımlarını doğrudan etkileyebildiği gibi parite koşulları üzerindeki etkisi ile de enflasyon ve kur üzerinde etkiye sahiptir. Çatışma riskinin neden olduğu belirsizlikler piyasa etkinliğini olumsuz etkileyebilmektedir. Etkin olmayan bir piyasada faiz oranlarının yükselmesi bu risk ile ifade edilirken yatırım kararlarının önündeki temel belirsizlik kaynağını oluşturmaktadır.

Piyasada faiz oranlarının yükselmesi borçlanma senetlerine olan talebi artırırken bu araçların hisse senedine göre değerini artırmaktadır. Ayrıca, borçlanma araçlarını ihraç eden bir anonim şirket için eğer bu borçlanmanın niteliği değişken faiz oranına dayanmakta ise, bu yolla finansmanı sağlanan yatırımın iç verimi düşerken firma için önemli bir yatırım maliyetini ortaya çıkarmaktadır¹²⁹.

Çatışma riski kredi mekanizmasının işleyişini olumsuz etkilemektedir. Piyasa faiz oranlarının reel seviyenin üzerine çıkması yatırım tasarruf dengesinde bozukluğu işaret etmektedir. Bu nedenle kredi mekanizmasında borçlanma maliyetleri sürekli artarken kredi talebindeki firmalar sermaye yatırımları için yüksek maliyetli fon sağlamış olacaklardır¹³⁰.

¹²⁸ Karluk, s.100-110

¹²⁹ Herman Schwartz "Homes Alone? Corporatism, Economic Growth and Housing Finance Systems" Paper presented at the **annual meeting of the APSA 2008** Annual Meeting, Hynes Convention Center, Boston, Massachusetts, Aug 28, 2008

¹³⁰ Paul Milgrom "Measuring the Interest Rate Risk", **Transactions: Security of Actuaries**, Vol. XXXVII, 1985, s. 241-243

2.2.1.2 Kur Riskini Artırıcı Etki

Çatışma riskinin sermaye ve ticaret akımları üzerindeki olumsuz etkisi kur riskini artırmaktadır. Kur riski, çatışma dışı ortamlarda da yatırım kararlarını etkileyen önemli bir piyasa riskidir. Döviz kurlarındaki dalgalanmalar sonucu yatırımın getirisi belirsiz hale gelmekte ve bu durum da risk unsuru olarak ifade edilmektedir¹³¹. Döviz kuru cinsinden yapılan borçlanma ve yatırımları doğrudan etkileyebilmektedir. Parite ilişkisi çerçevesinde, piyasa faiz oranları ile kur riski arasında güçlü bir bağ bulunmaktadır¹³².

Kurlarda yaşanan volatilité bireysel tasarruf sahiplerini ve portföy yatırımcılarını etkileyebildiği gibi aynı zamanda da ihracat ve ithalat yapan işletmeleri etkileyebilmektedir. Temel üretim girdilerini ithal eden bir firmanın, temel nakit girişi yerli para cinsinden ise, artan kur karşısında girdi maliyetleri artarken, kurdaki düşüşler firma kârlılığını olumlu etkileyebilmektedir.

Finansal açıdan kur riski yatırımcıları olumsuz etkileyebilmektedir. Yüksek faiz ortamında, yurt içine giren uluslararası yatırımcılar, belirli bir dönem sonunda elde ettikleri kârları düşük kur seviyesinde realize etme çabası içine girdiklerinde, kurlarda ani yükseliş gözlenebilmektedir. Bu durum yerli yatırımcılar ve makro ekonomik istikrar için olumsuz bir tablo oluşturabilmektedir. Çatışma riskinin arttığı piyasalarda, yatırım yapan uluslararası yatırımcılar bu piyasalardan sağladıkları gelirleri kendi ülkelerinde kendi para birimine çevirmektedirler¹³³..

Kur riski özellikle bankacılık kesimi için önemli bir etkiye sahiptir. Dışarıdan büyük miktarlarda borçlanarak fon kaynağı yaratan bankacılık kesimi kur

¹³¹ Hüseyin Dağlı, *Sermay Piyasası Portföy Analizi*, Derya Kitabevi, 2004, s.324-326.

¹³² Seyidoğlu, 2003a.

¹³³ Michael Papaioannou, "Exchange Rate Risk Measurement and Management: Issues and Approaches for Firms", *IMF Working Papers*, N.255,2006 s. 4-11; Comptroller's Handbook: **Interest Rate Risk**, Comptroller of the Currency Administrator of National Banks, 1998. s.2; Stefanie Walter, "Exchange-Rate Level Preferences: Evidence from a Firm-Level Survey" Paper presented at **the annual meeting of the MPSA Annual National Conference**, Palmer House Hotel, Hilton, Chicago, IL, Apr 03, 2008; Scott Gates, Jonathon Moses, Havard Strand, Jung-In Jo, and Jostein Vik, "Mini-Skirts, Hula-Hoops and Exchange Rate Regimes: Information Cascades across Central Banks" Paper presented at **the annual meeting of the American Political Science Association**, Philadelphia Marriott Hotel, Philadelphia, PA, Aug 27, 2003

değişmelerinden olumsuz etkilenebilmektedir. Hisse senetlerinden oluşan portföy içinde bankacılık kesimine ait hisselerin kur riskinden olumsuz etkileneceği düşünüldüğünde bu riskin ölçülebilir olması gerekmektedir¹³⁴.

2.2.1.3 Kredi Riskini Artırıcı Etki

Çatışma riskindeki artış gerek kur rejimi gerekse mali disiplindeki dengeler üzerinde baskı yaratacağından dolayı, artan faiz oranları özel kesim için kredi riskini artırıcı etki doğuracaktır. Bu da kredi riskinin temel bankacılık riskine dönülmesine neden olacaktır. Kredilerin tahsil edilemesi dönüşüm mekanizması içinde bankacılık kesimini ve sermaye piyasalarını olumsuz etkileyecektir. Bankacılık kesiminin maruz kaldığı kredi riski bankanın temel Sermaye Yeterlilik Rasyosu'nu (SRY) etkilemektedir. Kredi riski bankanın tahsil edeceği alacaklardan kaynaklanmaktadır. Çatışma ortamında alacakların tahsil edilememesi, dış ticaret akımının olumsuz etkilenmesi, bankaların dışarıdan kaynak sağlayamaması kredi riskini artırıcı etki doğurmaktadır. Tahsili Gecikmiş Alacaklar (TGA) bankanın SRY'sini olumsuz etkileyebileceği gibi, bankanın fon ihtiyacının ortaya çıkmasına, yüksek maliyetli fon bulmasına, banka kârlılığının etkilenmesine ve dolayısı ile bankacılık faaliyetlerinin aksamasına neden olabilecek kredi riski kaynağıdır.

2.2.1.4 Likidite Riskini Artırıcı Etki

Çatışma ortamında yaşanabilecek sıcak para çıkışı ve kredi kuruluşlarının yurt dışından kaynak sağlayamaması likidite sıkıntısına neden olacaktır. Sonucunda sanayi üretimi, kapasite kullanımı ve istihdamda ortaya çıkacak olumsuz tablo nedeni ile çatışma riskinin arttığı ülke ekonomileri daralma yaşayacaktır.

Likidite riski doğası itibari ile kredi mekanizmasını etkileyen önemli risklerin başında gelmektedir. Çatışma ortamında dolaşımdaki para miktarı ve parasal tabandaki sert değişmeler kredi mekanizmasının daralmasına neden olacaktır. Firma açısından değerlendirildiğinde, nakit sıkıntısı yaşanması, borçların nakit olarak ödenme güçlüğü, alacaklarını tahsil edilememesi sıkıntısına neden olmaktadır.

¹³⁴ Subir Lall,Roberto Cardarelli, and Selim Elekdag, **Chapter 4: Financial Stress and Economic Downturns World Economic Outlook**, September 2008, s.130-148

2.2.1.5 Satınalma Gücünü Azaltıcı Etki

Ekonomik hayatta gözlenebilecek en önemli istikrarsızlıklardan biri, enflasyon, diğeri işsizliktir. Çatışma riski hem istihdam hem de mali disiplin üzerinde olumsuz etkiye sahiptir. *Enflasyon, mal ve hizmet fiyatları genel düzeyinin sürekli olarak artmasıdır. Bir ekonomide, fiyatlar genel düzeyinin sürekli olarak artması, aynı para ile daha az mal ve hizmet satın alınmasına yol açar*¹³⁵. Temel iktisat teorisine göre parasının gelecekte alım gücünün azalacağını düşünen bir yatırımcı yatırım eğiliminden tüketim eğilimine yönelebilmektedir¹³⁶.

Çatışma riski tüketim ve yatırım harcamalarının azalmasına, dolayısı ile istihdamda ve üretimde daralmaya neden olacaktır. Finansal yatırımlar açısından enflasyon riski değerlendirildiğinde, yatırımın getiri oranı üzerinde etkiye sahiptir. Tüketim harcamalarındaki her bir liralık artış, menkul kıymet yatırımlarına aktarılacak fon miktarında bir liralık azalışı ifade etmektedir. Fonların yastık altında saklanması her ne kadar kredi mekanizması için tehlikeli ve yatırım tasarruf dengesini bozucu etkiye sahip ise, bir o kadar da piyasaların derinleşmesi üzerinde olumsuz etkiye sahiptir. Enflasyon riski yatırımcılar için önemli bir belirsizlik faktörüdür¹³⁷.

2.2.2 Portföy Yönetimi ve Portföyü Etkileyen Diğer Risk Türleri

2.2.2.1. Portföyün Tanımı

Portföy en basit anlamıyla gelir getirici aktiflerden oluşan varlık sepetini ifade etmektedir. Gelir getirici bu aktifler para ve sermaye piyasası araçlarından oluşabileceği gibi türev piyasa araçlarını da ihtiva edebilmektedir. Riskin dağıtılması ilkesi portföy yatırımlarının çeşitlendirilmesini sağlamaktadır. Belirli bir süre içinde portföye dahil edilen yatırım araçlarındaki değişimler portföyün getirisini etkileyebilmektedir.

Yatırım portföyleri ağırlıklı olarak özel sektöre ait hisse senetleri ile tahvil, ve devlet tarafından ihraç edilen borçlanma senetlerinden oluşmaktadır. Portföy riskinin

¹³⁵ Orhan ve Erdoğan, 2008, s.330

¹³⁶ Orhan ve Erdoğan, s.330

¹³⁷ Benson J. Durham, "An Estimate of the Inflation Risk Premium Using a Three-Factor Affine Term Structure Model", **Finance and Economics Discussion Series**, 42, 2006, s.1-4

ölçülebilir olması ve yatırım araçlarının değişkenlik özelliği portföy yatırımlarının vadesini de etkileyebilmektedir. Bu nedenle portföy yatırımları kısa süreli beklentilerin fiyatlanmasından olumsuz etkilenebilmekte ve piyasalarda sermaye çıkışları yaşanabilmektedir.

2.2.2.2 Portföy Çeşitlendirilmesi ve Türleri

Riskin dağıtılmasındaki temel prensip portföyü oluşturan finansal enstrümanların çeşitlendirilmedir. Portföy içinde riski yüksek ve risksiz yatırım araçlarından oluşan bir portföy oluşturularak optimum getiri düzeyi en mâkul risk seviyesinde karşılanmaya çalışılmalıdır.

Portföy yatırımlarında kullanılan en belirgin finansal enstrümanlar hisse senetleri ve tahvillerdir. Portföyün oluşturulmasında yatırım araçları, risk ve beklenen getiri düzeylerine göre çeşitlendirilmelidir.

Hisse senedi ve tahvillerin değerini piyasa koşulları etkilemektedir. Sermaye piyasalarında hisse senetlerinin değerinin belirlenmesinde, firma kârlılığı ile birlikte piyasa koşulları önemli bir etkiye sahiptir.

Piyasa'da beklentileri oluşturacak bütün bilgiler satın alındığında; yüksek getiri ve düşük risk bekleyen bir yatırımcının yatırım portföyünde tahvil ve bonolardan hisselerle yönelmesi beklenmektedir.

Sermaye piyasalarında yatırım amacıyla, değişik menkul kıymetlerden veya yatırım araçlarından, çok sayıda portföy oluşturulabilir. Hisse senedi ve tahvil gibi geleneksel menkul kıymetler temel alındığında üç farklı portföyden söz edilebilir: (1) Hisse senetlerinden oluşan portföy, (2) Hisse senetleri ve borçlanma senetlerinden oluşan portföy ve (3) türev piyasa araçlarını da içeren karma portföylerdir¹³⁸.

¹³⁸ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, **Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi**, 3. Baskı, Ekin Yayınları, 1998

2.2.2.3. Portföy Yönetiminde Teorik Yaklaşım

Rasyonel karar verme süreci içindeki bir yatırımcı, katlanacağı belli bir risk düzeyinde beklediği getiriyi maksimize etmeye çalışır. Bunun için piyasada yatırım aracının fiyatını etkileyebilecek bütün bilgilere ulaşmaya odaklanır. Yatırımcının geçmiş deneyim ve gözlemleri bu sürecin başlamasına yardımcı olur. Ancak hisse senedinin gelecekteki fiyatı hakkında bir beklenti oluşturmadan yatırım araçlarını seçmez. Rasyonel karar verme sürecinde bu nedenle iki faktör çok önemlidir: deneyim ve beklenti. Yatırım kararlarının risk içerdiği ve yatırım araçları arasında negatif veya pozitif korelasyon ilişkisi olabileceği kabul edilirse, yatırım araçlarının seçiminde kaybetme riskine karşı çeşitlendirmeye gidilmesi gerekmektedir. Bu çeşitlendirmenin düzeyi ne olmalıdır? Hangi yatırım araçları hangi koşula göre seçilmelidir? Bu soruların cevabı bilimsel ve analitik bir süreç içerisinde verilirse rasyonel karar verme süreci ancak gerçekleşmiş olacaktır¹³⁹. Bunun için portföy yönetiminde menkul kıymetlerin seçim aşamasında teorik bir yaklaşıma ihtiyaç duyulmaktadır. Portföy çeşitlendirmesi konusunda iki temel yaklaşım bulunmaktadır: Geleneksel ve Modern Portföy Yaklaşımı.

Portföy Teorisi en basit anlamı ile riskin etkisini azaltabilmek için yatırım araçlarını çeşitlendirme ilkesine dayanmaktadır. Portföy teorisi 1950'ye kadar olan dönemde geleneksel bir çerçevede çizmiştir. Geleneksel Portföy Yaklaşımına göre bir portföyün riski, tek bir enstrümanın riskinden daha az olacaktır. Geleneksel portföy yaklaşımında portföyün getirisi portföy içindeki finansal varlıkların kâr payı, kupon ödemesi ve dönemsel sermaye artışları toplamı kadardır. Yatırımcı sadece beklentiye sahip olarak portföyün getirisini öngörebilmektedir. Geleneksel Portföy Teorisine göre riskin azaltılabilmesi için portföyde yer alan menkul kıymetlerin sayısını artırmak gerekmektedir. Bu nedenle ne kadar menkul kıymet portföye dahil edilirse, portföy riski de azalmış olacaktır.

Portföyü oluşturmanın temel amacı riski dağıtmaktır. Portföyü oluşturan menkul kıymetlerin getirileri aynı yönde hareket etmeyeceğinden, portföy riski tek bir menkul kıymetin riskinden küçük olacaktır. İşte, geleneksel portföy teorisi, bu

¹³⁹ Philip Bartholomew and Gary Whalen “ Fundamentals of Systemic Risk” (In) **Research in Financial Services**, Banking, Financial Markets, and Systemic Risk, edited by George G. Kaufman, Greenwich, Conn., JAI. Vol. 7,1995, s.4-20

prensipten hareketle, portföy içindeki menkul kıymet sayısının arttırılması ilkesine dayanmaktadır¹⁴⁰.

Modern Portföy Teorisi, 1952’de Harry Markowitz tarafından geliştirilmiştir. Markowitz’in Modern Portföy Teorisi’ni, Merton Miller ve William Sharpe geliştirmiştir. “Markowitz’in Modern Portföy Teorisi’nde yatırımların belirlenmesinde, yatırımcıların risk tahminlerine odaklanmaları ve portföyü oluşturan her bir hisse senedinin beklenen getirileri belirleyici olmuştur”¹⁴¹. Markowitz, Modern Portföy teorisinde portföydeki her bir finansal aracın risk-getiri durumunun tek başına anlamlı olmadığını ancak bu hisselerin içinde bulunduğu portföyün risk-getiri durumunun yatırım performansını belirleyici olduğunu göstermiştir. Bu nedenle Markowitz’in teorisine göre Hisse Senedi’nin tek bir yatırım aracı olarak seçilmesi yerine, belirli bir portföyün seçilmesi gerektiğini vurgulanmıştır.

Modern Portföy Teorisi hisse senetlerinin de kendi aralarında korelasyon ilişkisine sahip olduğunu ortaya koymuştur. “Modern portföy yaklaşımında, sadece portföy çeşitlendirmesine gidilerek riskin azaltılamayacağı, çünkü, portföyde yer alan menkul kıymetlerin ya da menkul kıymet gruplarının, aynı ya da ters yönde hareket ettikleri ileri sürülmektedir”¹⁴². Modern Portföy Teorisine göre piyasa etkin piyasadır. Piyasadaki bütün bilgiler fiyatlara yansımış ve yatırımcı bütün bilgilere ulaşmıştır. Markowitz, geleneksel portföy yönetimine üç temel noktada katkıda bulunmuştur¹⁴³. Birincisi, yatırımcı aynı getiri veya risk düzeyine göre benzer portföyler arasında “Üstünlük Prensibi” ne göre seçim yaptığıdır. Bu prensibe göre yatırımcılar aynı getiri düzeyinde daha az riskli portföyü seçebilmektedir veya aynı risk düzeyinde yüksek getiri öngördükleri portföyleri seçebilmektedirler. İkincisi, çeşitlendirmenin kendisi portföyün riskini diğer varlıkların riskinden daha aza indirgeyerek sistematik olmayan risk bu sayede sifıra indirgenebilmektedir. Son olarak, etkin sınır kavramı ortaya

¹⁴⁰ Ufuk Başoğlu, Ali Ceylan ve İlker Parasız, **Finans**, İkinci Baskı, Bursa: Ekin Yayınları, 2009

¹⁴¹ Harry Markowitz, “Portfolio Selection”, **Journal of Finance**, Vol 7, No 1, USA 1952, s. 77-91; William Sharpe, Gordon J. Alexander, Jeffrey V. Bailey, **Investments**, Prentice Hall, New Jersey, 1995

¹⁴² Gültekin Karasın, **Sermaye Piyasası Analizleri**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, 1986, s120; Terlemez, 2008, s. 79

¹⁴³ Harry Markowitz, **Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments**, New York Wiley, 1959,s. 36-52

atılmıştır. Etkin sınır kavramına göre her risk düzeyinde maksimum getiriyi sağlayan portföy kompozisyonu oluşturulabilmektedir.

Markowitz yaklaşımı riskli varlıklara yatırım yapan yatırımcının, hangi portföyün oluşturulması konusunda karar verme aşamasındayken alternatif portföyleri, beklenen getiri ve standart sapma kriterlerine göre değerlendirmesini öngörür. *“Markowitz’e kadar portföy yönetiminde risk kavramından söz edilmesine rağmen bu kavramı ölçecek spesifik bir araç mevcut değildi”*¹⁴⁴. Portföyün performansının analizi için, Portföyün beklenen getirileri ve risklerinin hesaplanabilmesi gereklidir. Bunun için her hangi bir periyotta tesadüfi seçilmiş finansal araçlardan oluşan portföyün beklenen değerleri, standart sapmaları ve korelasyonları bulunmalıdır.

2.2.2.4. Portföy Riskinin Ölçülmesi

Finansal piyasalar, kurumlar, aracilar ve yatırımcılar piyasa koşullarındaki değişikliğe uyum sağlamalıdır. Bu nedenle portföy yatırımlarının çeşitlendirilmesi ve sürekli piyasa takibi sonucunda portföy riskini artırabilecek enstrümanlar daha yakından incelenmeli ve gerektiğinde portföyden çıkartılmalıdır¹⁴⁵. Finansal yatırımlar açısından geleceği bilmek mümkün değildir. Piyasada ortaya çıkan belirsizlik farklı beklentilere yol açmaktadır. Bolgün ve Akçay’a göre, *“Risk aslında bir anlamda belirsizliğin ölçülmesine yardımcı olur. Belirsizlik ile risk arasındaki paralel ilişki göz önünde bulundurulursa, belirsizliklerin getirdiği tehditlerin etkisi ancak iyi bir risk yönetimi ile fırsatlara dönüştürülebilir”*¹⁴⁶.

Riskin Ölçülebilmesi için önce riskin tanımlanması ve türleri üzerinde durulmalıdır.

¹⁴⁴ Mehmet H. Aksoy, “Uluslar arası Portföy Çeşitlendirmesi ve Bir Türkiye Uygulaması”, **Doktora Tezi**, Marmara Ün., Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Bankacılık ABD, İstanbul, 2007, s.3

¹⁴⁵ Bodie, Kane ve Marcus, 2002, s154-178; George Kaufman and Kenet Scott, “ What is Systemic Risk and Do Bank Regulators Retard or Contribute to it?”, **The Independent Review**, V. VII, N.3, Winter 2003, s. 371– 391; Gürel Konuralp, **Sermaye Piyasaları: Anlizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi**, İstanbul: Alfa Yayınları, 2005, s.55-84; Başoğlu, Ceylan ve Parasız, 2009, s. 211-245

¹⁴⁶ Bolgün ve Akçay, 2005, s. 37- 43

2.2.2.4.1 Risk Kavramı ve Türleri

Finansal açıdan risk, menkul kıymetin gerçekleşen fiyatının beklenen fiyatından sapsması sonucu ortaya çıkan kayıptır. Finansal açıdan yatırımların riskli olduğu düşünülür ise bütün yatırımların kaybettireceği anlamı çıkmaz. Finansal açıdan eğer risk gerçekleşen getirinin beklenen getiriden sapsması ise, bu sapma olumlu ve olumsuz yönde gerçekleşebilir¹⁴⁷.

Finansal Riskler 3 ana kategoride ele alınmaktadır. Sistemik Riskler, Sistemik Olmayan Riskler, Sistemik Riskler

2.2.2.4.1.1 Sistemik Risk

Daves, Ehrhardt ve Kunkel'e göre "*sapmaya etki edebilecek fakat yatırımcı, firma veya diğer aktörler tarafından doğrudan yönetilemeyen faktörlere Sistemik Risk faktörleri*" denmektedir¹⁴⁸.

Sistemik risk yatırım araçlarını türüne ve aralarındaki korelasyon ilişkisine göre aynı yönde veya farklı yönde etkileyebilmektedir¹⁴⁹. Örneğin, çatışma sermaye yatırımlarını, hisse senetlerini olumsuz etkileyebilirken, buna paralel enflasyon ve savunma harcamalarını finanse etmek için borçlanma gereğindeki artış faiz oranlarında yükselişe neden olabilmektedir¹⁵⁰. Piyasa ve Bankacılık riskleri bu risk türü içine girmektedir.

2.2.2.4.1.2 Sistemik Olmayan Risk

Sistemik olmayan risk, işletmenin operasyonel, mali, çevresel, teknolojik, vb. faktörlerdeki değişme veya gelişmelerden kaynaklanan, firmanın operasyonel

¹⁴⁷ Tim Bollerslev and Benjamin Y.B. Zhang, "Measuring and Modeling Systematic Risk in Factor Pricing Models Using High-Frequency Data", **Journal of Empirical Finance**, 10, 2003, s. 533– 558

¹⁴⁸ Phillip R. Daves, Michael C. Ehrhardt and Robert A. Kunkel, "Estimating Systematic Risk: The Choice of Return Interval and Estimation Period" **Journal of Financial and Strategic Decisions** Vol. 13 N. 1 Spring 2000, ss.1-5; Amnon Levy and Zhenya HU, **Incorporating Systematic Risk in Recovery: Theory and Evidence**, Moody's KVM Company, 2007, ss.5-8

¹⁴⁹ Bora Aktan, Anouar Ben Mabrouk, Mustafa Ozturk and Najet Rhaïem, "Wavelet-Based Systematic Risk Estimation An Application on Istanbul Stock Exchange" **International Research Journal of Finance and Economics**, 23, 2009.

¹⁵⁰ Orhan ve Erdoğan, 2008, s.239

yeteneğini ve ihraç ettiği finansal enstrümanları etkileyen risk türüdür. Sistemik risk domino etkisi ile bütün piyasa aktörlerini etkilerken, sistematik olmayan risk sadece firmayı ve içinde bulunduğu sektörü etkileyebilmektedir. Finansal açıdan değerlendirildiğinde, “portföy havuzuna dahil edilen tek bir sektöre ait finansal enstrümanın o sektöre ait sistematik olmayan riske duyarlı olduğu söylenebilir. Sistematik olmayan faktörler, diğer endüstriler ve genel olarak menkul kıymetler piyasasını etkileyen faktörlerden bağımsızdır”¹⁵¹.

Finansal Yapı Riski, Endüstriyel Risk ve Yönetim Riski bu risk grubu içinde ele alınmaktadır.

2.2.2.4.1.3 Sistemik Risk

Kaufman’ın yapmış olduğu tanımlamada, “Sistemik risk bir sistemi oluşturan kurumlar ve piyasalar zincirinde birbirini takip eden kayıplar serisinde ortaya çıkan kümülatif kayıp ihtimali” olarak ifade edilmiştir¹⁵². Kaufman’a göre, “sistemik risk iç içe geçmiş dominoların düşmesi sonucu ortaya çıkan reaksiyon zinciri riskidir”¹⁵³. Kaufman sistemik risk ortamında risk altındaki aktörler arasında hızlı iletişim olduğu ve birbirlerini hızlı etkilediklerini savunmuştur.

Sistemik risk sistemin bütününde ortaya çıkan istikrarsızlık ihtimaline denmektedir. Böylesi bir istikrarsızlık ortamında piyasa aktörleri etkin karar verememekte ve sonucunda istikrarsızlığın beraberinde getirdiği kaos ortamında rasyonel olmayan davranışlar sergileyebilmektedir.

Kaufman ve Scott’a göre, “bankacılık kesiminde sistemik risk bu nedenle bir veya birkaç ülkede aynı anda veya dünyada banka iflaslarına neden olabilmektedir. Sistemik risk iç piyasalardan kaynaklanabileceği gibi son yaşanan küresel mali krizde görüldüğü gibi dışarıdan da kaynaklanabilmektedir”¹⁵⁴.

¹⁵¹ Başoğlu , Ceylan ve Parasız, 2009, s.208.

¹⁵² George Kaufman, “Comment on Systemic Risk” In **Research in Financial Services: Banking, Financial Markets, and Systemic Risk**, vol. 7, Greenwich, 1995, s. 47–52

¹⁵³ George G Kaufman, “Bank Contagion: A Review of the Theory and Evidence” Journal of Financial Services Research, April, 1994, ss. 123–50.

¹⁵⁴ Kaufman ve Scott, 2003, s. 371– 391.

ABD konut piyasasında başlayan mortgage krizi, mali piyasaları etkilemiş sonrasında da reel kesimi etkileyerek bütün dünyada domino etkisi yaratmıştır.

Frederik Mishkin'e göre, “ *sistemik risk aniden ortaya çıkan ve beklenmeyen bir olayın finansal piyasalardaki bilgileri ortadan kaldırması sonucunda üretken yatırım fırsatlarını sağlayan etkin kanalları etkilemesi*” olarak tanımlanmıştır¹⁵⁵. Kaufman ve Scott sistemik risk karşısında mevduat çıkışlarının sermaye yeterliliğini etkileyebileceği vurgularken, sistemik riskin etkin garantörlerin olmadığı piyasa koşullarında bankaların gerekli önlemleri almalarını zorlayacağını ifade etmektedir.

*Sistemik risk ortamında etkin garantörlerin mevcut olmadığı piyasa koşullarında, piyasa aktörleri daha fazla ortaya çıkabilecek riske karşı önlem alma ihtiyacı hissedeceklerdir. Bankalar için bu adım riskli yatırımlar üzerinde daha çok faiz talebi şeklinde ortaya çıkacaktır. Olası mevduat çıkışları karşısında sermaye yeterliliğini sağlamaya çalışmaları gerekecektir. Bu diğer bankalarla aynı anda gerçekleşmektedir. Bu nedenle sistemik riskin finansal piyasalar üzerinde tetikleyici etki unsuru devreye girmektedir*¹⁵⁶.

Sistemik riske karşı önlem alma noktasında Kaufman “*özel sektörü teşvik edici kamu teşvik paketlerinin sistemik riskin etkilerini sınırlayacağını ve piyasanın yeniden dengeye oturtmaya başlayacağını*” ifade etmektedir¹⁵⁷.

2.2.2.5 Riskin Getiri, Belirsizlik ve Volatilite ile İlişkisi

Riski yönetebilmek ve analiz edebilmek için bilgiye ve kantitatif yöntemlere ihtiyaç duyulmaktadır. Belirsizlik ortamında hangi düzeyde risk alınacağı ve getiri elde edileceği bilinemez. Bu nedenle belirsizlik, risk ve getiri iyi tanımlanmalıdır. Risk durumunda bütün bilgilere ulaşılmış ama olguların gerçekleşme ihtimali elde edilmeye

¹⁵⁵ Frederic Mishkin, “ Comment on Systemic Risk” , **Research in Financial Services: Banking, Financial Markets, and Systemic Risk**, V. 7, edited by George Kaufman, Greenwich, 1995, s.31–45.

¹⁵⁶ Kaufman ve Scott, 2003, s. 371– 391.

¹⁵⁷ George G. Kaufman, “ Bank Failures, Systemic Risk, and Bank Regulation”, **Cato Journal**, Spring– Summer, 1996, s. 17–45; John Cresson, “Systematic Risk Measures of Homogenous Investments: Evidence from S&P 500 Index Mutual Funds Employing Daily Returns”, **Journal of Business & Economic Studies**, Vol. 15, No. 1, Spring 2009; Luc Laeven and Fabian Valencia, Systemic Banking Crises: A New Database, **IMF Working Paper**, WP/08/224, 2008.; Philipp Hartmann, Stefan and Casper de Vries “Banking System Stability: A Ccross-atlantic Perspective”, Risk Measurement and Sistemik Risk, **the Fourth Joint Central Bank Research Conference**, 2-9 November 2005.

çalışılmaktadır. Geçmiş tecrübe ve kantitatif analizler mevcut bilgileri yorumlayarak riski ölçme, analiz etme ve derecelendirme imkanı tanıyabilmektedir.

Belirsizlik ve risk arasındaki ilişki Bolgün ve Akçay tarafından şu şekilde ifade edilmektedir¹⁵⁸:

Risk analizi ortaya çıkan belirsizliği sınırlama imkanı tanımaktadır. Risk analizinin bir takım kantitatif ve kalitatif tekniklerle gerçekleştirildiği düşünülürse, belirsizliğin analiz edilmesinden önce değişkenliğin-volatilite- ölçülmesi gerekmektedir. Belirsizlik ise, finansal piyasalarda söz konusu olan değişkenlerin volatiliteleri cinsinden ölçülmektedir. Faiz oranları, kurlar, enflasyon oranı, borsa endeksleri, işlem hacimleri, ücretleri, üretim maliyeti gibi çeşitli değişkenlerin volatiliteleri, esasında ilgili parametrelerin beklenen değerlerinden ne kadar sapma gösterdiğinin bir ölçüsüdür.

Risk ve Getiri yatırım kararını ve portföyün belirlenmesini etkileyen önemli faktörlerdir. Portföy yönetiminde risk ve getiri arasında teorik bir ilişki ortaya konmaktadır. Bu teorik ilişki risk ve beklenti arasında doğrusal bir ilişkinin mevcut olduğu yönündedir. Finansal açıdan risk, belirli bir yatırım aracının gerçekleşen getirisinin beklenen getirisinden olan sapması (varyansı)dır¹⁵⁹. Ekonomide yaşanan hızlı değişimler özellikle volatilitenin artmasına neden olmaktadır. “Gelecekteki sürprizlere karşı iyi korunmak için volatilitenin iyi tahmin edilmesi çok önemlidir. Esasında yüksek volatilitenin özellikle riskten kaçınan bireysel ve kurumsal yatırımcıların finansal taleplerini olumsuz etkilediği de bilinen bir geçektir”¹⁶⁰.

2.2.2.6 Risk Ölçümü: Standart Sapma ve Varyans

Menkul kıymet yatırım yönetiminde temel risk ölçütü *varyans ve standart sapmadır*. Standart sapma ve varyans olası getirilerin beklenen getiriden ne kadar saptığını göstermektedir. Fiyat değişimlerinin istatistiksel yaygınlığı *varyans* ile ölçülmektedir. Varyansın karakökü olan *standart sapma* temel risk ölçütü olarak kullanılmaktadır.

¹⁵⁸ Bolgün ve Akçay, 2003, s. 325

¹⁵⁹ Bolgün ve Akçay, s. 325

¹⁶⁰ Bolgün ve Akçay, 2003, s. 325

$$\sigma^2 = \sum_{i=1}^n \frac{(y_i - \bar{y})^2}{n}$$

Finansal enstrümanların fiyatlarındaki değişimin volatilitesi ölçülmelidir. Bolgün ve Akçay'a göre, “ *Risk belirsizliğin ölçümüdür. Eğer belirsizlik yoksa risk de yoktur. Gelecek belirsizdir. Risk gelecekte ortaya çıkabilecek olayların dağılımının yaygınlığının ölçüsüdür*”¹⁶¹.

2.2.2.7 Risk Ölçümünde RMD Yaklaşımı

2.2.7.1 RMD Tanımı

RMD risk yönetiminde finansal enstrümanlardan oluşan belirli bir portföy üzerinde kaybetme riskini ölçmek için yaygın olarak kullanılan istatistiksel bir tekniktir¹⁶². Riskteki değer, temel olarak belli bir zaman içerisinde, belli bir güven aralığında ortaya çıkabilecek en yüksek zararı ifade etmektedir.

Bolgün ve Akçay “*Riske Maruz Değer'in (RMD, Value at Risk VaR) piyasa riskinin tespitinde son yıllarda gittikçe daha yaygın olarak kullanılmaya başlayan ve istatistiki temeli olan bir yöntem*” olduğunu ifade etmektedir¹⁶³.

Dowd'a göre, “*VaR, belirli bir güven düzeyinde, belirli bir dönemde beklenen maksimum kayıptır*”¹⁶⁴. Jorion “*Riske Maruz Deger'in (RMD), normal piyasa koşulları altında, spesifik bir zaman aralığında ve güven düzeyinde ortaya çıkması beklenen maksimum kayıp tutarını gösteren finansal bir araç*” olduğunu ifade etmektedir¹⁶⁵.

Özellikle son dönemde yaşanan küresel mali kriz sonrasında Türkiye’de bankacılık kesiminin sermaye yeterliliği açısından ayakta kalması, Kasım 2000 krizi ve 2001’deki Türkiye Bankacılık Krizinden dersler çıkarıldığını göstermektedir. Özellikle kurumsal yönetim alanındaki yenilikler ile iç denetim ve risk yönetim sistemlerinin

¹⁶¹ Bolgün ve Akçay, 2003, s. 185

¹⁶² Bkz. Philippe Jorion, **Value at Risk: The New Benchmark for Managing Financial Risk**, 3rd edition. McGraw-Hill, 2006.

¹⁶³ Bolgün ve Akçay, 2003, s.283

¹⁶⁴ Kevin Dowd, **Beyond Value at Risk- The New Science of Risk Management**, John Wiley, UK, 1997, s.39

¹⁶⁵ Philippe Jorion, **Value at Risk**, 2nd edition, McGraw Hill, 2001, s.36

etkin uygulanmaya başlaması küresel mali krizde ayakta kalmasına yardımcı olmuştur. 2000 ve 2001’de yaşanan krizler bankaların dışında da reel kesimi doğrudan etkilediği için risk yönetim tekniklerine olan ihtiyaç daha da belirgin hale gelmiştir.

Bolgün ve Çokaklı’ya göre risk yönetimi konsepti içerisinde son derece önemli yeri olan RMD modelleri, “*Finansal risklerin ve belirsizliklerin ölçülmesinde kullanılan finansal piyasalarda faaliyet gösteren tüm kurum ve kişiler için üstlenilen riskin boyutunu anlamada bir ölçüm birimi olarak görülmektedir*”¹⁶⁶. RMD modelleri olarak Parametrik, Tarihsel Simülasyon ve Monte Carlo Simülasyonları denetim gözetim otoritelerince de kabul görmüş ve yaygın olarak kullanılan piyasa riski ölçüm modelleri olarak bilinmektedir.

Bolgun ve Çokaklı’nın belirttiği gibi, Bank for International Settlement, çalışmalarında ve önerilerinde piyasa risklerinin ölçümlerinde içsel RMD modelleri kullanılmasının gerçek risk boyutunu belirlemede en etkili yöntem olduğu vurgulanmaktadır¹⁶⁷. Kayahan ve Topal’a göre bu yöntem, “*belli bir güven aralığındaki ve belli bir zaman süresindeki finansal riskleri tutar olarak gösterebilmektedir. Ancak Bunun yanında RMD yöntemi; politik risk, likidite riski, personel riski, regülasyon riski ya da operasyonel riskleri ölçmez. Sadece, finansal pozisyon riskini belli olasılıklar çerçevesinde nicel olarak gösterebilir*”¹⁶⁸. Kayahan ve Topal’ın ifade ettiği gibi¹⁶⁹:

RMD’de belirli bir zaman aralığındaki kazanç veya kayıpların dağılımı için α güven düzeyi seçilmişse, RMD bu dağılımın ucundaki $1 - \alpha$ ’ya denk gelmektedir. Dağılım eğrisinin kuyruk bölümünü gösteren $1 - \alpha$, firmaların çok düşük olasılıklı (% 1 veya % 5 gibi) fakat etkisi çok büyük olayları ifade eder. Bu olayın gerçekleşmesi durumunda firmanın zararı çok büyük olacak ve firmayı iflasa kadar götürebilecektir. Dolayısıyla firma RMD hesaplama sonucunda, örneğin; % 95 ihtimalle günlük olarak 30 milyon \$ RMD rakamına ulaşmış ise, firmanın bir sonraki gün, sadece % 5 ihtimalle 30 milyon \$’dan daha fazla bir zararla karşılaşabileceği anlamına gelmektedir.

¹⁶⁶ Evren Bolgün ve Serhan Çokaklı “Vadeli Türev Pozisyonlarında Riske Maruz Değer (RMD) Modeli ile Risk Limitlemesi”, **Vobjektif**, Sayı:9, İstanbul, Nisan 2007, s.1.

¹⁶⁷ Bolgun ve Cokaklı, s.1

¹⁶⁸ Cantürk Kayahan ve Yusuf Topal, “**Tarihsel Riske Maruz Değer (RMD) Finansal Riskleri Açıklamaya yeterli midir?**” Süleyman Demirel Üniversitesi, iktisadi ve idari Bilimler Fakültesi Dergisi, C.14, S.1,2009, s.179-198.

¹⁶⁹ Kayahan ve Topal, 2009,s.186.

2.2.7.2 RMD Hesaplamasında Kullanılan Parametreler

Elde tutma süresi, güven aralığı ve örnekleme periyodu RMD hesaplamasında kullanılan temel parametrelerdir.

Bolgün ve Akçay'a göre, "*Portföy veya varlığın 'belli bir zaman dilimi' içerisindeki fiyat değişimlerinin ölçülmesi esasına dayanmaktadır. Elde tutma süresi ile piyasa riski arasında doğru orantı mevcuttur. Süre uzadıkça beklenen fiyat değişikliği o kadar yüksek olacaktır*"¹⁷⁰. Elde tutma süresi, ilgili finansal varlığın likiditesine göre değişebilmektedir. Kayahan ve Topal, BIS'in, 10 günlük elde tutma süresinin alınmasını önerdiğini ve BDDK'nın Kasım 2006, 26335 sayılı resmi gazetede yayımladığı tebliğe göre; bankaların %99 güven aralığında ve en az 10 is günü üzerinden elde tutma süresini almalarının öngörüldüğünü ifade etmektedir¹⁷¹.

Bolgün ve Akçay'a göre güven aralığı, VaR hesabında kullanılan en önemli parametrelerden birisidir. Basel Komitesi, %99 güven düzeyinde ve tek taraflı güven aralığının kullanılmasını istemektedir. Güven aralığı ne kadar yüksek olursa ortaya çıkan VaR rakamları da o kadar yüksek olmalıdır. JP Morgan Risk-Metrics hesaplamalarında % 95 güven düzeyini kullanmaktadır¹⁷².

RMD hesaplanma sürecinde kullanılan örnekleme periyodu, belirli bir zaman zarfındaki fiyat değişimlerinin gözlemlendiği ve bu doğrultuda volatilité ve korelasyonun hesaplanabileceği gözlem periyodunu ifade etmektedir. "*Basel komitesi tarafından bir yıllık gözlem döneminin seçilmesi tavsiye edilmektedir. Gözlem dönemi ne kadar kısa seçilir ise, risk ölçüm sonuçları fiyatlardaki değişime karşı o kadar hassas olacaktır*"¹⁷³.

2.2.7.3 RMD Hesaplama Yöntemleri

Kayahan ve Topal'a göre "*RMD hesaplama yöntemleri birbirinden farklı olarak temelde iki türdür. Birincisi, parametrik yöntemler olarak ifade edilen, belli bir*

¹⁷⁰ Bolgün ve Akçay, 2003, 2003, s. 392

¹⁷¹ Kayahan ve Topal, 2009, s.188

¹⁷² Bolgün ve Akçay, s. 393

¹⁷³ Bolgün ve Akçay, s. 393; Kayahan ve Topal, s.188

olasılık dahilinde belirlenmiş olan parametreler çerçevesinde hesaplamaların yapıldığı yöntemdir. İkincisi ise, simülasyon yöntemleridir. Bunlar kendi içerisinde Tarihsel Simülasyon ve Monte Carlo Simülasyon yöntemi olarak ikiye ayrılır”¹⁷⁴.

2.2.7.3.1 Parametrik RMD Yaklaşımı

Bozkuş’a göre Parametrik metodun özünde belirli bir dağılım varsayımı bulunurken, finansal kurumlar genellikle *Varyans-Kovaryans* metodunu uygulamayı tercih etmektedir ve hesaplamalarında getirilerin normal dağılacığını varsaymaktadır¹⁷⁵. “Bu yöntemde geçmiş datalardan elde edilen fiyat ve oranların volatilité ve korelasyonları kullanılarak gelecekteki risk faktörlerinin davranışları hesaplanmaktadır. Bu tahmini volatilité ve korelasyonlar, bir pozisyonun değerindeki beklenen değişimleri hesaplamak için kullanılır”¹⁷⁶. Varyans-Kovaryans modeli ile RMD model ölçümü aşağıda belirtildiği şekilde gerçekleşmektedir¹⁷⁷:

$$\sigma^2_p = \vec{W}x\vec{V}x\vec{W}^t$$

$$RMD_p = MTMxZ_{CL}x\sigma_p x\sqrt{HP}$$

MTM : Pozisyonun piyasa (mark to market) değeri

W : Portföyün ağırlık matrisi

V : Portföyün kovaryans matrisi

\vec{W}^T : Portföyün ağırlık matrisinin transpozesi

Z_{CL} Standart normal dağılıma göre güven düzey ortalamasının standart sapma cinsinden uzaklığı

HP : Elde Tutma Süresi (Holding Period)

¹⁷⁴ Kayahan ve Topal, 2009, s.189.

¹⁷⁵ Sezer Bozkuş, “ Risk Ölçümünde Alternatif Yaklaşımlar: Riske Maruz Değer (VaR) ve Beklenen Kayıp(ES)Uygulamaları”, **D.E.Ü.İİ.B.F. Dergisi**, C: 20 S:2, Yıl: 2005, ss:27-45

¹⁷⁶ Bolgün ve Akçay, 2003, s.396

¹⁷⁷ Bolgün ve Çokaklı, 2007, s.1

2.2.7.3.2 Tarihsel Smilasyon Yöntemi

Tarihi simülasyon yöntemi, geçmiş 252 günlük tarihi varlık getirilerinin zaman serilerine, mevcut portföy ağırlıklarının uygulanmasını içermektedir. Buna göre¹⁷⁸;

$$R_{p,k} = \sum_{i=1}^N W_{i,t} R_{i,t}$$

$k \in (1,2,\dots,t)$

w; portföy içindeki risk faktörlerinin bugünkü ağırlığı

R; Getiri Değişmeleri

*“Tarihsel RMD Yöntemi (Historical Simulation), Monte Carlo Simülasyon yönteminin basitleştirilmiş bir şeklidir ve geçmiş tarihi verilerin mevcut portföy değeri üzerindeki etkisini belirleyerek, kâr ve zarar dağılımını gösterir”*¹⁷⁹.

2.2.7.3.3 Monte Carlo Smilasyon Yöntemi

Monte Carlo simülasyon (MCS) yöntemi tarihsel simülasyon yöntemi ile benzerlik göstermektedir. TS ve MCS arasındaki temel fark ise piyasa senaryolarının oluşturulmasından kaynaklanmaktadır.

*“Monte Carlo Simülasyon yöntemi rastlantısal senaryolar meydana getirirken, TS yöntemi geçmişte gerçekleşen piyasa hareketlerini senaryo olarak kabul eder. MCS yönteminde, portföydeki varlıkların olası değişimlerini yeterli düzeyde temsil edebileceği düşünülen bir istatistiksel dağılım seçilir ve bu dağılım için rassal sayılar üretilir”*¹⁸⁰.

¹⁷⁸ Bolgün ve Akçay, 2003, s. 406

¹⁷⁹ Kayahan ve Topal, 2009, s.189

¹⁸⁰ Özden, 2007, s.283

3. KÜRESEL EKONOMİK KRİZ VE FİNANSAL STRES ENDEKSİ(FSE)

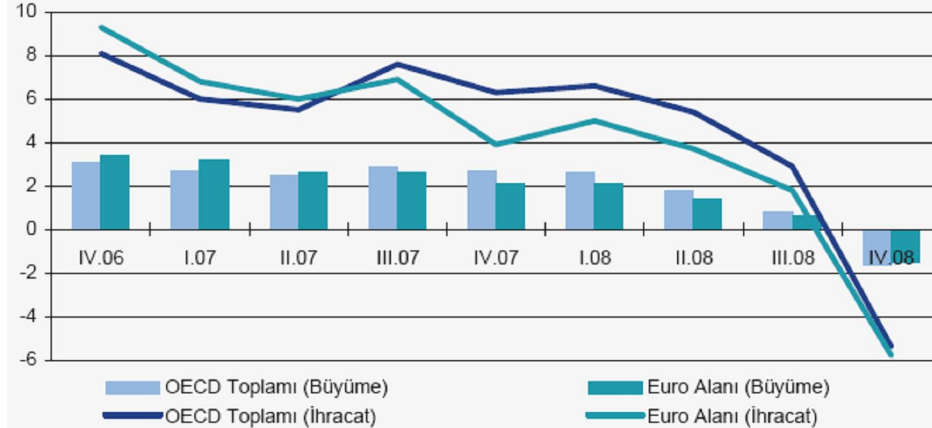
3.1 KÜRESEL EKONOMİK KRİZ

Mortgage kredilerinde 2005 yılının ortalarında belirtilerini göstermeye başlayan kriz, dünya ekonomisinin 2008 yılında dramatik bir şekilde yavaşlamasına neden olmuştur. Amerika'da başlayan ve bütün dünya piyasalarını olumsuz etkileyen mortgage krizi uluslararası sermaye hareketlerini etkilemiş ve Türkiye'ye olan yabancı para girişlerinin azalmasına ve portföy yatırımlarının değer kaybetmesine neden olmuştur.

Mali piyasalarda likidite sıkıntısının yaşanması ve büyük ölçekli bankaların sermaye kaybının ortaya çıkması, kredi kuruluşlarının ve büyük otomotiv devlerini iflasın eşiğine getirmiştir. Piyasalardan artan belirsizlik ve risklere paralel, reel kesime yansıyan kriz dünya ticaret hacminin daralmasına neden olmuştur. Gelişmiş ülke ekonomilerinde durgunluk yaşanmıştır. Ekonomik kriz sadece portföy yatırımlarını etkilemekle kalmamış, ülke ekonomileri üzerindeki olumsuz etkisi dünya ekonomisinin durgunluğa girmesine neden olmuştur.

TCMB Ekonomik İstikrar Raporuna göre ABD'de 2008 yılının Temmuz ayında IndyMac Bank FDIC tarafından devralınmış ve Fannie Mae ile Freddie Mac'in yükümlülüklerine Hazine garantisi getirilmiştir. ABD Hazinesi 200 milyar ABD doları fon sağladığı Fannie Mae ve Freddie Mac'in kontrolünü devralmıştır. Eylül ayında Lehman Brothers'ın iflas başvurusunun ardından ABD yatırım bankalarının faaliyetlerinin sona ermesi veya şekil değiştirmesi, bu bankaların büyük uluslar arası yükümlülükleri nedeniyle krizin diğer ülkelere yayılmasını hızlandırmıştır. Başta ABD, Japonya ve diğer bazı önemli gelişmiş ülke hükümeti tarafından 6 trilyon doları aşkın ekonomik destek paketleri açıklanmıştır. Ancak buna rağmen finansal kriz derinleşmeye devam etmiştir. Küresel mali kriz etkilerini reel kesim üzerinde de devam ettirmiştir. Grafik 3.1 dünya ticaret ve OECD Toplamı büyüme rakamındaki sert düşüşü göstermektedir. Başta otomotiv sektörü olmak üzere reel kesim krizi yoğun bir şekilde

hissetmeye başlamıştır. Milyonlarca kişi işini kaybederken, toplumsal problemler ortaya çıkmaya başlamıştır.



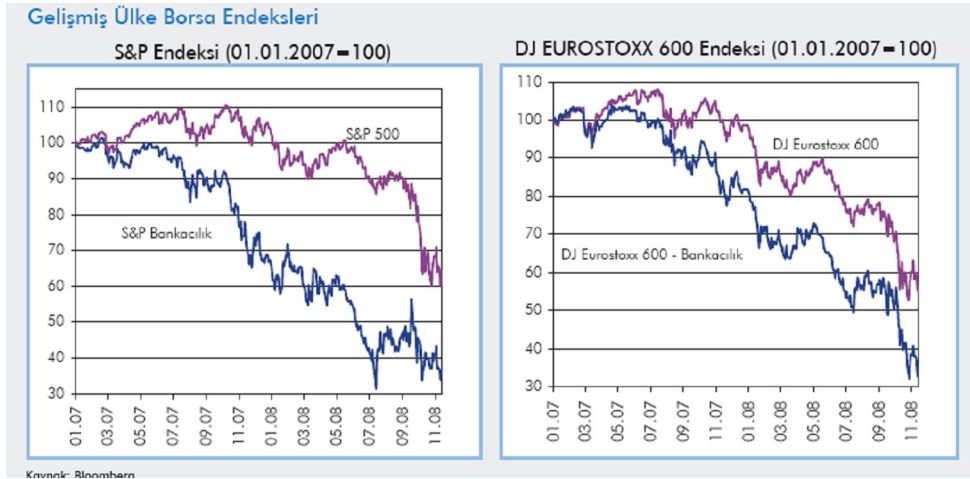
Grafik 3.1 : GSYH ve Ticaret Hacmi Büyüme Oranları

Kaynak: TCMB Finansal İstikrar Raporu- OECD

Türkiye Borsalarında yaşanan dalgalanma sonucu hisse senetleri değer kaybetmiş, Ocakta 1,15 TL'nin altına gerileyen ABD Doları, derinleşen kriz ile birlikte 1,80 TL'yi görmüştür. TCMB'nin almış olduğu etkin piyasa pozisyonu ve müdahaleleri nedeni ile 2009 ekim ayı itibari ile dolar 1,45-1.50 seviyesinde istikrar kazanmıştır. Krizin başlamasının ardından Dünya ekonomisindeki kaygılar nedeniyle altın fiyatları rekor üstüne rekor kırmıştır. Dünya ekonomilerinde artan işten çıkarmalar, istihdamda yaşanan azalış, sanayi üretiminde azalış, geri dönmeyen krediler, Takibe Düşen alacaklarda artış, kapasite kullanımında azalış, makine siparişlerinde azalış, hizmet endeksinde azalış, dış ticaret hacminde azalış, tüketici güven endeksinde gerileme, ve diğer önemli makro ve mikro ekonomik veriler dünya ekonomisinin içine girdiği durgunluğu işaret etmektedir. Kriz IMF'in de rolünü belirgin bir şekilde etkilemiştir. Özellikle İzlanda, Macaristan, Ukrayna gibi ülkeler Uluslararası Para Fonu'ndan (IMF) kredi desteği almıştır. Türkiye'nin IMF ile kredi görüşmeleri Kasım 2009 başı itibari ile devam etmektedir. Rusya, Brezilya, Çin, Hindistan gibi ülkeler büyüme hızlarında keskin düşüşler olmuş Rusya, Almanya ve Japonya gibi bir çok ülke ekonomisi durgunluğa girmiştir. IMF'in 2009 yılında yayınlamış olduğu rapora göre, Dünya ekonomisindeki daralmanın alınan önlemler ve yapısal düzenlemeler sonucu 2009'un son çeyreğinden itibaren yavaşlayacağını ve 2010 itibari ile durgunluktan kurtulacağı belirtilmiştir.

3.1.1 Krizin Tarihi¹⁸¹

Amerika'da 10 Trilyon \$ civarında olan mortgage kredilerinin yaklaşık %20'sini oluşturan subprim mortgage kredileri ve bunlar karşılık gösterilerek çıkarılan riskli finansal varlıklara yapılan yatırımlar aslında uzmanlar tarafından biliniyordu. Bu krediler karşılık gösterilerek ihraç edilen menkul kıymetlerin yaklaşık % 40'ı başta İngiltere, Fransa, Almanya, Hollanda, Belçika, İsviçre olmak üzere Avrupa ülkelerindeki bankaların portföyünde bulunuyordu. Hedge Fonlara konut piyasasında yaşanan krizle birlikte mortgage kredilerinin ödeme yapamaması fonların çökmesine neden olmuştur. Özellikle Avrupa'ya sıçrayan bu krizin etkileri 2007 in son çeyreğinde derinleşmeye başlamıştı. ABD'de başlayan mortgage krizi, önce gelişmiş ülkelerdeki finans piyasalarında dramatik kayıplara neden olmuştur.



Grafik 3.2: Gelişmiş Ülke Borsa Endeksleri

Kaynak: TCMB Finansal İstikrar Raporu 2008; Bloomberg

Bankacılık devlerinden Lehman Brothers başta olmak üzere dev bankalar iflas etti, Businessweek 2008'e göre en iyi yönetilen 50 şirketten biri olan Lehman 600 Milyar doları aşan borçla tarihteki en büyük iflas olarak kayıtlara geçti.

Lehman'ın iflasını açıkladığı gün İMKB 100 endeksi %10'lara varan kayıplar yaşadı ancak günü -%5,27 kayıp ile kapattı. Ertesi gün kayıplar devam etti ve %5'e varan kayıpla endeks günü kapattı. Grafik 3.2 Uluslararası Para ve Sermaye

¹⁸¹ Krizin tarihçesi bölümünde kullanılan bütün veriler tez çalışmasında günlük toplanmıştır. Ağırlıklı olarak, Haber ve Veri Takibi Programı IBS Real Trade 3.7 sürümü kullanılmıştır. Kullanılan diğer kaynaklar: Reuters, TCMB finansal istikrar ve enflasyon raporu. Son bölümde Modelde en son 2008 Aralık verileri kullanıldığı için Krizin tarihçesi 2008 Aralık ayına kadar olan verileri kapsamaktadır.

piyasalarındaki volatiliteye işaret etmektedir. Avrupalı ve Amerikalı bir çok sigorta şirket Lehman'ın iflasının ardından iflasını açıkladı. İflası tartışılan dünyanın en büyük sigorta şirketi American International Group'a (AIG) Amerikan hükümeti el koydu ve şirketi kurtardı. Lehman Brothers ve Bear Stearns'ın iflas etmesi, Merrill Lynch'in Bank of America'ya satılmasının ardından, Wall Street'te önemli yatırım bankaları olarak geriye Goldman Sachs ve Morgan Stanley kaldı. ABD'de yatırım bankacılığı tarihe karıştı.

3.1.1.1. Nisan 2008'de Piyasalarda Yaşanan Kritik Gelişmeler

Nisan ayı içinde Türkiye ve Dünya'da yaşanan en belirgin gelişme enerji ve gıda fiyatlarında spekülasyon fiyat artışlarının olmasıdır.

17 Nisan'da ABD yatırım bankası Merrill Lynch, 1. çeyrekte 2,14 milyar \$ ya da hisse başına 2,19 \$ zarar ettiğini açıklarken, küresel kredi krizinin büyümesi ve ABD ekonomisindeki belirsizliğin Avrupa'nın ekonomik büyümesini yavaşlatacağı IMF tarafından ifade bildirilmiştir.

3.1.1.2 Mayıs 2008'de Piyasalarda Yaşanan Kritik Gelişmeler

Mayıs ayının ilk haftası ABD'li mortgage finans şirketi Fannie Mae, konut piyasasında devam eden kriz nedeniyle 1. çeyrekte 2,2 milyar \$ zarar ettiğini açıklamıştır. Türkiye'de bu dönemde doğrudan uluslararası yatırım girişi mart ayında 2 milyar 433 milyon \$ ikin, 2008 yılının ilk üç ayında Türkiye'ye giren doğrudan yabancı sermaye 4 milyar 381 milyon \$ olarak gerçekleşmiştir.

3.1.1.3 Haziran 2008'de Piyasalarda Yaşanan Kritik Gelişmeler

Haziran ayı başında ABD'de mortgage kredisi başvuruları son 6 yılın en düşük seviyesine inmiştir. Haziran ayının ortasında AB'de ortak para kullanan 15 ülkenin dahil olduğu € bölgesinde ortalama enflasyon, mayıs ayında yüzde 3,7 ile 16 yıllık tarihinin en yüksek seviyesine çıkmıştır. EPDK, artan enerji fiyatlarına paralel, konutlarda kullanılan elektriğe yüzde 21, sanayide kullanılan elektriğe ise yüzde 22 oranında zam yapmıştır.

3.1.1.4 Temmuz 2008’de Piyasalarda Yaşanan Kritik Gelişmeler

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre yıllık enflasyon TÜFE’de yüzde 10,61, ÜFE’de yüzde 17,03 olarak gerçekleşirken, Türkiye’de Nisan 2008 dönemi itibarıyla işsizlik oranı yüzde 9,6 olarak hesaplanmıştır. Uluslararası piyasalarda ise ham petrol fiyatları 147,27 \$’la tüm zamanların rekorunu kırmıştır.

Temmuz ayı ortalarında Avrupa para piyasasında €, 1,6038 \$ düzeyinden işlem görerek, tüm zamanların en yüksek düzeyine ulaşırken, G-8 Zirvesi öncesi Dünya Bankası bir rapor yayımlayarak, yükselen gıda ve petrol fiyatları nedeniyle dünyanın tehlikeli bir döneme girildiğini duyurmuştur. Temmuz ayının sonuna gelindiğinde ABD’de kredi krizi nedeniyle 2 bankaya daha el konulurken First National Bank of Nevada ve First Heritage Bank of Newport Beach’in de eklenmesiyle 2008’de el konulan banka sayısı 7’ye çıkmıştır.

3.1.1.5 Ağustos 2008’de Piyasalarda Yaşanan Kritik Gelişmeler

6 Ağustos itibari ile Ham petrol fiyatları, son üç ayın en düşük düzeyine gerilerken ABD ham petrolünün varil fiyatı, son üç ayın en düşük düzeyi olan 118,10 \$ olarak gerçekleşmiştir.

2008 yılında Rusya ile Gürcistan arasında yaşanan siyasi gerilim çatışmaya dönüşmüş, 8 Ağustos tarihinde Rusya ve Gürcistan arasında patlak veren savaş nedeniyle, Rusya’ya yatırımı ve ticareti bulunan IMKB’de işlem gören şirketlerin hisselerinde dalgalanma yaşanmıştır. En çok etkilenen hisselerin başında ENKAI ve AEFES gelmektedir. Rusya-Gürcistan savaşı nedeniyle Bakü-Tiflis-Erzurum doğalgaz boru hattı akışı BP tarafından kesilmiştir. 12 Ağustos tarihinde ABD’nin en büyük üçüncü bankası olan JP Morgan, haziran sonundan bu yana yüksek riskli mortgage krizi kaynaklı zararının 1,5 milyar \$ olduğunu bildirirken mortgage krizi bankaların sermayelerini eritmeye başlamıştır.

3.1.1.6 Eylül 2008’de Piyasalarda Yaşanan Kritik Gelişmeler

Eylül ayının ilk haftasında açıklanan verilere göre ABD’de Temmuz ayında inşaat harcamaları düşmüş, yıllık bazda 357,8 milyar \$’a gerileyen inşaat harcamaları,

Mart 2001'den bu yana en düşük düzeyine gerilemiştir. Aynı tarihlerde açıklanan işsizlik oranı verilerine bakıldığında, ABD'de işsizlik oranının son 5 yılın en yüksek düzeyine ulaştığı görülmektedir.

ABD yönetimi, 2007'de patlak veren mortgage krizinden çok kötü etkilenen, 5 trilyon \$'ı aşkın kredi büyüklüğüne sahip dev mortgage şirketleri Fannie Mae ve Freddie Mac'in denetimine, daha büyük bir krizin çıkmaması amacıyla el konulduğunu duyurmuştur. 10 Eylül'de Wall Street'in simgesi olan ABD'nin dördüncü büyük yatırım bankası Lehman Brothers'ın şubat ayında 46 milyar \$ olan piyasa değeri, 6 milyar \$a inmesi dünya borsalarını düşüşe geçirmiştir. Lehman Brothers üçüncü çeyrekte 4 milyar \$ zarar açıklamıştır. İMKB 100 Bileşik Endeksinde de sert düşüşler başlamıştır.

15 Eylül küresel mali krizin simgesi olan Lehman Brothers'in iflasının açıklandığı tarihtir. ABD'nin dördüncü büyük yatırım bankası durumundaki Lehman Brothers, kredi krizi nedeniyle girdiği zor durumdan kurtulamayarak iflas başvurusunda bulunurken, ABD'nin iki numaralı bankası Bank of America, küresel kredi krizi nedeniyle yaklaşık 46 milyar \$ zarar eden dünyanın en büyük aracı kurumu Merrill Lynch'i 50 milyar \$'a satın almıştır. Dünyanın en büyük bankalarından 10'u 70 milyar \$'lık acil yardım fonu oluşturmaya karar vermiştir. Bank of America, Barclays, Citibank, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, JP Morgan, Merrill Lynch, Morgan Stanley ve UBS bankalarının her birinin 7 milyar \$ vermeyi kabul ettiği fon, dünya piyasalarında yaşanan paniği frenlemeyi önlemeyi amaçlamıştır.

ABD'de konut sektöründe baş gösteren kredi krizinin daha sonra küresel çapta bir mali krize dönüşmesi, bankaların 400 milyar \$'ı aşkın zarar etmesine yol açmıştır. Amerikan sermayeli dev sigorta şirketi AIG, Amerikan Merkez Bankası'ndan 40 milyar \$ destek isterken, ABD ham petrolünün varil fiyatı 3,18 \$ düşerek son altı ayın en düşük seviyesi olan 98 \$a, Londra Brent tipi ham petrolün varil fiyatı da 2,95 \$ gerileyerek 94,63 \$a inmiştir. Moskova borsası, ABD piyasalarından gelen olumsuz haberler yüzünden bir günde yüzde 16'dan fazla değer kaybetmiş ve Moskova borsasında işlemler durdurulmuştur.

Krize müdahale etmek için ortak hareket etme kararı alan merkez bankaları piyasalara toplam 230 milyar \$ enjekte etmiştir. FED, ABD'nin ünlü sigorta şirketi AIG'ye 85 milyar \$ aktarırken şirketin hisselerinin yüzde 80'ini denetim altına almıştır.

ABD Başkanı Bush, mali sistemi düzeltmek için gerekli 700 milyar \$'lık kurtarma paketini Kongreye gönderirken, 22 Eylül'de Amerikan Merkez Bankası, ABD'nin en büyük iki yatırım bankası Goldman Sachs ve Morgan Stanley'i kendi denetiminde çalışan bankacılık holding şirketlerine dönüştürmüş ve her iki banka da mevduat bankası konumuna gelmiştir. 24 Eylül'de AIG, 85 milyar \$'a yüzde 79,9'unu Hazine denetimine geçiren anlaşmayı imzalamıştır. ABD hükümeti, 25 Eylül'de 307 milyar \$ varlığa sahip ülkenin en büyük mevduat bankalarından Washington Mutual'a el koymuş ve ABD'nin en büyük tasarruf ve kredi bankası Washington Mutual'ın varlıkları ise JPMorgan tarafından 1,9 milyar \$'a satın alınmıştır. Amerikan Merkez Bankası 26 Eylül'de piyasalara 30 milyar \$ verirken, BOE 35, İngiltere Merkez Bankası 30, İsviçre Merkez Bankası 9 milyar \$ vereceğini açıklamıştır.

FED, öncülüğündeki dünya merkez bankaları piyasalara 620 milyar \$ vereceklerini açıklamış bunun 330 milyar \$'ı FED ve 290 milyar \$'ı ise Avrupa Merkez Bankası ve diğer 8 merkez bankasının vereceği bildirilmiştir. İngiltere, zordaki Bradford and Bingley bankasına el koyacağını resmen açıklarken, 91 milyar \$lık konut kredisi ve kredi hesabını devletleştireceğini bildirmiştir. Senato Ekim ayında 700 milyar \$'lık kurtarma paketini 25'e karşı 74 oyla kabul ederken paketi 150 milyar \$'lık artışla 850 milyar \$'a çıkaracaktır. ABD Temsilciler Meclisinde daha önce reddedilen 700 milyar \$ tutarındaki kurtarma paketi ikinci denemede 171'e karşı 263 oyla kabul edilmiştir.

3.1.1.7 Ekim 2008'de Piyasalarda Yaşanan Kritik Gelişmeler

Ekimin ilk haftasında ABD Başkanı Bush, zor durumdaki otomotiv sektörüne yardımcı olmak amacıyla 25 milyar \$'lık düşük faizli kredi desteğini içeren yasa paketini imzalamıştır. Uluslararası derecelendirme kurulu Standard & Poor's küresel kriz nedeniyle 52 ülkede, menkul kıymet borsalarında, sadece Eylül ayında 4,1 trilyon \$'lık değer kaybı yaşandığını açıklarken 9 aylık kaybın da 10,5 trilyon \$'ı bulunduğu

belirtilmiştir. İzlanda mevduata yüzde 100, Almanya özel tasarruflara yüzde 100 garanti getireceğini, İsveç ise halen 35 bin 500 \$ olan garantiyi 71 bin \$a yükselteceğini açıkladı. İrlanda, Avusturya tam garanti getirmiştir. FED, yıl sonuna kadar bankalara 900 milyar \$ kadar nakit vereceğini açıklarken, Almanya mortgage kredi bankası Hypo Real Estate'i 50 milyar €'ya kurtaracağını duyurarak piyasalara moral vermeye çalışmıştır. Avrupa otomotiv şirketleri AB'den 40 milyar € destek istemiştir.

8 Ekim'de Dünyanın en büyük merkez bankaları koordineli olarak faiz oranlarını indirirken FED, gösterge faiz oranını yüzde 0,5 indirerek yüzde 1,5'e, Avrupa Merkez Bankası yüzde 4,25'den yüzde 3,75'e, İngiltere Merkez Bankası yüzde 5'den yüzde 4,5'e, Çin Merkez Bankası yüzde 7,20'den yüzde 6,93'e çekmiştir. Türkiye'de Sanayi üretimi ağustos ayında geçen yılın aynı ayına göre yüzde 4 düşmüş. İngiltere hükümeti 8 büyük bankasını kurtarmak için 437,2 milyar \$'lık bir kurtarma paketi açıklamıştır. 9 Ekim tarihinde Dexia bankasının kredilerinin bir yıl süresince yüzde 60,5'ini Belçika, yüzde 36,5'ini Fransa, yüzde 3'ünü Lüksemburg'un karşılayacağı kararı alınmıştır. 10 Ekim'de Dünya piyasalarında yaşanan deprem nedeniyle İMKB bir günde 17 milyar \$ erimiş ve 3 yıl geriye gitmiştir.

ABD, küresel finans krizi nedeniyle bankacılık sisteminde yaşanan güven bunalımını aşmak için 250 milyar \$'lık yeni bir plan açıklarken 7 büyük bankaya hisse karşılığı kredi kullandırma kararı almıştır. 19 Ekim itibari ile dünyanın en önemli 56 borsanın Eylül ayı kaybı 6,5 trilyon \$'a ulaşmıştır. Kayıp 9 aylık dönemde 12 trilyon \$'ı bulmuş ve İMKB'nin piyasa değeri de 200 milyar \$'dan 115 milyar \$'a inmiştir.

23 Ekim'de Çin, ASEAN'a üye 10 ülke ile Çin, Japonya ve Güney Kore'den oluşan mekanizma çerçevesinde ortak döviz rezervi oluşturulmasına destek vermiştir. Standard and Poors, Türkiye'nin görünümünü durağana çevirmiştir. Hedge fonların gelişmekte olan piyasalardan çıkışı ve gelişmiş ülkelere yönelik resesyon kaygıları nedeniyle \$ gün içinde 1,74 TL'nin üzerine çıkarken, € 2,1980 TL ile tarihinin en yüksek seviyesini görmüştür. Merkez Bankası, günlük 50 milyon \$'lık döviz satış ihalelerine yeniden başlamıştır. 25 Ekim tarihi itibari ile dünya borsalarında kayıp 24 günde 10 trilyon \$'a ulaşmıştır.

28 Ekim'de General Motors (GM) ve Chrysler şirketinin sahibi yatırım şirketi Cerberus, GM ve Chrysler'ın birleşmesi için hükümetten 10 milyar € yardım isterken, İngiltere Merkez Bankası'nın yılda iki kez yayımlanan "Finansal İstikrar" raporuna göre, devam eden kredi krizi nedeniyle dünyadaki finans kuruluşlarının zararı 2,8 trilyon \$'a ulaşmıştır. Bütün bu kayıplara rağmen, dünyanın en büyük petrol şirketi olan Exxon Mobil Corp, 3. çeyrekte 14,8 milyar \$ kar ettiğini açıklamıştır. 3

3.1.1.8 Kasım 2008'de Piyasalarda Yaşanan Kritik Gelişmeler

Kasım ayı başında İhracat rakamları 32 ay sonra ilk kez gerilemiştir. TİM verilerine göre, Ekim ayı ihracatı, geçen yılın aynı dönemine oranla 1,87 düşüşle 9 milyar 530 milyon \$ olarak gerçekleşmiştir. Türk finans sektörü, yılın ilk yarısında, yüzde 12,1 büyüyerek 861,8 milyar TL'ye ulaşmış, Haziran itibariyle sektörün karı 8,3 milyar TL, aktiflerdeki reel büyüme yüzde 6,5 olmuştur.

ABD sandığa gidip yeni başkan olarak Barack Obama'yı belirlerken, uluslararası borsalar da yükselişe geçmiştir. İMKB yüzde 4,84 yükselirken Avrupa ve Asya Borsalarında artışlar yaşanmıştır. 15 Kasım 2008'de G-20 ülkeleri de finansal krize çözüm bularak reel sektörün resesyon'a (durgunluk) girmemesi için Washington'da toplanmışlardır. G-20 ülkeleri dünya üretiminin %79'unu ve dış ticaretin %80'ini yapmaktadırlar. 60 Trilyon dolarlık dünya üretim ekonomisinin 54 Trilyon dolarını, 18 Trilyon dolarlık dünya dış ticaretinin de 15 Trilyon dolarını karşılamaktadırlar¹⁸².

17 Kasım'da Japonya ekonomisi Temmuz-Eylül döneminde yüzde 0,1 daralarak 2001 yılından bu yana ilk kez teknik durgunluğa girerken, Japonya ekonomisinin durgunluğa girmesinin, küresel ekonomik yavaşlamanın petrol talebini düşüreceği kaygılarını artırması nedeniyle petrol fiyatı 56 \$ın altına inmiştir. 20 Kasım'da İMKB Ulusal 100 endeksi, 21.228,27 ile yılın en düşük düzeyine inmiştir. 24 Kasım'da ABD hükümeti, Citigroup'u kurtarma planını açıklarken, Citigroup, ABD Hazinesi, Fed ve Federal Mevduat Sigorta Fonu (FDIC) ile yaptığı anlaşma sonucu 40 milyar \$ değerinde sermaye desteği almıştır.

¹⁸² Sudi Apak, "Küresel Finansal Kriz, G-20 Konferansı ve Türkiye", **Stratejik Araştırmalar Dergisi**, BÜSAM, 1 (02), 2008, s.2

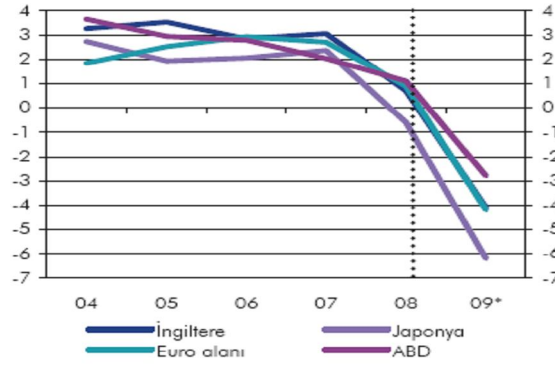
3.1.1.9 Aralık 2008’de Piyasalarda Yaşanan Kritik Gelişmeler

Küresel finans krizi nedeniyle 35 ülke ve AB'nin açıkladığı önlem paketlerinin büyüklüğünün 6,2 trilyon \$'ı bulduğu belirtilmiştir. Türkiye’de hisse senedindeki yüzde 10'luk stopajı yerli yatırımcı için de sıfırlayan düzenlemeye ilişkin tebliğ, Resmi Gazete’de yayımlanmıştır. Japon ekonomisi derin durgunluğa girmiştir. Eylül başından Aralık ortalarına kadar dünya genelinde finans dışı sektörlerde işten çıkarılanların sayısı yaklaşık 260 bini geçmiştir. 11 Aralık’ta New York Savcılığı ve Amerikan Federal Soruşturma Bürosu (FBI), Nasdaq eski patronu, Wall Street’in yatırım danışmanı olan Bernard Madoff’un 50 milyar \$’ı bulan yolsuzluk nedeniyle tutuklandığını açıklamıştır. TÜİK, eylül ayı işsizlik oranını yüzde 10,3 olarak açıklamıştır. 16 Aralık’da FED yüzde 1 olan gösterge faiz oranını yüzde 0,25’e indirirken, dünyada faiz indirimleri kademeli olarak devam etmiştir.

3.1.2 Krizin Türkiye ve Piyasalar Üzerindeki Etkisi

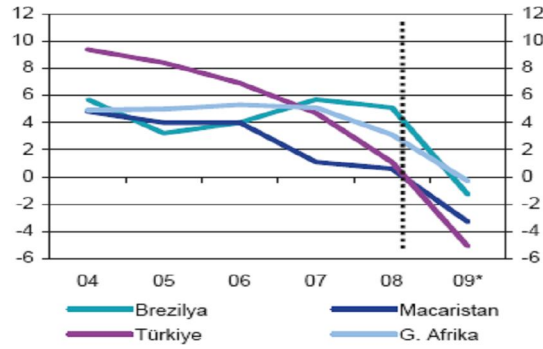
Merkez Bankası 2008 Aralık Ekonomik İstikrar Raporu’na göre Amerika’da başlayan ve takiben Avrupa ve Asya’ya sıçrayan ekonomik krizi kredi kuruluşları arasında güven sorunu ve bunun yol açtığı likidite sıkıntısına dönüşerek reel kesimi etkileyen bir kriz haline dönüşmüştür¹⁸³. Kredi mekanizmasını saran bu güven sorunu, sermaye piyasalarında derin kayıplara neden olurken; küçük ve büyük ölçekli yatırımcılar, başta ABD tahvilleri olmak üzere devlet borçlanma senetlerine yönelmiş ve ABD dolarının hızla değer kazanmasına yol açmıştır. Firmaların tek tek kar beklentilerini düşürmeleri ve hatta zarar açıklamaları sermaye piyasalarında hisse senetlerinin yeniden fiyatlanmasına ve firmaların değer kaybetmesine neden olmuştur. Hükümetler likidite ve güven sorununu aşacak ekonomik paketler açıklayarak piyasaları ve kredi mekanizmasını rahatlatmaya çalışmıştır. Finansal İstikrar Raporu (2008 Aralık)’na göre, Gelişmiş ülke piyasalarında yaşanan bu gelişmelere paralel olarak, uluslararası sermaye akımlarının yön değiştirmesi ve küresel ekonominin yavaşlamaya başlamasıyla birlikte, 2008 yılının ikinci yarısından itibaren gelişmekte olan ülkeler de (grafik 3.3 ve 3.4) belirgin olarak krizin etki alanına girmişlerdir.

¹⁸³ TCMB Finansal İstikrar Raporu 2008 Aralık



Grafik 3.3 Gelişmiş Ülkeler Büyüme Oranları
Kaynak: TCMB Finansal İstikrar Raporu Mayıs 2009

Türkiye'nin de dahil olduğu gelişmekte olan ülkeler, yatırımcıların risk iştahındaki azalma sonucu sermaye çıkışına maruz kalmış ve bu nedenle para birimlerinde ve yatırım araçlarında önemli değer kayıpları yaşanmıştır. Küresel krizin yol açtığı kredi daralmasının ülkelerin büyüme oranları üzerindeki etkileri giderek daha belirgin hale gelmektedir.



Grafik 3.4 Gelişmekte olan Ülkeler ve Türkiye Büyüme Oranları
Kaynak: TCMB Finansal İstikrar Raporu Mayıs 2009

Gelişmiş ülkeler başta olmak üzere birçok ekonomide büyüme beklentileri azalmakta ya da daralma beklentisine dönüşmektedir. Diğer taraftan, küresel ekonomide beklenen bu yavaşlama ve emtia fiyatlarındaki düşüş eğilimi, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin enflasyon oranlarına olumlu olarak yansımaya başlamıştır. Önümüzdeki aylarda küresel enflasyondaki düşüşün hızlanarak süreceği öngörülmektedir.

Küresel kriz nedeniyle özel kesimin dış finansman sağlaması zor hale gelirken raporda sermaye çıkışlarının ivme kazandığı görülmektedir. Raporda ayrıca,

önümüzdeki dönemde ülkemiz cari açığının finansmanında güçlük yaratabilecek unsurlar olarak değerlendirilse de, enerji fiyatlarındaki düşüş, iç talepteki yavaşlama ile TL’de gözlenen değer kaybı cari açığın hızlı bir şekilde daralmasına ve dolayısıyla dış finansman ihtiyacının azalmasına neden olacağı öngörülmektedir¹⁸⁴. Merkez Bankası Rakamlarına göre Net doğrudan yabancı yatırımlar Ocak-Ağustos döneminde geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 26,3 azalarak 20 milyar 100 milyon dolardan 14 milyar 800 milyon dolara gerilemiştir. Hazine Müsteşarlığı, Ağustos verilerini içeren Uluslararası Doğrudan Yatırım Verileri Bülteni Ekim 2008’e göre sekiz aylık dönemde, geçen yılın aynı dönemine göre, sermaye girişi yüzde 30.7 azalarak 13 milyar 292 milyon dolardan 9 milyar 205 milyon dolara indi. Negatif düzeylerde olan çıkış yüzde 86 azalarak negatif 57 milyon dolardan negatif 8 milyon dolara indi. Böylece net sermaye girişi yüzde 30.5 azalarak 13 milyar 235 milyon dolardan 9 milyar 197 milyon dolara inmiştir.

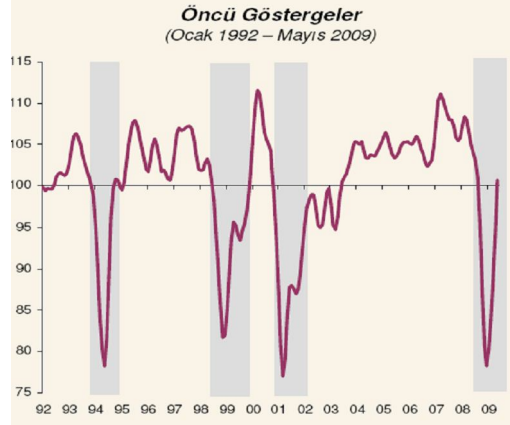
Sermaye Girişinde %33’lük düşüş kayıtlara geçerken, uluslararası sermayeli firmaların yabancı ortaklarından aldıkları krediler yüzde 92.7 düşüşle 586 milyon dolardan 43 milyon dolara gerilemiştir. Böylece uluslararası doğrudan sermaye yüzde 33.1 azalarak 13 milyar 821 milyon dolardan 9 milyar 240 milyon dolara düşmüştür. Yabancıların gayrimenkul alımları ise yüzde 10.6 artışla 1 milyar 803 milyon dolardan 1 milyar 995 milyon dolara yükseldi. Bu gelişmeler sonucunda net uluslar arası doğrudan yatırımlar yüzde 28.1 azalarak 15 milyar 624 milyon dolardan 11 milyar 235 milyon dolara inmiştir. Uluslararası doğrudan yatırım girişlerinde ilk sırayı 6 milyar 655 milyon dolar ile AB ülkeleri aldı. Asya’dan girişler de 1 milyar 929 milyon dolar düzeyinde gerçekleşmiştir.

3.2 FİNANSAL STRES ENDEKSİ (FSE)

Gelişmiş ekonomilerde 2007’de etkileri belirginleşmeye başlayan mortgage krizi ile birlikte 2008 son çeyreğinde dev kredi ve finans kuruluşlarının birer birer batması küresel piyasalarda domino etkisi yaratırken kredi mekanizmasının işleyişini neredeyse durma noktasına getirmiştir. Ancak alınan tedbir ve kurtarma paketleri, merkez

¹⁸⁴ TCMB Finansal İstikrar Raporu 2008 Aralık

bankalarının koordineli bir şekilde açık piyasa işlemleri ile piyasalara müdahale etmesi, reel kesime sıçrayan bu krizin etkilerini şimdilik sınırlamış ve 2009'un ikinci yarısı itibari ile genel makro ekonomik verilerde olumlu işaretler alınmaya başlanmıştır.

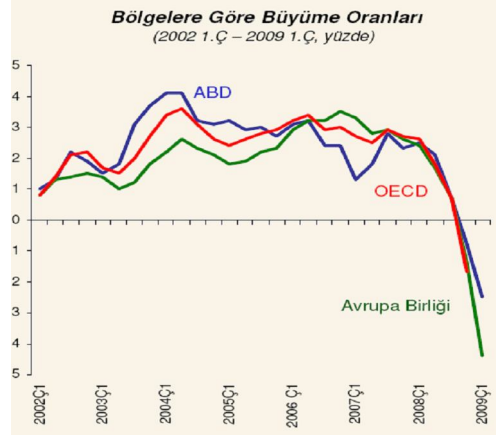


Grafik 3.5 : 1992-2009 Öncü Göstergeler

Kaynak: TCMB

Türkiye’de 2001 krizinden sonra alınan tedbir ve yapısal reformlar, meyvelerini bu krizde vermiş, ulusal bankacılık sistemi bu sınavdan kısa sürede başarı ile çıkmıştır. Öncü gösterge grafiğine bakıldığında her krizden önce, açıklanan makro ekonomik verilerde sert düşüşlerin olduğu ve sonrasında toparlanmanın yaşandığı görülmektedir. Ancak 2008 Krizinin ardındaki bu toparlanmanın temelinde dünyada hükümet ve merkez bankalarının senkronize hareket etmesi yatmaktadır. Küresel Ekonomik Kriz sonrasında alınan tedbirlere paralel küresel ekonominin daha etkin ve koordineli yönetilmesi gereği ortaya çıkmıştır. Özellikle ülke ekonomilerinin makro ekonomik dengesizlikler karşısında ortak hareket etme gereğinin ne kadar önemli olduğunun ortaya çıkması beraberinde ortak döviz rezervi, ekonomik entegrasyon ve ortak pazar yaratma çalışmalarının gereğini de getirmiştir.

Özellikle, 23 Ekim’de Çin’in, ASEAN'a üye 10 ülke ile Çin, Japonya ve Güney Kore'den oluşan mekanizma çerçevesinde ortak döviz rezervi oluşturulmasına destek vermesi bu gerçeğin sadece bir göstergesidir. Küresel Ekonomik Kriz ile birlikte gelişmiş ülkelerin kısmi resesyona girdiği görülmüştür. Bölgelere göre büyüme oranlarına bakıldığında 2002’den beri en sert düşüşün 2008’in son çeyreğinde (Grafik 3.6) özellikle ABD ve AB ülkelerinden kaynaklandığı görülmektedir.



Grafik 3.6 : 2002-2009 Bölgelere Göre Büyüme Oranları

Kaynak: TCMB

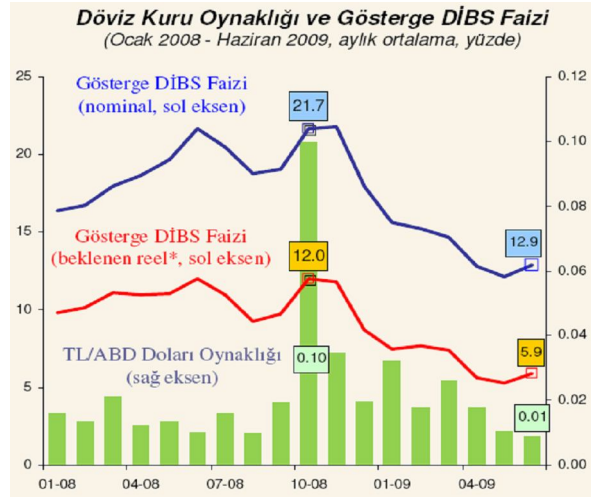
Ancak bu durgunluğun, özellikle tüketim harcamalarının teşvik edilmesi ile birlikte aşılması planlanarak piyasalarda kredi mekanizmasının yeniden canlandırılması sağlanmaya çalışılmıştır. 2008 yılının son çeyreğinde sermaye piyasalarında yaşanan bu panik havası, alınan tedbirlerin makro ekonomik verilere yansımaya başlamasıyla, 2009'un ilk çeyreğinden itibaren, yerini risk iştahında artışa bırakmıştır. 21.000 seviyelerindeki IMKB 100 Ulusal Endeksi krizin yıl dönümünde 50.000 seviyesini zorlamaktadır. Risk iştahı Endeksine bakıldığında panik havasından iyimserliğe doğru (grafik 3.7) bir trendin yakalandığı görülmektedir.



Grafik 3.7: 2006-2009 Risk İştahı Endeksi

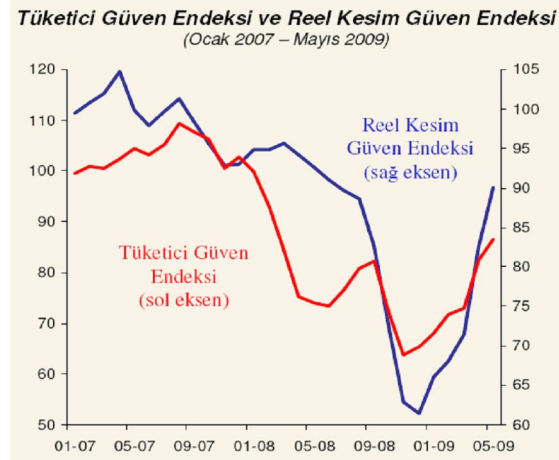
Kaynak: TCMB ve Credit Suisse

TCMB'nin açıklamış olduğu verilere göre risk iştahında yaşanan bu düzelleme Türkiye'nin risk primine, yurt içi piyasa faizlerine ve döviz kurlarındaki oynaklığa (grafik 3.8) olumlu yönde yansımıştır.



Grafik 3.8: 2008-2009 Döviz Kuru Oynaklığı ve Gösterge DİBS Faizi
Kaynak: TCMB

TCMB'nin açıklamış olduğu verilere göre reel kesim güven endeksinin ve tüketici güven endeksinin artış eğilimine girmesi, önümüzdeki dönemde iktisadi faaliyette kısmi bir toparlanma (grafik 3.9) yaşanabileceğine işaret etmektedir¹⁸⁵.



Grafik 3.9 : 2007-2009 Tüketici Güven Endeksi ve Reel Kesim Güven Endeksi
Kaynak: TCMB

Ancak bütün bu toparlanma işaretleri küresel mali krizin beraberinde getirdiği belirsizliklerin ve risklerin tamamen ortadan kalktığını göstermemektedir. Hâla finansal piyasaların lokomotifini olan bankacılık kesimini ilgilendiren temel riskler bulunmaktadır. Piyasalarda yaşanabilecek dalgalanmaya paralel, kredi riski, faiz riski, kur riski, likidite

¹⁸⁵ Durmuş Yılmaz, **Konferans: Ekonomik Kriz ve Türkiye Ekonomisine Etkileri**, Ankara Sanayi Odası, Haziran 2009.

riski ve operasyonel risklerde yaşanabilecek artış kredi mekanizmasının işleyişini tekrar olumsuz yönde etkileyebilecektir. Bu bağlamda, risklerin piyasalar üzerinde yarattığı stresi tanımlama ve ölçme gereği ortaya çıkmıştır. Küresel kriz sonrasında piyasalarda oluşan riskleri gözlemlemek ve buna göre bir portföy yatırım stratejisi belirlemek önem arz etmektedir. Ancak günümüzde gelinen noktada, gelecekte piyasaları etkileyebilecek bu risklerin öngörülebilmesi için mevcut risklerin yarattığı stres ölçülmeli ve analiz edilmelidir.

3.2.1 Finansal Stres Endeksi (FSE) Tanımı

Finansal Stres Endeksi (FSE) finans piyasalarında oluşan stresin bir göstergesi olarak kullanılmaktadır. Özellikle Asya Krizi ve beraberinde getirdiği sistemik risk geliştirmekte olan piyasalar üzerinde olumsuz etkiler oluşturmuştur. Bu nedenle finansal sağlamlığın ve istikrarın sürdürülebilir ekonomik büyümeye olan katkısının önemi bir kez daha ortaya çıkmıştır. Blaschke ve diğerlerine göre(2001), “*Finansal hizmet endüstrisinin finansal istikrarı sağlayacak inovasyon teknikleri ve çeşitlendirmeleri ortaya koyması sınır ötesinde sermaye hareketlerini dramatik bir şekilde artırırken, finansal sistemin istikrarını sağlayan finansal kurumların yönetilmesini kompleks hale getirmiştir*”¹⁸⁶.

Günümüzde gelişmekte olan piyasaların finansal piyasalarda yaşanan volatilitenin olumsuz etkilerine daha açık olması ülkelerin makro ekonomik performanslarını da olumsuz yönde etkilemektedir. Son yaşanan küresel mali kriz ile birlikte kredi mekanizmasında yaşanan sorunlar finans piyasalarındaki krizin reel kesime yansımalarına ve uluslar arası ticaret hacminde büyük daralmanın yaşanmasına neden olmuştur. Gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalardaki şok ve anormalitenin yönetilebilmesi için ülkeler arasında koordinasyon ve eşgüdümüne ihtiyaç olduğu bu kriz ile ortaya çıkmıştır. Asya krizi sonrasında, IMF ve Dünya Bankası bu koordinasyon ve eşgüdümü sağlayabilecek bir süreç üzerinde başlamış ve Finansal Sektör Değerlendirme Programı- FSAP bu sürecin bir parçası olarak geliştirilmiştir.

¹⁸⁶ Winfrid Blaschke, Matthew T. Jones, Giovanni Majnoni, and Soledad M. Peria, “Stres Testing of Financial Systems: An Overview of Issues, Methodologies, and FSAP Experiences” **IMF Working Paper**, WP/08, 2001, s. 3

FSAP, üye ülkelerin, belirli makro ekonomik sonuçlara neden olabilecek finansal sistemlerindeki kırılganlığı tanımlamayı amaçlamaktadır¹⁸⁷. FS Testi, IMF ve Dünya Bankası tarafından uygulanmaya konulan FSAP'ın kullandığı en önemli analiz tekniği olarak ortaya çıkmaktadır. Finansal Stres Testi, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde finansal sistemin kırılganlığını test ederken bunun ortaya koyduğu makro ekonomik sonuçlar analiz edilmektedir.

Finansal Stres Testi uygulamalarında piyasadaki risklerin tanımlanması gerekmektedir. *“Belirli bir senaryo doğrultusunda ortaya çıkabilecek koşullar ve oynaklık çeşitli simülasyon teknikleri ile yorumlanabilmektedir. Stres testi belirli tekil risk faktöründeki değişimin yarattığı etkiyi ölçerken, diğer risk faktörleri üzerinde yaratacağı etkiyi de ortaya koyabilmektedir”*¹⁸⁸.

Cardelli ve Diğerleri'ne (2009) göre, *“Finansal stres ile ekonominin kötüye gidişi ve iyileşme sürecinde ilişkiler ortaya konulabilmektedir”*¹⁸⁹. Özellikle finansal sistemlerdeki kırılganlığı test edebilmek için kullanılan bu teknik aynı zamanda portföy seviyesinde de kullanılabilen, finansal strese konu olacak risk faktörlerinin portföy üzerinde yarattığı stres ölçülebilmektedir. 2008 Küresel Ekonomik Kriz ile birlikte Finansal Stres Testi risk faktörlerinden oluşan endeks finansal kırılganlığın boyutlarını öngörebilmede kullanılan önemli bir teknik konumuna gelmiştir.

3.2.2 Gelişmekte Olan Ekonomiler için Finansal Stres Endeksi (EM_FSI)

Finansal Stres Endeksi finans piyasalarında oluşan stresin bir göstergesi olarak kullanılmaktadır. Finansal Stres Endeksi, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan finans piyasalarını etkileyecek risklerden kaynaklanan stresin alt bileşenlerini tek bir değişkende toplamaktadır. Bu bileşik endeks yönteminden faydalanarak dönemler itibari ile ülkeler arası artan veya azalan stres ölçülebilmekte ve belirli bir geçerlilik ile karşılaştırma yapılabilmektedir. Özellikle finansal stres ile ilgili yapılan çalışmalar, kriz dönemlerinde ortaya çıkan stresin gelişmekte olan ülkelere nasıl

¹⁸⁷ Blaschke ve diğerleri, 2001, s. 3.

¹⁸⁸ Blaschke, ve diğerleri, s.4

¹⁸⁹ Roberto Cardelli, Selim Elekdag and Subir Lall, “ Financial Stress, Downturns, and Recoveries”, **IMF Working Paper**, WP/09/100, May 2009, s.4-25

sıçradığını da gösterebilmektedir. Balakrishnan ve Diğerleri (2009) göre, “*finansal stresin 4 temel karakteristik özelliği bulunmaktadır. Varlık fiyatlarında, risk ve belirsizlikteki anormal yükseliş, likidite sıkıntısı, ve bankacılık sisteminin sağlığına yönelik endişelerde artış*”¹⁹⁰. Bu bileşik endeks özellikle finansal sistemdeki stresin etkisine ve fiyat değişimlerine bağlı olmaktadır. Balakrishnan ve diğerleri(2009) tarafından gelişmekte olan ülkeler için geliştirilen (EM-FSI), finansal sistemin maruz kalacağı riskleri 5 temel endekste toplamaktadır ¹⁹¹ : Ülke Kredi Riski, Döviz Piyasasındaki Oynaklık, Bankacılık sektörü betası, Hisse Senedi riski piyasasındaki oynaklık, Hisse senedi piyasasındaki oynaklığın yol açtığı belirsizlik.

TCMB'nin yapmış olduğu tanımlamaya göre Finansal Stres Endeksi'nin, döviz kuru ve merkez bankası rezervlerindeki değişimleri kapsadığı belirtilirken, döviz kurundaki artış veya merkez bankası rezervlerindeki azalışın döviz piyasası üzerindeki baskıyı artırdığını da ifade edilmektedir. Aynı tanımlamada, finansal sistemde strese neden olabilecek bir diğer alt bileşen olarak ülke kredi riski gösterilmiştir. Bunun için JP Morgan tarafından oluşturulmuş gelişmekte olan ülke tahvil endeksi'nin (EMBI Global) kullanıldığı belirtilmiştir. TCMB'ye göre bu endekste artış, finansal sistem üzerinde ülke kredi riskinden kaynaklanan stresin arttığı anlamı bulunmaktadır. “*Finansal Stres Endeksi'nin hesaplanmasında, hisse senedi piyasasındaki stresin göstergesi olarak ise bu piyasadaki getirilere yer verilmektedir. Bu piyasadaki değer kayıpları, finansal sistem üzerindeki stresi artırıcı etki yapmaktadır*”¹⁹².

3.2.2.1 EM_FSI Bileşenleri

Balakrishnan ve Diğerleri (2009) tarafından gelişmekte olan ülkeler için geliştirilen FSI'nin (EM-FSI) 5 temel değişkeni içerdiği görülmektedir. Bu değişkenler 3 temel finans piyasası segmentindeki (bankacılık, hisse senedi ve döviz piyasası) kredi koşullarını etkileyen riski yakalayabilmek için bileşik bir endekste toplanmıştır¹⁹³.

¹⁹⁰ Ravi Balakrishnan, Stephan Danninger, Selim Elekdag, and Irina Tytell, “The Transmission of Financial Stress from Advanced to Emerging Economies”, **IMF Working Paper**, WP/09/133, June 2009, s. 5-20

¹⁹¹ Balakrishnan ve Diğerleri, 2009, s. 3-9

¹⁹² **TCMB Finansal İstikrar Raporu**, sayı 8, Mayıs 2009, s.76

¹⁹³ Balakrishnan ve Diğerleri, 2009, s5-20

Geliştirilen EM-FSI'nin 5 temel bileşeni, Bankacılık Sektör Riski β , hisse senedi piyasası getirileri, bu piyasadaki oynaklık, tahvil endeksi, döviz piyasası baskı endeksi(EMPI) bulunmaktadır. Balakrishnan ve Diğerleri'ne (2009) göre, bu beş temel bileşen varlık fiyatlarındaki büyük kararsızlık, likidite düzeyi, finansal aracılık, belirsizlik ve risk artışı ile finansal stres seviyesini ilişkilendirmektedir¹⁹⁴.

3.2.2.2 EM-FSI Modeli ve Bileşenlerinin Hesaplanması

Finansal Stres Endeksinin model haline getirilmesinde Balakrishnan ve Diğerleri (2009) her bir ülke için beş standart model unsurunu toplama yöntemi kullanılmıştır¹⁹⁵.

$$EM-FSI = \beta + \text{Hisse Senedi Piyasası Getirileri} + \text{Hisse Senedi Piyasasında Oynaklık} + \text{Tahvil endeksi} + EMPI$$

3.2.2.2.1 Bankacılık Sektör Betasının Hesaplanması

Bankacılık Sektör Beta'sı olarak standart Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli(CAPM) Beta'sı aşağıdaki şekilde ele alınmıştır.

$$\beta_{i,t} = \frac{COV(r_{i,t}^M, r_{i,t}^B)}{\sigma_{i,M}^2}$$

r 12 aylık üzerinde bankacılık veya piyasa getirisini ifade etmektedir.

CAPM ile, 1'den büyük bir Beta, bankacılık hisselerinin hisse senedi piyasasından ayrı olarak daha fazla hareket ettiği ve diğer sektörlerle göre daha çok risk taşıdığını ifade etmektedir. Beta'nın ayrıca 1'den fazla olması bankacılık krizi ihtimalinin daha da artacağı anlamını ifade etmektedir. Balakrishnan ve Diğerleri'nin geliştirdiği bu modelde bankacılık sektörünün taşıdığı stresin daha iyi ölçülebilmesi için, bankacılık betası sadece banka getirilerinin genel piyasa getirisinden düşük olduğunda kayıt altına alınmalıdır¹⁹⁶.

¹⁹⁴ Balakrishnan ve Diğerleri, s5-20

¹⁹⁵ Balakrishnan ve Diğerleri, s5-20

¹⁹⁶ Balakrishnan ve Diğerleri, s5-20

3.2.2.2.1 Hisse Senedi Piyasası Getirisinin Hesaplanması

Hisse senedi piyasası getirileri hisse senedi endeksindeki yıldan yıla değişiminin eksi bir ile çarpılması sonucu çıkan değer olarak hesaplanır ve hisse fiyatlarında ortaya çıkan düşüş hisse senedi piyasası stresinde artışı ifade etmektedir.

3.2.2.2.1 Hisse Senedi Piyasası Volatilitésinin Hesaplanması

Hisse senedi piyasasında yaşanan volatilité aydan aya reel getiri ve ve model olarak 12 aralıklı bir autoregressive süreci kullanan GARCH(1,1) yönteminden elde edilen piyasa volatilitésinin zamana göre değişken ölçüsüdür¹⁹⁷.

3.2.2.2.1 Tahvil Endeksinin Hesaplanması

Tahvil Endeksi JP Morgan tarafından oluşturulmuş gelişmekte olan ülke tahvil endeksi'nin (EMBI Global) kullanıldığı belirtilmiştir¹⁹⁸.

3.2.2.2.1 Döviz Kuru Piyasası Baskı Endeksi'nin (EMPI) Hesaplanması

Döviz Kuru Piyasası Baskı Endeksi (EMPI) tanımlanmış t ayında i ülkesindeki uluslar arası rezervlerdeki azalma ve döviz kurunda artışı elde etmektedir¹⁹⁹:

$$EMPI_{i,t} = \frac{(\Delta e_{i,t} - \mu_{i,\Delta e})}{\sigma_{i,\Delta e}} - \frac{(\Delta RES_{i,t} - \mu_{i,\Delta RES})}{\sigma_{i,\Delta RES}}$$

Δe ve ΔRES döviz kurunda ve altından arındırılmış toplam aylık resmi rezervlerdeki yüzdesel değişmeyi ifade etmektedir.

μ ve σ sembolleri ortalama ve standart sapmaları ifade etmektedir

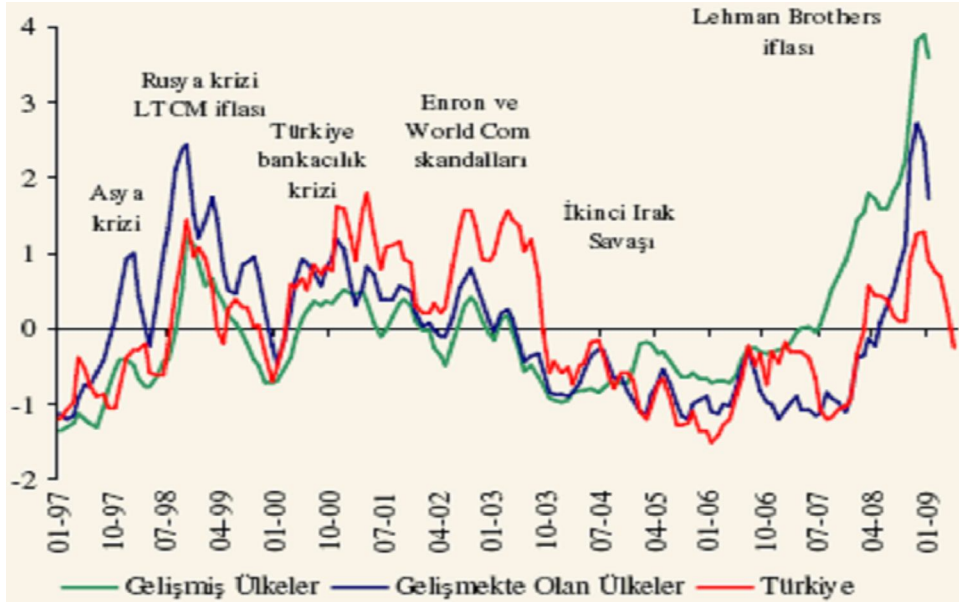
¹⁹⁷ Balakrishnan ve Diğerleri, s5-20

¹⁹⁸ Balakrishnan ve Diğerleri, s5-20

¹⁹⁹ Balakrishnan ve Diğerleri, s5-20

3.2.3 2008 Küresel Krizinde Finansal Stresin Analizi

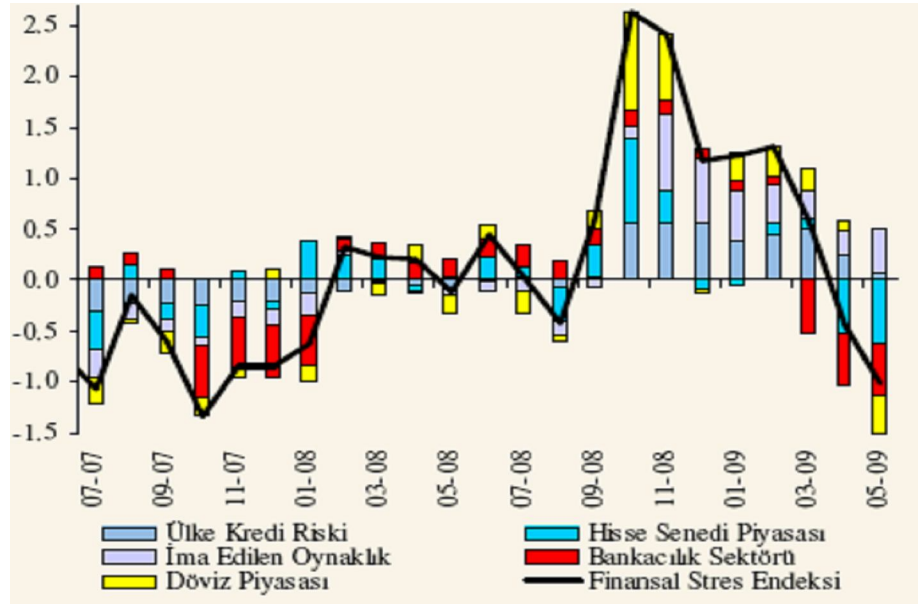
Elekdağ ve Diğerleri'nin 2009 da IMF tarafından referans alınan makalelerinde yapılan değerlendirmede, 2008'in son çeyreğinde gelişmiş ekonomilerde stres düzeylerinde gözle görülür bir artış yaşanırken, 2009'un ilk çeyreğinde özellikle gelişmekte olan piyasalarda stresin etkisinin hafiflediği görülmektedir. TCMB'nin 2009 Küresel Krizinin Türkiye üzerindeki etkilerini analiz ettiği Finansal İstikrar Raporu 2009'a göre, Türkiye için oluşturulan Finansal Stres Endeksi, gelişmekte olan ülkeler için oluşturulmuş endeksle karşılaştırılmıştır. Bu analizde Türkiye'nin finans piyasalarındaki stresin, küresel stres dönemlerinde, gelişmekte olan ülke ortalamalarının üzerinde arttığı ifade edilmiştir.



Grafik 3.10: Finansal Stres Endeksleri

Kaynak: Ravi Balakrishnan, Stephan Danninger, Selim Elekdag, and Irina Tytell, "The Transmission of Financial Stress from Advanced to Emerging Economies", *IMF Working Paper*, WP/09/133, June 2009; TCMB Finansal İstikrar Raporu, Mayıs 2009

Bu durumun Türkiye'de bankacılık krizinin yaşandığı 2001 yılı ile ikinci Irak Savaşı'nın gerçekleştiği 2003 yılında daha da belirginleştiğine vurgu yapılırken mevcut finansal krizde ise Türkiye'nin Finansal Stres Endeksi diğer gelişmekte olan ülkelere göre daha olumlu bir performans sergilediği ifade edilmiştir.



Grafik 3.11: Finansal Stres Endeksi Türkiye Bileşenleri

Kaynak: TCMB Finansal İstikrar Raporu, Mayıs 2009

Son değerlendirmede Türkiye için oluşturulmuş Finansal Stres Endeksi, grafik 3.10 ve grafik 3.11, gelişmekte olan ülkeler ortalamasına göre daha az artış ve son dönemde daha belirgin bir düşüş göstermiştir²⁰⁰.

Balakrishnan ve Diğerleri'ne göre (2009), “*Finansal stres gelişmiş ekonomilerde sermaye piyasalarındaki sermaye çıkışına paralel yükselebilmektedir. Finansal stresi tetikleyen iki faktör mali piyasalardan ve dış ticaretten etkilenebilmektedir. Ülkeler arasındaki mali ve ticari bağlar gelişmiş ekonomilerdeki krizin gelişmekte olan ekonomilere transferini kolaylaştıracağı belirtilmiştir*”²⁰¹.

*Finansal kurumlar portföylerini yeniden dengeleme eğilimine girdiklerinde yüksek yükümlülüğe sahip ekonomiler bu durumdan daha şiddetli etkilenmektedir. Buna ilave olarak, gelişmekte olan ekonomilerdeki krizde yatırım kaybına katlanan sermaye sahibi gelişmiş ekonomiler için finansal stres artabilmektedir. Buna benzer olarak finansal stres dış ticarete bağlı olarak artabilmektedir. Gelişmiş ülkelere ihracat yapan ülkeler, bu ülkelerdeki krizin yarattığı talep daralmasından olumsuz etkilenebilmektedir*²⁰².

²⁰⁰ TCMB **Finansal İstikrar Raporu 2009**, sayı 8, s.77

²⁰¹ Balakrishnan ve Diğerleri, s5-20

²⁰² Balakrishnan ve Diğerleri, 2009, s.4-24

3.2.4 Finansal Streste Comovement Analizi

Stresin gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerde aynı anda artış veya azalış eğilimine girmesi Balakrishnan ve Diğerleri'nin analizinde iki temel parametreye bağlanmıştır: Ticaret Fonksiyonu (TL) ve Finansal Bağlantılar(FL).

$$\beta_{ti}^c = \alpha_i + \sum_k \alpha_k FL_{ik}^{tc} + \alpha_i TL_i^{tc} + \sum_m \alpha_m X_{im}^{tc} + \varepsilon_{ti}^c$$

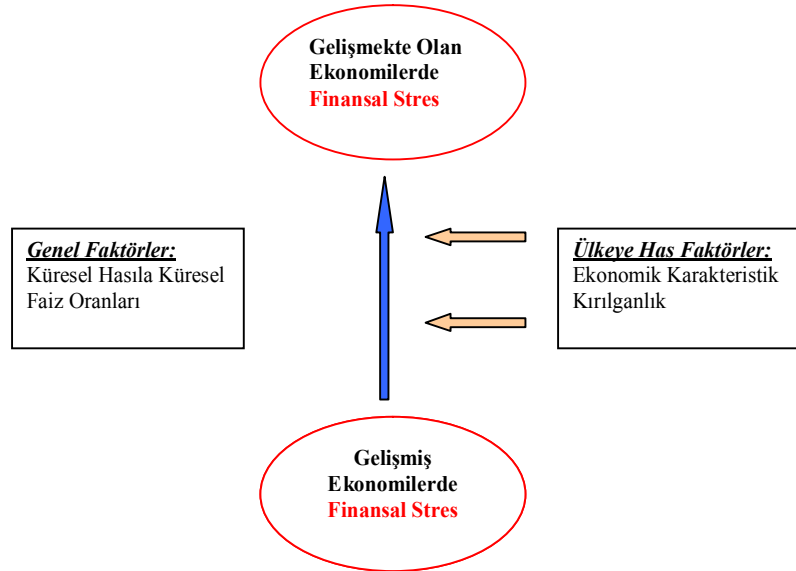
Balakrishnan ve Diğerlerinin Geliştirdiği modelde ülke tanımlı comovement parametreleri gelişmekte olan ekonomiler ve gelişmiş bölgeler arasındaki ticaret fonksiyonu (TL) ve finansal bağlantıları(FL) olarak belirlenmiş:

k; finansal bağlantı türlerini

m; ülke kontrol sayısını

FL; banka kredileri, portföy yatırımları ve doğrudan yatırımları ifade etmektedir.

Şekil 3. 1
Finansal Stres Transformasyonu:Etkilerin Şematik Tanımlanması



Kaynak: Ravi Balakrishnan, Stephan Danninger, Selim Elekdag, and Irina Tytell, “The Transmission of Financial Stress from Advanced to Emerging Economies”, *IMF Working Paper*, WP/09/133, June 2009

4. ARAŞTIRMA: 2008 RUS GÜRCÜ ÇATIŞMASININ RUSYA'YA YATIRIMI VE İHRACATI OLAN İMKB ŞİRKET HİSSELERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

4.1 ARAŞTIRMANIN TEORİK KISMI

Çatışma riskinin beraberinde *silahlanma* ve *güvenlik harcamalarındaki* artışı getirirken bir taraftan da dünya ticareti ve sermaye akımları üzerinde etki oluşturmaktadır. Rus Gürcü savaşı her iki ülke ile de ekonomik ilişkileri bulunan Türkiye'yi olumsuz etkilemiştir. Ticaret hacmi ve sermaye yatırımlarının büyüklüğü açısından Rusya ile ekonomik ilişkiler göz önüne alındığında, Rusya'ya yatırım yapan ve ticareti bulunan Türk şirketleri için yatırım iklimi bozulmuş ve İMKB'de bu şirketlerin hisseleri olumsuz etkilenmiştir. Çatışma ortamının yatırım iklimi ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerindeki olumsuz etkisi düşünülürse, böylesi bir çatışma üçüncü taraf ülkelerde şirket hisselerini olumsuz etkileyecektir. Bu nedenle firmalar bu çatışma bölgelerindeki yatırımlarını geri çekebilecektir. Bu uygulama ile Rusya'da yatırımı olan üçüncü taraf ülke konumundaki Türkiye'de yerleşik şirketler açısından bozulan yatırım ikliminin hisse senetleri üzerindeki olumsuz etkisi incelenmiştir. Gürcistan ile ekonomik ilişkilerin sık olması nedeniyle Gürcistan'a yatırımı olan veya ticaret gerçekleştiren az sayıdaki İMKB şirketi baz alınmamıştır. İncelemedeki güçlük açısından, Rus Şirketleri ve Gürcü şirketleri modele dahil edilmemiştir.

Tezin bu bölümünde çatışmanın sadece genel bir çerçevesi çizilirken, ticaret ve sermaye hareketlerinin yoğunluğu açısından Türkiye'nin Rusya ile olan ekonomik aktiviteleri incelenecektir. Özellikle Rusya'da doğrudan yatırımı bulunan İMKB şirketlerinden random olarak seçilen 10 şirketin borsa performansı incelenecektir.

4.1.1 Çatışmanın Tarihçesi

Sovyetler Birliğinin dağılmasının ardından bir çok devletin bağımsızlığını ilan etmesine rağmen tam olarak egemenlik sorunun çözülemediği bu coğrafyada zaman içinde farklı etnik gruplar arasında çatışmaların yaşandığı görülmektedir. Özellikle

1990'lı yıllarında başında Rusya'nın otonom bölgesi olan, zengin petrol rezervlerine sahip Çeçenistan'ın bağımsızlığını ilan etmesi sonucu Rusya kontrolsüz güç uygulamıştır. Bu durumu Rusya'nın kendi iç meselesi olarak gören uluslararası kamuoyu bu savaşa sessiz kalmıştır. Konu sadece İnsan Hakları boyutunda incelenmiştir. 2000'li yılların ortasında ise Gürcistan içinde yaşanan Oset ve Abhaz egemenlik sorunları ve takibinde 2008 Ağustosunun ilk haftasında Gürcistan ordusunun 8 Ağustos 2008 günü Güney Osetya'da başlattığı operasyon, Kosova'nın bağımsızlığını hazmedemeyen Rusya'ya sert müdahale yolunu açmıştır. Yaklaşık iki hafta süren savaş binlerce Gürcü sivilin ölmesine, Gürcistan'ın işgal edilmesine, altyapının yok edilmesine neden olmuştur. Bu savaş döneminde Türkiye'nin Rusya ve Gürcistan'a olan ticareti durmuş, NATO gemilerinin boğazlardan geçmesi Rusya'nın Türkiye'ye enerji ve ticaret konularındaki yaptırım tehditlerinde bulunmasına neden olmuştur. Bu savaş döneminde Rusya'da Yatırımı bulunan İMKB şirketlerinin hisselerinde gün içinde %20'lere varan değer kayıpları görülmüştür.

Gürcistan Cumhurbaşkanı Saakaşvili uluslararası kamuoyunda hemen hemen her gün Tiflis'in egemenliğinin Rusya tarafından çiğnendiğini açıklamış, AB ülkeleri, ABD büyükelçileri bölgeyi savaş döneminde ziyaret ederek bu savaşın sonlandırılması çağrısında bulunmuştur. Saakasvili'nin 2003 yılındaki Gül Devrimi'nden sonra yapılan seçimde AB ülkelerinin tam desteği ile iktidara gelmesi ve Osetya ve Abhazya sorununun artık çözüme kavuşturulması söyleminin bu ülkelerde desteklenmesi Gürcistan hükümetini cesaretlendirmiş ve bu harekate başlamasına neden olmuştur.

8 Ağustos tarihinde gerçekleşen Gürcistan'ın sürpriz askerî saldırısında Rusya, bir çok Rus sivilin yaşamını kaybettiğini belirterek, Güney Osetya'nın tamamında askerî denetimi ele geçirmiştir.

Tiflis 10 Ağustos 2008 tarihinde tek yanlı olarak ateşkes ilan etmiştir. Rus tarafı ise bu ateşkes önerisinin kabul edilebilmesi için Gürcü Askerlerinin Güney Osetya'nın tamamını boşaltması ve Tiflis'in tek yanlı olarak bir daha Güney Osetya'ya karşı askerî güç kullanmama taahhüdünde bulunması koşulunu şart koşmuştur. Tiflis'e 40 km kadar giren Rusya 12 Ağustos 2008 tarihinde askeri faaliyetlerini durdurduğunu ilan etmiştir. Ancak ateşkes koşullarına ilişkin belirsizlik halen devam etmektedir.

4.1.2 Çatışmanın Önemi

Kıta Avrupa'sının en önemli sorunu enerji sorunudur. Bu enerji sorunu, Hazar Bölgesi, Orta Asya ve Orta Doğu petrollerinin Karadeniz ve Akdeniz üzerinden Kıta Avrupa'sına taşınması ile çözülmeye çalışılmaktadır. Rusya Dünya'nın en büyük doğal gaz üreticisi konumundadır ve AB Rusya'nın en büyük enerji pazarını oluşturmaktadır. Mete Göknel'e göre, “Avrupa Birliği'nin (AB) Rusya Federasyonu (RF) enerji kaynaklarına bağımlılığını azaltmak için yürüttüğü, ancak bir türlü sonuca ulaşamayan projelerin -NABUCCO vb.- hayata geçirilemeyişinin ana nedeni, AB ülkeleri arasında enerji ve dış politika konularında süregelen anlaşmazlıklardır”²⁰³.

Avrupa Birliğinin tam anlamda siyasi birlik gücünü sergileyememesi ve çok başlılık, birliğin geleceğine ilişkin sorunları da beraberinde getirmektedir. Bu nedenle ortak hareket etme zafiyeti ABD'nin bölgede ve enerji hatlarının kontrolünde tek başına söz sahibi olma imkanını tanımaktadır. Bu durumdan rahatsız olan Rusya'da alternatif enerji yollarının işlemeden ve dışarıda kalmaktan rahatsızlık duymaktadır. Rusya Avrupa doğalgaz ihtiyacının yaklaşık yüzde 40'ını, petrol ihtiyacının yüzde 35'ini ve kömür ihtiyacının da yüzde 25'ini sağlamaktadır²⁰⁴. Göknel'in ifade ettiği gibi:

AB ülkeleri, topluluğu ilgilendiren siyasi konularda olduğu gibi enerji konusunda da çok sesliliğe devam ettiği sürece, RF enerji kaynaklarına olan bağımlılığa karşı kaynak çeşitlendirme konusunda toplu çözüme yönelik projelerin hayata geçirilmesi zor görülmektedir. AB Komisyonu INOGATE (Interstate Oil and Gas Transport to Europe) Programı çerçevesinde geliştirilen ve ilk etabı (Türkiye-Yunanistan) Kasım 2007'de işletmeye açılan Güney Avrupa Gaz Ringi Projesi olarak adlandırılan Türkiye-Yunanistan-İtalya doğalgaz boru hattı, kaynak çeşitlendirilmesi için bölgesel çözüm tarzına yönelik iyi bir örnektir. Bu proje Hazar Havzası, Orta Doğu ve Doğu Akdeniz ülkelerinden sağlanacak doğal gazın Türkiye ve Yunanistan üzerinden, İtalya ve daha sonra Avrupa pazarlarına naklini sağlamaktadır. Aynı yaklaşımla, NABUCCO Projesi, RF enerji bağımlılığından aşırı tedirgin olan Orta ve Doğu Avrupa ülkelerini besleyecek bir rotaya çevrilerek bu boru hattından doğal gaz alma kararlılığında olan ülkelerin gösterecekleri siyasi irade ile bölgesel bir çözüme

²⁰³ Mete Göknel, Kafkaslarda Yaşanan Sıcak Yaz, Soğuk Bir Kışın Habercisi mi?, 3 Eylül 2008, <http://www.asam.org.tr/tr/yazigoster.asp?ID=2558&kat1=11&kat2=>.

²⁰⁴ Rusya Enerji Rakamları için bkz: www.eia.doe.gov; www.cslforum.org, <http://ec.europa.eu/energy/russia>

gidilebilir. Bu çözüm, öncelikle erken sağlanacak Azerbaycan ve Mısır doğal gazları yanında Irak doğal gazı ve takviye edilecek İran doğalgazıyla mümkün olabilecektir. Tüm bu çözümlerde -jeopolitik konumu itibariyle-Batı ile Doğu arasında doğal bir enerji köprüsü oluşturan Türkiye, Orta Doğu ve Hazar Havzası enerji kaynaklarının uluslararası pazarlara çıkarılmasında en ekonomik ve güvenli geçiş yoludur. Türkiye geçişli rotalar aynı zamanda AB için de RF dışındaki kaynaklara ulaşımında tek yol olmaktadır.²⁰⁵

4.1.3 Çatışmanın Ekonomi ve Politik Açından İncelenmesi

Şubat 2008 tarihinde Rusya, bütün itirazları ve tehditlerine rağmen ABD'nin desteği ile Kosova'nın bağımsızlığını ilan etmesini takiben 8 Ağustos'ta Rusya Gürcistan'a savaş açmıştır. Savaşa giden bu yolda başlıca boyutlar siyasi, ekonomik ve joestratik çıkarlar olarak karşımıza çıkmaktadır. Çatışmanın nedenlerinden başlıcaları:

- Kosova'nın tek taraflı bağımsızlığını ilan etmesi ve Rusya'nın bunu kendi içinde bir iç politik çatışma nedeni olarak görmesi.
- ABD'nin Rusya'yı çevreleyen füze savunma kalkanı projesini hayata geçirme çabaları
- Artan enerji fiyatları
- Rusya'yı dışarıda bırakacak şekilde alternatif enerji yollarının ABD tarafından geliştirme çabaları,
- Gürcistan ve Ukrayna'nın NATO'ya dahil olma çabalarının ABD tarafından desteklenmesi
- Gürcistan içinde Rusların yoğun yaşadığı bölgelerdeki egemenlik sorunu
- Bu bölgelere Rusya'nın doğrudan desteği
- Rusya'nın Gürcistan'ın Egemenliğine karışması

²⁰⁵ Mete Göknel, 2008,s.4

- Azeri Petrolünü Bakü Ceyhan Tiflis Boru hattından Rusya'yı by-pass ederek Kıta Avrupa'sına taşıyacak enerji yoluna Yapılan Büyük yatırımlar
- Rusya'nın ABD'nin hegemonyasında olan güç dengesini bölgede kendi lehine çevirme isteği
- Rusya'nın dünyanın en büyük doğalgaz üreticisi olması ve AB'nin bu enerjiye bağımlı olmasının verdiği kibir.

Rusya ile Gürcistan arasında 2008 Küresel Ekonomik krizinin ortasında Ağustos ayında yaşanan savaş Rusya ve Gürcistan'la ortak ekonomik ilişkileri olan Türkiye'nin bu ülkelerle olan ticaretini etkilemiştir. Bir anlamda Rusya ve Gürcistan'daki yatırım iklimi Türk şirketleri için kısa süreli de olsa, çatışma sırasında bozulmuştur. Rus- Gürcü Savaşında, Rusya'ya yatırımı olan İMKB şirketleri bundan olumsuz etkilenmiştir. Bu savaş döneminde Türkiye'nin Rusya ve Gürcistan'a olan ticareti durmuş, NATO gemilerinin Gürcistan'a boğazlar üzerinde ulaşması Rusya'nın Türkiye'ye enerji ve ticaret konularındaki yaptırım tehditlerinde bulunmasına neden olmuştur.

4.1.4 Rusya'nın Türkiye Ekonomisi Açısından Önemi

2007 resmi rakamlarına göre Rusya Türkiye'nin bir numaralı dış ticaret ortağıdır. İki ülke arasındaki toplam ticaret hacmi: 27 milyar dolar (2007). Türkiye'nin Rusya'ya ihracatı 4.7 milyar dolar ve Rusya'dan ithalatı 23.5 milyar dolar seviyesindedir. 2008'in yılının ilk 4 ayındaki ticaret hacmi 12.7 milyar dolar düzeyindedir. 2008 ticaret hacmi beklentisi 40 milyar dolar iken, Rusya'nın Türkiye'nin dış yatırımlarındaki payı yüzde 20'dir. Türkiye'nin Rusya'ya 2007 sebze-meyve ihracatı 510 milyon dolardır. Türkiye'nin Rusya'dan enerji ithalatı 23.5 milyar dolar, Rusya'da doğrudan yatırımları ise 6 milyar dolar seviyesindedir.

4.1.4.1 Rusya İle Ekonomik İlişkiler

4.1.4.1.1. Dış Ticaret

Dış Ticaret Müsteşarlığının hazırlamış olduğu raporda Rusya'dan ithalatımız artış göstermektedir. Bugün ise bu rakam 23.5 milyar \$.Rusya Federasyonu'nun ekonomik büyümesinin 2007 yılında %7,5, 2008 yılında ise %6,5 düzeyinde gerçekleşmesi öngörülmektedir. Rusya Federasyonu'nda meydana gelecek yavaşlama, Gürcistan, Ermenistan, Kırgızistan ve Tacikistan gibi çevre ülkelerin ekonomileri üzerinde de etkisini gösterecektir. 2007 yılında Rusya Federasyonu'na, 2006 yılına kıyasla %70,3 artış ile 48,9 milyar dolar doğrudan yabancı yatırım yapılmıştır. Kazakistan'a ise %34,4 artış ile 8,3 milyar dolar yatırım yapılmıştır. Rusya'nın Türkiye'nin dış yatırımlarındaki payı: yüzde 20

2007 yılında en çok ihracat gerçekleştirilen ilk 10 ülke sırasıyla, 464,1 milyon dolarla Irak, 146,1 milyon dolarla Libya, 115,8 milyon dolarla Suudi Arabistan, 98,7 milyon dolarla Almanya, 84,1 milyon dolarla Cezayir, 77,2 milyon dolarla Rusya Federasyonu, 74 milyon dolarla İsrail, 70,7 milyon dolarla ABD, 65,4 milyon dolarla İtalya ve 63,6 milyon dolarla Fransa'dır.

Yaş meyve sebze ve narenciye sektöründe 2007 yılında en fazla ihracatı yapılan madde değerinde 316,9 milyon dolar ile domates olmuştur. Bunu 197,9 milyon dolar ile limon takip etmiştir. Ülke bazında ise değerinde 501,1 milyon dolar ve miktarda 713,4 bin ton ile Rusya Federasyonu ilk sırada yer alırken Almanya, Romanya, Ukrayna ve Suudi Arabistan değer bazında en fazla ihracat yapılan diğer ülkeler olarak sıralanmaktadır.

2007 yılında, Türkiye'nin tekstil ihracatında istisnasız bütün ülke gruplarında %9,8 ile %33,5 arasında değişen oranlarda artış kaydedilmiştir. Oransal olarak tekstil ihracatının en fazla arttığı ülke grubu, %33,5 artış oranı ile eski SSCB ülke grubu olmuştur. Rusya Federasyonu, Azerbaycan, Özbekistan, Ukrayna gibi yedi ülkenin yer aldığı bu ülke grubuna, 2007 yılında yapılan tekstil ihracatı 654,6 milyondan 873,8 milyona yükselirken, ülke grubunun Türkiye toplam tekstil ihracatından aldığı pay da %11,7'den %13,3'e çıkmıştır.

En fazla tekstil ihraç edilen ilk on ülke içerisinde, Rusya Federasyonu ve ABD dışındakiler AB ülkeleridir. Rusya Federasyonu, Türk tekstil mamulleri için ikinci büyük pazar konumunda olup, 2007 yılında Rusya Federasyonu'na yapılan ihracat, %34,8 oranında artmış ve 653,7 milyon dolara yükselmiştir. Bu artış ile Rusya Federasyonu'nun Türkiye'nin toplam tekstil ihracatından aldığı pay %10'a yükselmiştir.

Kimyevi Maddeler ve Mamulleri ihracatının ülkeler itibariyle dağılımı incelendiğinde, İtalya 678,6 milyon dolarla ilk sırada yer alırken, ihracatta %19,1 oranında düşüş yaşanmıştır. Söz konusu ülkeyi, Almanya, Rusya Federasyonu, ABD, Yunanistan ve Romanya takip etmekte olup, özellikle Bosna-Hersek, Yunanistan, Romanya, Tunus, Bulgaristan, Malta, Suudi Arabistan ve Lübnan'a gerçekleştirilen ihracatta önemli artışlar kaydedilmiştir.

İhracatta istikrarlı artışını sürdüren uçucu yağlar, parfümeri, kozmetik ve tuvalet müstahzarlarında miktarda %10,2, değerinde %16,9 artış kaydederek, 123,1 bin ton karşılığı 373,2 milyon dolarlık ihracat gerçekleştirilmiştir. En çok ihracat yapılan ülkeler başında Rusya Federasyonu (%41,1 artışla 52,6 milyon dolar) gelmektedir.

2007 yılında ana sanayii kalemlerinde en yüksek değer; 6,9 milyar dolar ile binek otomobiller grubuna aittir. Yaşanan bu artışın, Toyota Otomotiv San. Türkiye A.Ş., Oyak Renault A.Ş., Tofaş Türk Otm. A.Ş. ve Ford A.Ş., Hyundai Assan Otm.San.ve Tic.A.Ş.'nin ihracat kayıtlarından kaynaklandığı belirlenmiştir. Bu grupta en fazla ihracat Fransa, İtalya, Almanya, İspanya, Rusya Federasyonu, Romanya ve Slovenya'ya yönelik olarak gerçekleştirilmiştir.

Ana Sanayii içinde, geçen yıla göre otobüs-midibüs-minibüs grubunda %43'lük bir artış yaşanmış olup, 1,3 milyar değerinde bir ihracat kaydı gerçekleşmiştir. Bu grupta en fazla ihracat; Almanya, Rusya Federasyonu, Fransa, Birleşik Krallık, Yunanistan, Romanya, Cezayir ve Avusturya'ya yönelik olarak gerçekleştirilmiştir. Bu grupta yaşanan artışta özellikle MAN Türkiye A.Ş., Mercedes Benz Türk A.Ş, Temsa A.Ş. ve Ford Otomotiv San. A.Ş. firmalarının etkili olduğu görülmektedir.

Rusya Federasyonu'na yapılan otomotiv ihracatı 2007 yılında %33 oranında bir artışla 841 milyon dolar düzeyine ulaşmıştır. Rusya Federasyonuna ihracatta

yaşanan bu artışta binek otomobilleri ve eşya taşımaya mahsus motorlu taşıtlar grubunun etkili olduğu görülmektedir.

Demir çelik, alüminyum, bakır mutfak eşyaları ile gazlı ocaklar, çatal-kaşık-bıçak gibi çeşitli ürünlerden oluşan Demir Çelik Mutfak Eşyaları sektörümüz, 2007 yılında %13'lük artışla 233,2 milyon dolarlık ihracat gerçekleştirmiştir. Rusya Federasyonu, 2006 yılında da olduğu gibi 50,9 milyon dolarla en fazla mutfak eşyası ihraç ettiğimiz ülke olmuştur.

2007 yılında çimento ve toprak ürünleri ihracatı, 2006 yılına göre %23,8 oranında artarak 2,5 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiş olup, sektörün genel ihracat içindeki payı %2,4'tür. Çimento ve toprak ürünleri ihracatında seramik sektöründe %19, cam sektörü %20, çimento sektörü ise %24 oranında artış kaydetmiştir. Çimento sektöründe en çok ihracat kaydı gerçekleştirilen ülkeler Rusya Federasyonu, İtalya, İspanya, Suriye ve Antalya Serbest Bölge'dir.

Krom Cevheri ihracatımız bir önceki yılın aynı dönemine göre miktarda %28, değerinde de %114 oranlarında artışlarla, 1,4 milyon ton karşılığı, 262 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. ÇHC, 181,2 milyon dolarla, krom cevheri ihracatında ilk sırada yer almaktadır. Diğer önemli pazarlarımız, 47,9 milyon dolarla Rusya Federasyonu ve 17,1 milyon dolarla İsveç olarak sıralanmıştır. Rusya'ya yapılan ihracatta % 360 oranında bir artış görülmektedir.

4.1.4.1.2 Turizm

Türkiye İstatistik Kurumu verilerine göre 2005 yılında Rusya Federasyonu ülkemize en fazla turist gönderen ikinci ülke konumundadır. Rusya'nın gönderdiği 1.864.603 Milyon turist 2004 yılına oranla % 16.7 oranında artış göstermiştir. Rus turistler harcama eğilimlerinin de yüksek olması sebebiyle ülkemize önemli miktarda döviz bıraktıkları tahmin edilmektedir.

4.1.4.1.3 Doğrudan Yatırımlar

Borsa'da İşlem gören ve Rusya'da yatırımı bulunan bazı şirketlerle ilgili rakamlara bakıldığında Enka İnşaat 1997 yılından bu yana inşaat işi yapmaktadır. Anadolu Grubu Efes İçecek Grubu ve Şişecam 2002'de Moskova'da üretim

gerçekleştirmektedir. Zorlu Grubu'na ait Vestel Şirketi ayrıca Rusya'da üretim gerçekleştirmektedir. Eczacıbaşı, Yapı Kredi, Ziraat, Garanti Bankası ve bir çok yerli müteahhitlik firması Rusya'da faaliyet göstermektedir. Dış Ticaret müsteşarlığının 2001 verilerine göre Rusya Federasyonu'nda 133 Türk Müteahhitlik Firması toplam 12.8 milyar dolar tutarında projeler üstlenmiştir.

4.1.4.2 Gürcistan ile Ekonomik İlişkiler

Gürcistan'da 100 civarında Türk firması faaliyet göstermektedir. Bunların hemen hemen hepsi KOBİ olan bu firmaların toplam sermayelerinin 200 milyon dolar olduğu tahmin edilmektedir.

4.2. ARAŞTIRMANIN UYGULAMA KISMI VE ARAŞTIRMA MODELİ

4.2.1 Model

Çatışma'nın yatırım iklimi üzerindeki olumsuz etkisi tezin birinci ve ikinci bölümünde ele alınmıştır. Bu bağlamda Rusya'da büyük ölçekli yatırımları bulunan Türk şirketlerinin bu ortamdan nasıl etkilendiği anlaşılmaya çalışılmıştır. Uygulamadaki kolaylık bakımından sadece IMKB şirketleri değerlendirmeye dahil edilmiştir. Rusya'da yatırımı/ticari ilişkisi olan IMKB şirketlerinin hisse senedi performansını ve bu hisselerden oluşan portföyün performansını etkileyebilecek unsurlar ayrıca modele dahil edilmiştir. 2008 yılı sonunda derinleşen küresel ekonomik kriz hisse senedi performansı üzerindeki etkisi de incelenmiş ve ölçeklendirilerek modele dahil edilmiştir. Modelde uygulanan adımlar aşağıdaki gibidir:

Birinci Adım: Rus-Gürcü Çatışma Stresi Modele dahil edilmiştir. Rusya-Gürcistan arasındaki çatışma 2005 yılından 2008 yılına kadarki süreçte mevcut politik duruma göre derecelendirilmiştir. 2008'in başındaki politik gerilim(4), politik çatışmanın Ağustos ayında savaşa dönüşmesi ve Rus Askerlerinin mevcudiyeti (5) olarak ifade edilmiştir. 1'den 5' e kadar ölçeklendirme Çatışma Stresi olarak ifade edilmiştir. Çatışma Stresinin en yoğun olduğu seviye savaş durumunda 5 alınmıştır.

İkinci Adım: Küresel kriz öncesinde ve esnasında, finansal piyasalarda yaşanan stres finansal stres endeksi ile ifade edilmiştir. Gelişmiş Ülkeler İçin (AEFSI),

Gelişmekte Olan Ülkeler İçin (EMFSI), Türkiye İçin (TRFSI) modele dahil edilmiştir. Ayrıca Türkiye'deki Bankacılık Betası, Sermaye Piyasası Getirisi, Sermaye piyasasında yaşanan volatilité verileri modele dahil edilmiştir (bkz 5ek). Böylelikle çatışmanın dışında hisse senedini etkileyebilecek krizden kaynaklanan iç ve dış finansal faktörler modele dahil edilirken, iç piyasadaki temel göstergeler de göz önünde bulundurulmuştur.

Üçüncü Adım: Rusya'da yatırımı bulunan ve ticari işlemde bulunan IMKB hisselerinden random şekilde seçilen 10 tanesi modele dahil edilmiştir. 48 aylık verileri kullanılmıştır. Şirket hisselerini etkileyebilecek sistematik olmayan riskler sabit varsayılmıştır. Hisse senedi fiyatlarının manipulasyona açık olmadığı ve sadece serbest piyasa koşullarında beklentilere göre fiyatlandığı varsayılmıştır.

Dördüncü Adım: Seçilen Hisselerden eşit miktarda oluşan bir portföy hazırlanmış ve bu portföyün aylık ortalama getirisi hesaplanmıştır.

Beşinci Adım: Gelişmiş Ülkeler, Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye'de piyasaları etkileyen finansal stresler arasındaki korelasyon ilişkisine Pearson Parametrik yönteminden faydalanılarak bakılmıştır.

Altıncı Adım: Finansal Stres Endeksleri ile Çatışma Stresi arasındaki olası Korelasyon İlişkisine Pearson Parametrik yönteminden faydalanılarak bakılmıştır.

Yedinci Adım: Modele Dahil edilen her bir hisse senedinin ve bu hisselerden oluşan portföyün riski ölçülmüştür. Bu adımda 48 aylık veriler ışığında riski ölçülen hisse senetlerinin ve portföyün 2008 yılı 12 aylık verilerden yararlanılarak riski ölçülerek karşılaştırma yapılmıştır.

Sekizinci Adım: Çatışma Stresi ve Finansal Stresin modeldeki her bir hisse üzerindeki etkisi çoklu regresyon analizi ile ölçülmüştür.

Dokuzuncu Adım: Çatışma Stresi ve Finansal Stresin Modeldeki hisselerden oluşan portföy üzerindeki etkisi çoklu regresyon analizi ile ölçülmüştür.

4.2.2. Modelin Bileşenleri

4.2.2.1 Çatışma Stresi

4.2.2.1.1 Rus Gürcü Çatışması- 2005- 2008 arası dönem

2000’li yılların ortasında Gürcistan içinde yaşanan Oset ve Abhaz egemenlik sorunları, ABD ve NATO’nun Gürcistan üzerinden bölgedeki faaliyetlerinin artması, Enerji yatırımlarının bölgede Rusya’nın kontrolü dışında gerçekleşmeye başlaması, Gürcistan ve Rusya Arasında diplomatik ilişkilerin gerilmesine neden olmuştur. 2005 ve 2007 yıllarında durağan seyreden (3) bu kriz, özellikle 2008’in ilk yarısında Osetya’daki Rus kontrol noktasındaki askerlerin Gürcistan makamları tarafından tutuklanması ile diplomatik ilişkiler tamamen kopmuş ve karşılıklı tehdit içeren demeçler yaklaşan savaşın işaretlerini (4) vermiştir. Gürcü ordusunun 8 Ağustos 2008 günü Güney Osetya’da başlattığı operasyon, Kosova’nın bağımsızlığını hazmedemeyen Rusya’ya sert müdahale yolunu açmış ve iki hafta süren savaş (5) dünya gündeminin en üst sırasındaki yerini almıştır. Savaşın sona ermesini takiben Rus Askerleri Gürcistan’daki stratejik noktalarda ve limanlardaki kontrollerini belirli bir süre devam ettirmişlerdir. Tablo 4.1, 2008 Rus-Gürcü Savaşının Ölçeğini göstermektedir.

Tablo 4.1
Rus Gürcü Çatışma Ölçeği 2005-2008 arası Dönem

Süre	Çatışma Stresi	Diplomatik Konum
2005-2008	2-3	Dondurulmuş Siyasi Gerginlik
01.01.2008	4	Siyasi Gerginlik
01.02.2008	4	Siyasi Gerginlik
01.03.2008	4	Siyasi Gerginlik
01.04.2008	4	Siyasi Gerginlik
01.05.2008	4	Siyasi Gerginlik
01.06.2008	4	Siyasi Gerginlik
01.07.2008	4	Siyasi Gerginlik
01.08.2008	5	Savaş
01.09.2008	5	Askeri Mevcudiyet + Siyasi Gerginlik
01.10.2008	5	Askeri Mevcudiyet + Siyasi Gerginlik
01.11.2008	5	Askeri Mevcudiyet + Siyasi Gerginlik
01.12.2008	4	Askeri Mevcudiyet + Siyasi Gerginlik

4.2.2.2 Finansal Stres

4.2.2.2.1 Finansal Stres Endeksi

Gelişmiş ekonomilerde 2007’de etkileri belirginleşmeye başlayan mortgage krizi ile birlikte 2008 son çeyreğinde dev kredi ve finans kuruluşlarının birer birer batması küresel piyasalarda domino etkisi yaratırken kredi mekanizmasının işleyişini neredeyse durma noktasına getirmiştir.

Finansal Stres Endeksi (FSI) finans piyasalarında oluşan stresin bir göstergesi olarak kullanılmaktadır. Gelişmiş Ekonomiler için Finansal Stres Endeksi (AE_FSI), Gelişmekte Olan Ekonomiler için Finansal Stres Endeksi(EM_FSI) ve Türkiye için Finansal Stres Endeksi şeklinde 3 temel stres endeksi modelde kullanılmaktadır(bkz Ek3). Tezin 3. Bölümde Finansal Stres Endeksi üzerinde detaylı bilgi verilmiştir. Gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere Finansal Stres Endeksinin uygulanması 2009 yılında Ravi Balakrishnan, Stephan Danninger, Selim Elekdag, and Irina Tytell (2009), tarafından gerçekleştirilmiştir²⁰⁶.

EM_FSI her bir ülke için şu formül yardımı ile aylık hesaplanabilmektedir. Tablo 4.2 2008 yılı için Finansal Stres Endeksi verilerini göstermektedir²⁰⁷. Grafik 4.1 Modelde kullanılan Finansal Stres Endeksindeki değişimi AEFSI, EMFSI, ve TURFSI için göstermektedir.

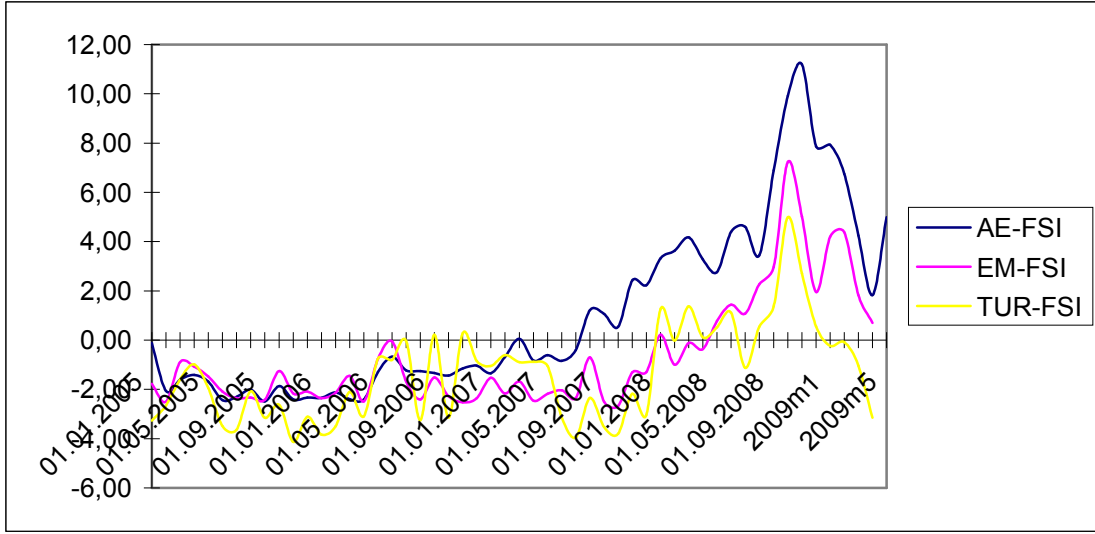
$$EM-FSI = \beta + \text{Hisse Senedi Piyasası Getirileri} + \text{Hisse Senedi Piyasasında Oynaklık} + \text{Tahvil endeksi} + EMPI$$

²⁰⁶ Balakrishnan ve Diğerleri, 2009, s. 3-9

²⁰⁷ Modele dahil edilen bütün veriler Birincil Kaynaktan temin edilmiştir. IMF Hesaplamaları

Tablo 4.2²⁰⁸
2008 Yılı Finansal Stres Endeksi Verileri

	AEFSI	EMFSI	TRFSI
01.01.2008	3,31	0,22	1,25
01.02.2008	3,62	-1,00	-0,01
01.03.2008	4,17	-0,11	1,37
01.04.2008	3,27	-0,37	0,12
01.05.2008	2,76	0,78	0,52
01.06.2008	4,40	1,43	1,12
01.07.2008	4,61	1,07	-1,13
01.08.2008	3,45	2,26	0,55
01.09.2008	6,89	2,97	1,38
01.10.2008	9,92	7,23	4,98
01.11.2008	11,19	5,01	2,71
01.12.2008	7,87	1,95	0,56



Grafik 4.1: Modele Dahil Edilen Finansal Stres Endeksleri

4.2.2.3 Modeldeki Hisse Senetleri

Rusya’da yatırımı bulunan ve ticari işlemde bulunan IMKB hisselerinden random şekilde seçilen 10 tanesi modele dahil edilmiştir. 48 aylık verileri kullanılmıştır. Şirket hisselerini etkileyebilecek sistematik olmayan riskler sabit varsayılmıştır. Hisse

²⁰⁸ Modeldeki 4 yıllık veriler için EK 3’e Bakınız

senedi fiyatlarının manipülasyona açık olmadığı ve sadece serbest piyasa koşullarında beklentilere göre fiyatlandığı varsayılmıştır.

Borsa’da İşlem gören ve Rusya’da yatırımı bulunan bazı şirketlerle ilgili rakamlara bakıldığında:

- Enka İnşaat 1997 yılından bu yana inşaat işi yapmaktadır.
- Anadolu Grubu Efes İçecek Grubu ve Şişecam 2002’de Moskova’da üretim gerçekleştirmektedir.
- Zorlu Grubu’na ait Vestel Şirketi ayrıca Rusya’da üretim gerçekleştirmektedir.
- Eczacıbaşı, Yapı Kredi, Ziraat, Garanti Bankası ve bir çok yerli müteahhitlik firması Rusya’da faaliyet göstermektedir. Dış Ticaret müsteşarlığının 2001 verilerine göre Rusya Federasyonu’nda 133 Türk Müteahhitlik Firması toplam 12.8 milyar dolar tutarında projeler üstlenmiştir.

4.2.2.3.1 Rusya’da yatırımı olan İMKB Şirketleri²⁰⁹

Adel kalemcilik, Ak-Al tekstil, Aksu İplik, Alarko, Altınyıldız, Burçelik, CBS Boya, Çimentaş, Çimsa, Ege Profil, Enka İnşaat, Ford Otomotiv, Gentaş, Goodyear, İhlas, İzmir Demir Çelik, İzocam, Kartonsan, Kent Gıda, Kelebek Mobilya, Klimasan, Konya Çimento, Kordsa, Karsu, Kütahya Porselen, Logo yazılım, Meges Boya, Mensa, Merko, Migros, Menderes, Marshall, Metemteks, Mutlu, Nuh Çimento, Parsan, Penguen, Pektim, Pimaş, Petrol Ofisi, Tat Konserve, Tofaş, Ford Otomotiv

Rusya Federasyonu ile Yoğun Ticari İlişkisi Bulunan Türk Firmalarından başlıcaları: MAN Türkiye, Mercedes Benz Türk, Temsa Ford Otomotiv, Toyota Otomotiv San. Türkiye, Oyak Renault, Tofaş Türk Otm, Hyundai Assan Otm.San.ve Tic. A.Ş.

²⁰⁹ Kaynak İMKB ve TÜİK

4.2.2.3.2 Portföye Random Seçilen IMKB Şirketleri

Anadolu Efes, Alarko, Arçelik, Eczacı Yapı, Enka İnşaat, Ford Otomotiv, Şişecam, Tofas Otomotiv, Tupaş, Vestel.

Tablo 4.3²¹⁰
Modele Seçilen 10 Hisse 2008 Aylık Getirileri

AYLAR	AEFES	ALARK	ARCLK	ECYAP	ENKAİ
01.01.2008	-16,55	-26,09	-17,79	-16,85	-19,51
01.02.2008	18,10	5,15	4,48	-1,35	12,73
01.03.2008	-13,14	-4,20	-24,29	-14,38	-11,83
01.04.2008	-2,52	17,52	7,55	9,60	7,32
01.05.2008	0,13	-2,20	-6,80	12,41	10,89
01.06.2008	-7,02	-12,74	-16,08	-19,81	-3,42
01.07.2008	25,00	1,80	12,20	0,00	2,70
01.08.2008	-10,00	7,10	4,30	-8,30	-29,00
01.09.2008	2,30	-15,00	-22,00	-25,00	-23,00
01.10.2008	6,40	-25,00	-37,00	-29,00	-45,70
01.11.2008	-11,00	3,00	-31,00	-36,00	-29,80
01.12.2008	12,00	0,00	20,00	20,00	23,00
	FROTO	SISE	TOASO	TUPRS	VESTL
01.01.2008	-0,83	-29,66	-13,82	-13,87	-34,48
01.02.2008	-3,33	14,46	7,55	5,93	7,37
01.03.2008	-10,34	-13,16	-24,56	-5,60	-18,63
01.04.2008	22,12	20,00	13,02	16,95	36,14
01.05.2008	-8,33	-14,14	0,72	-1,28	-5,31
01.06.2008	-20,45	-23,53	-24,89	-7,38	-7,94
01.07.2008	34,00	44,50	29,00	31,00	5,10
01.08.2008	-15,60	-7,00	-10,10	-15,38	-1,80
01.09.2008	-23,00	6,25	-38,00	-17,00	-33,00
01.10.2008	-16,00	-21,00	-22,00	-17,00	-33,00
01.11.2008	-19,20	-11,86	-44,00	-26,40	-8,90
01.12.2008	18,10	5,70	15,00	20,80	26,70

4.2.2.4 Hisse Senedi Portföyü

Ortalama Getiri Yöntemine göre 10 hisse senedinden oluşturulan portföyün aylık ortalama getirileri hesaplanmıştır. Tablo 4.4 Portföyün aylık ortalama getirilerini göstermektedir.

²¹⁰ Hisse senetlerinin 4 yıllık getirileri için Ek 4 bakınız

Tablo 4.4
Hisselerden Oluşan Portföyün Aylık Ortalama Getirileri

01.01.2005	6,15	01.01.2007	4,49
01.02.2005	2,42	01.02.2007	0,55
01.03.2005	-8,34	01.03.2007	4,09
01.04.2005	-8,42	01.04.2007	0,86
01.05.2005	10,40	01.05.2007	9,50
01.06.2005	9,26	01.06.2007	-2,67
01.07.2005	6,07	01.07.2007	3,17
01.08.2005	0,21	01.08.2007	-8,11
01.09.2005	3,78	01.09.2007	7,12
01.10.2005	0,42	01.10.2007	5,32
01.11.2005	10,45	01.11.2007	-5,33
01.12.2005	7,15	01.12.2007	2,99
01.01.2006	11,51	01.01.2008	-18,95
01.02.2006	9,28	01.02.2008	7,11
01.03.2006	-6,17	01.03.2008	-14,01
01.04.2006	4,60	01.04.2008	14,77
01.05.2006	-8,33	01.05.2008	-1,39
01.06.2006	-5,12	01.06.2008	-14,33
01.07.2006	0,58	01.07.2008	18,53
01.08.2006	-0,47	01.08.2008	-8,58
01.09.2006	-2,13	01.09.2008	-18,75
01.10.2006	8,61	01.10.2008	-23,93
01.11.2006	-2,43	01.11.2008	-21,52
01.12.2006	1,87	01.12.2008	16,13

4.2.2.5 Finansal Stres Endeksleri Arasında Korelasyon ilişkisi

Pearson Parametrik yöntemine göre Gelişmiş Ülkeler(AEFSI), Gelişmekte Olan Ülkeler(EMFSI) ve Türkiye’de(TRFSI) piyasaları etkileyen finansal stres endeksleri arasındaki korelasyon ilişkisi incelenmiştir. Yapılan Analiz Sonucunda Tablo 4.5 bu değişkenler arasındaki korelasyon ilişkisini anlamlılık derecesine göre göstermektedir.

Tablo 4.5
FSEs Korelasyon Tablosu

		AEFSI	EMFSI	TURFSI
AEFSI	Pearson Correlation	1		
	Sig. (2-tailed)			
	N	48		
EMFSI	Pearson Correlation	,885(**)	1	
	Sig. (2-tailed)	,000		
	N	48	48	
TURFSI	Pearson Correlation	,746(**)	,805(**)	1
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	
	N	48	48	48

** 0.01 seviyesinde (2-tailed) Korelasyon İlişkisi Anlamlıdır.

Analiz Sonucuna göre AEFSI, EMFSI ve TURFSI arasında tutarlı bir ilişki gözlemlenmiştir. Pearson Korelasyon yöntemine göre Gelişmiş Ülkelerle Gelişmekte olan ülkelerin finansal stres ilişkisi göreceli olarak Türkiye'deki finansal stresten farklı ve şiddetli seyretmektedir. Sonuca göre Gelişmiş ülkelerde başlayan kriz, özellikle gelişmekte olan ekonomileri etkilerken, bu etki Türkiye'deki finansal Piyasalar için kısmen daha sınırlı kalmıştır.

4.2.2.6 Finansal Stres ve Çatışma Stresi Arasındaki Korelasyon İlişkisi

Finansal Stres ile Çatışma Stresi (Conflict) arasındaki olası Korelasyon İlişkisine Pearson Parametrik yönteminden faydalanılarak bakılmıştır. Modeldeki finansal stres endeksi alt bileşenlerini AEFSI, EMFSI ve TURFSI oluşturmaktadır. Tablo 4.6 Finansal Stres ile Çatışma Stresi Arasındaki ilişkiyi ortaya koymaktadır. Pearson Parametrik yöntemi ile elde edilen bulgular finansal stres ile çatışma stresi arasında son derece tutarlı bir ilişki ortaya koymaktadır. Gelişmiş ülkelerde yaşanan finansal stres ile çatışma stresinin birbirinden fazla etkilendiği, gelişmiş ülkelerdeki finansal stres ile çatışma stresi arasındaki ilişki, Türkiye'deki finansal stres ile çatışma stresi arasındaki korelasyondan daha yüksek olduğu ortaya çıkmıştır. AEFSI- EMFSI arasındaki korelasyon %88 oranında açıklanırken AEFSI-Çatışma (Conflict) arasındaki korelasyon %83.3 ve AEFSI- TURFSI arasındaki korelasyon %74,6 oranında açıklayıcıdır.

Ortaya çıkan korelasyon ilişkisine göre çatışma riski Rusya'nın Gelişmiş Ekonomilerle daha derin ekonomik ve finansal ilişkiye sahip olmasından dolayı bu piyasalarda daha çok etki uyandırırken, Türkiye'deki finansal stres birinci derecede EMFSI ve AEFSI'den etkilenmekte, Çatışma stresi ikinci planda kalmaktadır.

Tablo 4.6
Finansal Stres ile Çatışma Stresi Arasındaki Korelasyon ilişkisi

		AEFSI	EMFSI	TURFSI	CONFLI CT
AEFSI	Pearson Correlation	1			
	Sig. (2-tailed)				
	N	48			
EMFSI	Pearson Correlation	,885(**)	1		
	Sig. (2-tailed)	,000			
	N	48	48		
TURFSI	Pearson Correlation	,746(**)	,805(**)	1	
	Sig. (2-tailed)	,000	,000		
	N	48	48	48	
CONFLI CT	Pearson Correlation	,833(**)	,787(**)	,711(**)	1
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000	
	N	48	48	48	48

** 0.01 seviyesinde (2-tailed) Korelasyon ilişkisi Tutarlıdır.

Finansal Stres ile Çatışma Stresi Arasındaki Korelasyon ilişkisinin analizinden çıkarılan önemli sonuçlardan birisi de bütün bu değişkenler arasında tutarlı bir ilişkinin mevcut olmasıdır.

4.2.2.7 Modele Dahil Edilen Hisse Senetleri ve Bu Senetlerden Oluşan Portföy Riskinin Ölçülmesi

Modele Dahil edilen her bir hisse senedinin ve bu hisselerden oluşan portföyün riski ölçülmüştür. Bu adımda 48 aylık veriler ışığında riski ölçülen hisse senetlerinin ve portföyün 2008 yılı 12 aylık verilerden yararlanılarak riski ölçülerek karşılaştırma yapılmıştır. Analiz Yöntemlerinden tanımlayıcı istatistik frekans aralığına bakılarak hisse senetlerinin standart sapması hesaplanmıştır.

Modele dahil edilen hisse senetlerinin ve bu hisselerden oluşan portföyün dönemsel karşılaştırılması yapılmadan önce, yıllık risk ve getiri değişimlerinin incelenmesi gerekmektedir. Yapılan istatistiksel ölçüm sonuçlarına göre portföyü

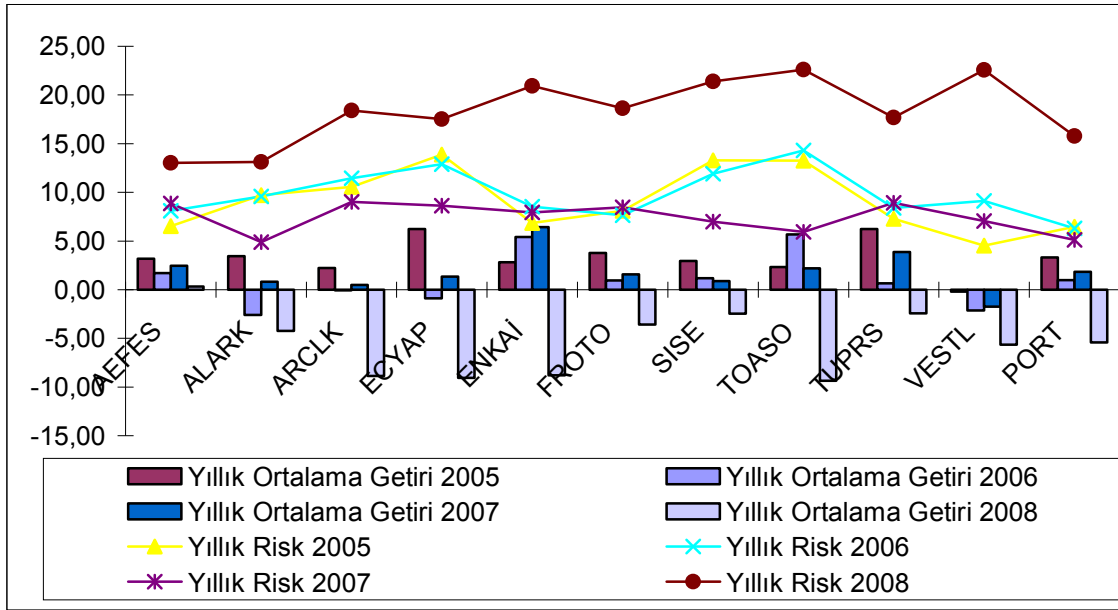
oluşturan hisse senetlerinin yıllara göre risk ve getiri düzeylerindeki değişim incelendiğinde 2008 yılının son çeyreğinde yaşanan finansal krize paralel bu hisselerde büyük oynaklık yaşanmıştır. Hisse senetlerinin getirilerinde belirgin bir düşüş yaşanırken (tablo 4.7; 4.8 ve grafik 4.2), risk seviyelerinde artış gerçekleşmiştir. Ancak bu artışa etki eden faktörlerin ne kadarlık kısmının çatışma stresinden etkilendiği her bir hisse için ilerleyen aşamalarda yapılacak analiz sonrasında ortaya konulacaktır.

Tablo 4.7
Hisse Senetlerinin Yıllık Ortalama Getiri Düzeyleri

	Yıllık Ortalama Getiri			
	2005	2006	2007	2008
AEFES	3,18	1,71	2,45	0,31
ALARK	3,45	-2,61	0,83	-4,22
ARCLK	2,22	-0,06	0,48	-8,87
ECYAP	6,24	-0,90	1,33	-9,06
ENKAİ	2,81	5,40	6,41	-8,80
FROTO	3,77	0,94	1,56	-3,57
SISE	2,95	1,17	0,89	-2,45
TOASO	2,32	5,68	2,21	-9,34
TUPRS	6,22	0,66	3,88	-2,44
VESTL	-0,20	-2,14	-1,74	-5,65
PORT	3,30	0,98	1,83	-5,41

Tablo 4.8
Hisse Senetlerinin Yıllık Risk Düzeyleri

	Yıllık Risk			
	2005	2006	2007	2008
AEFES	6,51	8,12	8,87	13,02
ALARK	9,72	9,59	4,90	13,13
ARCLK	10,55	11,43	9,01	18,40
ECYAP	13,87	12,89	8,63	17,52
ENKAİ	6,85	8,53	7,92	20,93
FROTO	8,11	7,65	8,45	18,64
SISE	13,29	11,90	6,98	21,37
TOASO	13,26	14,32	5,93	22,62
TUPRS	7,28	8,38	8,91	17,67
VESTL	4,53	9,13	7,06	22,57
PORT	6,46	6,31	5,11	15,79



Grafik 4.2 Hisse Senetleri Yıllık Ortalama Getiri ve Risk Tablosu

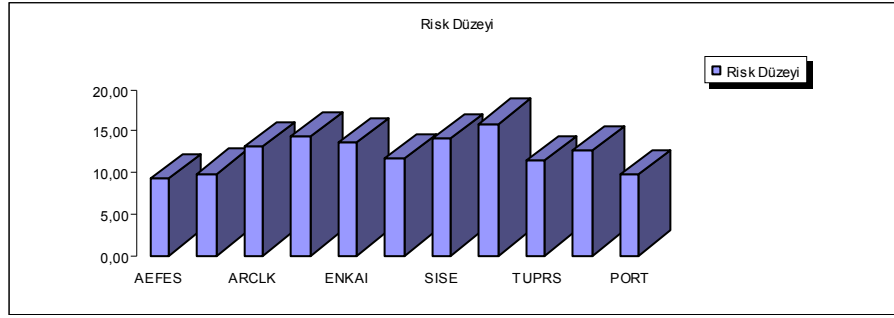
4.2.2.7.1 2005-2008 Arası Dönem

Modele dahil edilen hisse senetlerinin ve bunlardan oluşan portföyün riski Varyans- Standart Sapma Yöntemine göre incelenmiştir. 2005, 2006, 2007 ve 2008 yılları 48 aylık veri toplamında hisse senedi ve bu hisselerden oluşan portföy riski aşağıdaki gibi ölçülmüştür (Tablo 4.9)

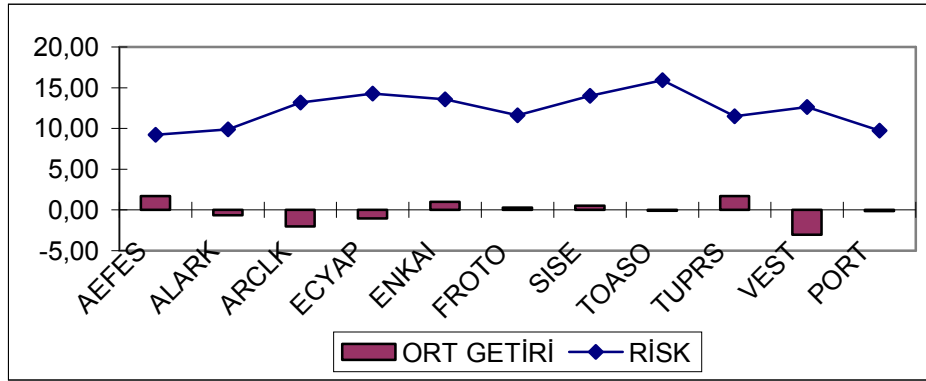
Tablo 4.9
2005-2008 Dönemi Verilerine Göre Ortalama Getiri ve Yıllık Risk Düzeyi

	RİSK	ORT GETİRİ
AEFES	9,24	1,70
ALARK	9,88	-0,65
ARCLK	13,20	-2,02
ECYAP	14,27	-1,03
ENKAI	13,57	1
FROTO	11,60	0,30
SISE	14,02	0,53
TOASO	15,91	-0,1
TUPRS	11,49	1,68
VEST	12,65	-3,05
PORT	9,75	-0,16

Rusya'ya yatırımı olan veya ticaret hacmi yoğun olan işletmelerden random olarak modele dahil edilen şirketlerin hisse senedi performansı değerlendirildiğinde, 4 yıllık hisse senetlerinin riskinin AEFES dışında portföyün riskinden daha fazla olduğu görülmektedir.



Grafik 4.3: 2005-2008 Yılları Arasındaki Risk Grafiği



Grafik 4.4: 2005-2008 Yılları Arasındaki Ortalama Getiri ve Risk Grafiği

Modele dahil edilen 48 aylık hisse senetlerinin ortalama getirisinin portföyde üstlenilen riske göre düşük olduğu gözlemlenmektedir.

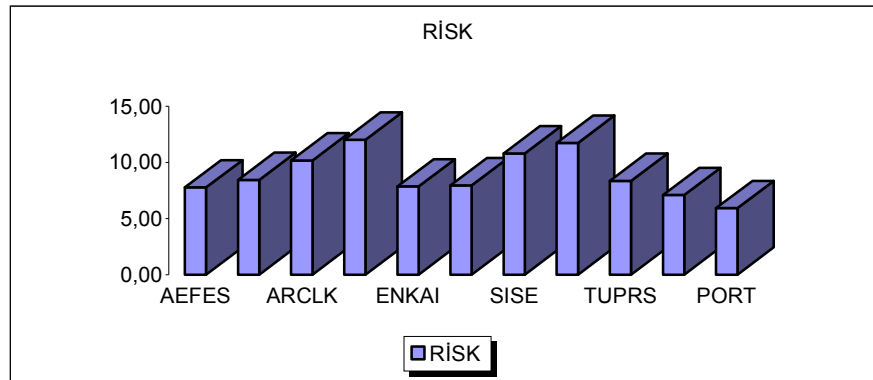
Savaşın ve Mali Krizin yaşandığı 2008 yılındaki hisse senedi ve portföy riski ve ortalama getirisi verilerini, 2005, 2006 ve 2007 yılları için elde edilen verilerle kıyaslamak gerekmektedir. Bu değerlendirme sonucunda küresel mali krizin finansal piyasalarda yarattığı stres artışı ve çatışmanın portföydeki hisseler üzerinde belirgin etki yarattığı görülmektedir.

4.2.2.7.1 2005, 2006 ve 2007 Yılları

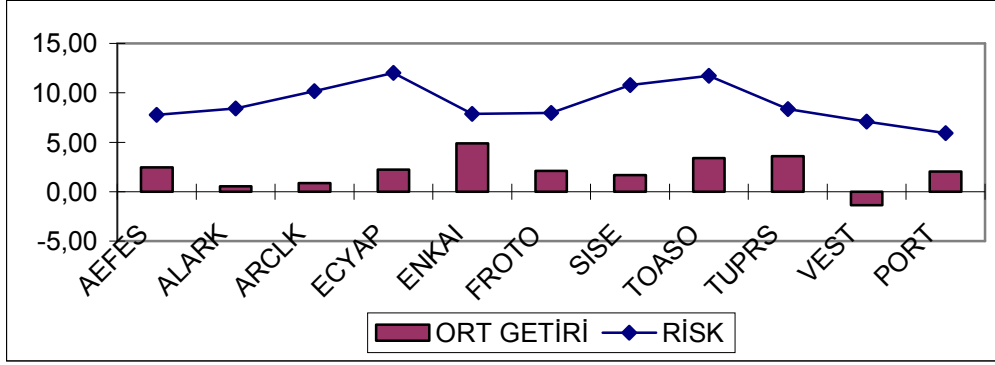
Bu dönem Küresel mali krizin etkilerinin yavaş yavaş piyasalarda hissedilmeye başladığı ve finansal stres endeksinde artışın kaydedilmeye başladığı dönemdir. Bu döneme ilişkin hisse senetleri ve bu hisselerden oluşan portföy incelendiğinde hisse senedi getirilerinin getirinin 2008 yılına göre daha yüksek olduğu riskin de daha düşük olduğu anlaşılmaktadır. Tablo 4.10 modeldeki hisse senedi ve bu hisselerden oluşan portföyün getiri ve risk düzeyini gösterirken; Grafik 4.5 ve 4.6 risk ve getiri düzeylerini karşılaştırmalı şekilde vermektedir. Bu dönemde portföyün riski bütün hisse senetlerinin risk düzeyinden belirli bir şekilde daha düşük seviyededir.

Tablo 4.10
2005, 2006 ve 2007 Yılı Verilerine Göre Risk ve Ortalama Getiri

	RİSK	ORT GETİRİ
AEFES	7,77	2,45
ALARK	8,43	0,56
ARCLK	10,17	0,88
ECYAP	12,01	2,22
ENKAI	7,86	4,87
FROTO	7,96	2,09
SISE	10,78	1,67
TOASO	11,74	3,40
TUPRS	8,36	3,59
VEST	7,09	-1,36
PORT	5,93	2,04



Grafik 4.5: 2005-2006 ve 2007 Yılları Arasındaki Risk Grafiği



Grafik 4.6: 2005, 2006 ve 2007 Yılları Ortalama Getiri ve Risk Grafiği

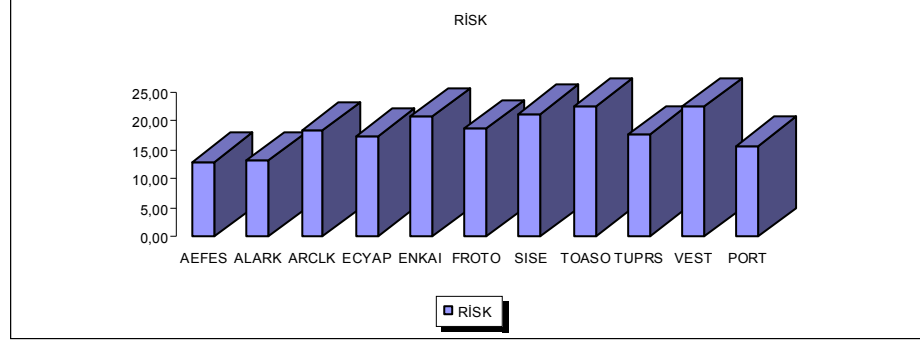
4.2.2.7.1 2008 Yılı

Modele dahil edilen hisse senetleri ve bu hisselerden oluşan portföyün getirisi ve risk düzeyi tek başına 2008 yılı için incelendiğinde şirketin hisse senetlerinde belirgin bir düşüşün yaşandığı ve risk düzeylerinde belirgin bir artışın gerçekleştiği görülmektedir. Tablo 4.11 hisse senetleri ve portföyün risk ve ortalama getirilerini verirken, Grafik 4.7 ve 4.8 hisse senedi ve portföyün riskindeki belirgin artışa rağmen getirisinin azaldığını göstermektedir. Küresel mali kriz ve 2008 Rus Gürcü Savaşının İMKB’de işlem gören ve Rusya ile Yatırımı veya yoğun ticari ilişkisi olan hisse senetlerini olumsuz etkilediği basit standart sapma ve ortalama getiri yöntemine göre anlaşılmaktadır.

Tablo 4.11
2008 Yılı Verilerine göre Risk ve Ortalama Getiri

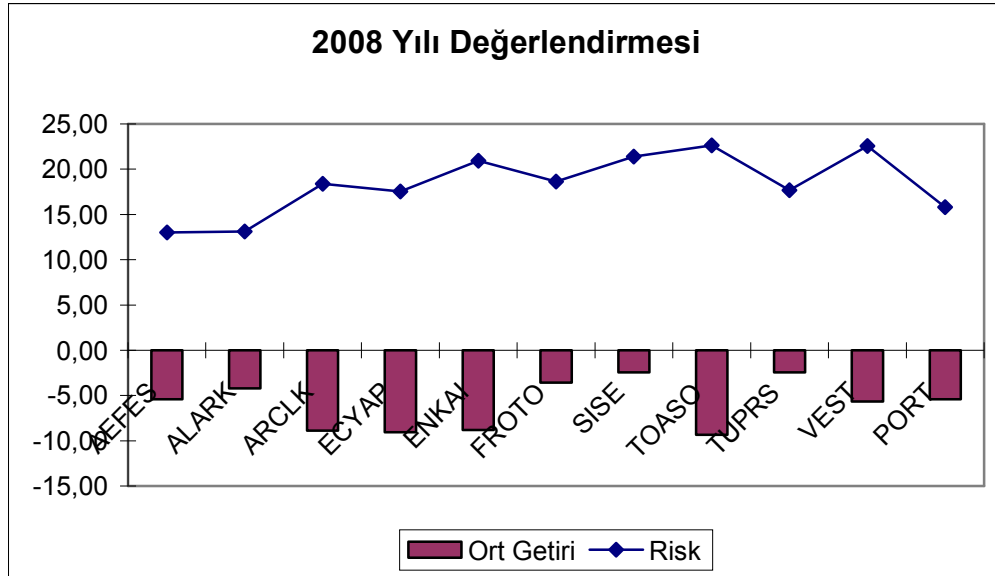
	RİSK	ORT GETİRİ
AEFES	13,02	-5,41
ALARK	13,13	-4,22
ARCLK	18,40	-8,87
EGYAP	17,52	-9,06
ENKAI	20,93	-8,80
FROTO	18,64	-3,57
SISE	21,37	-2,45
TOASO	22,62	-9,34
TUPRS	17,67	-2,44
VEST	22,57	-5,65
PORT	15,79	-5,41

Daha etkin bir değerlendirme yapabilmek için her bir stres bileşeni arasındaki korelasyon ilişkisini anlamak; hisse senedi ve portföy getirisi üzerindeki etkisini test etmek gerekmektedir.



Grafik 4.7: 2008 Yılı Risk Grafiği

Grafik 4.7 ve 4.8 Hisse Senetlerinden oluşan portföyün risk ve getiri seviyelerini gösterirken

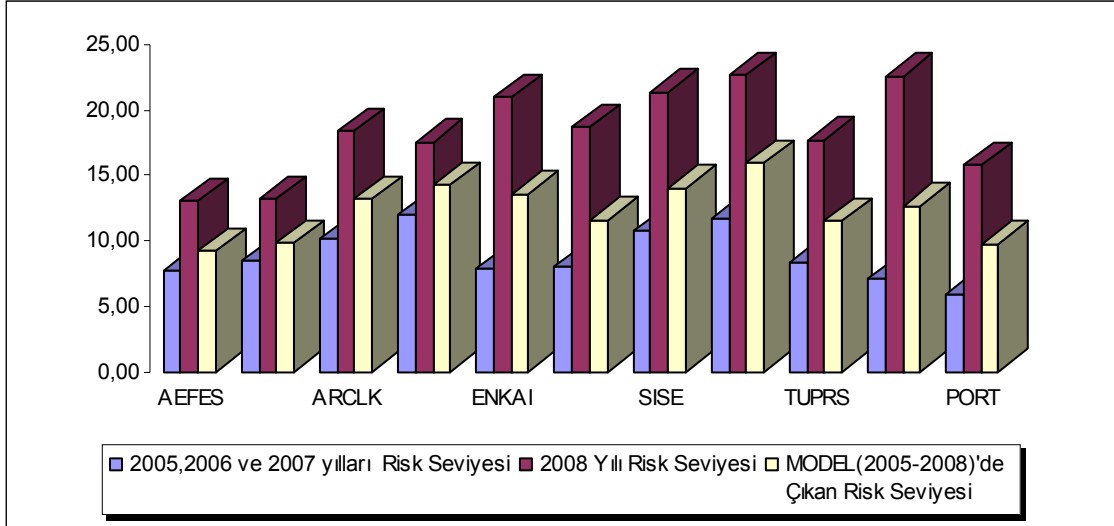


Grafik 4.8: 2008 Yılı Ortalama Getiri ve Risk Grafiği

Tablo 4.12
Dönemsel Karşılaştırmalı Risk ve Getiri Tablosu

	2005,2006 ve 2007 yılı Risk Seviyesi	2008 Yılı Risk Seviyesi	MODEL(2005-2008)'de Çıkan Risk Seviyesi
AEFES	7,77	13,02	9,24
ALARK	8,43	13,13	9,88
ARCLK	10,17	18,40	13,20
ECYAP	12,01	17,52	14,27
ENKAI	7,86	20,93	13,57
FROTO	7,96	18,64	11,60
SISE	10,78	21,37	14,02
TOASO	11,74	22,62	15,91
TUPRS	8,36	17,67	11,49
VEST	7,09	22,57	12,65
PORT	5,93	15,79	9,75

Modele dahil edilen hisse senetlerinin dönemler itibari ile riskinin değerlendirilmesi yapıldığında; tablo 4.12 ve grafik 4.9 çatışma stresinin ve finansal stresin doruk noktasına ulaştığı 2008 yılında, hisse ve portföyün riskinin modeldeki ilk üç yıla ve modeldeki kümülatif toplama göre aşırı yüksek olduğu anlaşılmaktadır.



Grafik 4.9 Model Riski ve Dönemsel Risk Karşılaştırma Grafiği

Grafik 4.9'dan da görüleceği üzere 2008 yılında yaşanan küresel mali kriz finans piyasalarını derinden etkilerken; çatışma stresi ile finansal stres arasındaki yüksek korelasyon göz önünde bulundurulursa, çatışma stresi de bu dönemde hisseler üzerinde etki oluşturmuştur.

4.2.2.8 Çatışma Riski ve Finansal Stresin Modelde Seçilen Hisseler Üzerindeki Etkisi ve Çoklu Regresyon Analizi

Regresyon analizinde, kurulan matematiksel modelde yer alan bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenler üzerindeki etkisi incelenmiştir. Birden fazla değişken modele dahil edildiğinden çoklu regresyon modeli oluşturulmuştur. Finansal Stresi- (AEFSI, EMFSI, TURFSI; Türkiye Piyasa değişkenleri) ve Çatışma riskinin modeldeki her bir hisse üzerindeki etkisi anlaşılmaya çalışılmıştır.

$$Y = a + bx_1 + cx_2 + \dots + e_j \text{ çoklu regresyon denkleminde}$$

Y= Bağımlı Değişken (Hisse Senedi Getirisi ve Portföy Ortalama Getirisi)

x_1, x_2, x_3, \dots : Bağımsız Değişkenleri

a, b, c, d,.....: Katsayılar

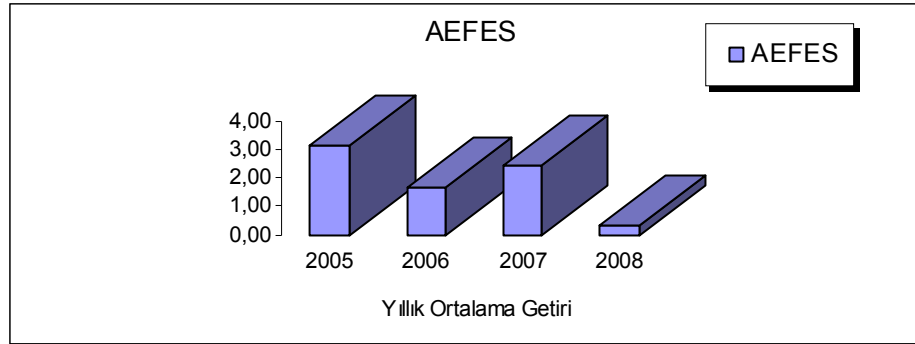
e_j : Hata terimi

4.2.2.8.1 AEFES Hisseleri üzerine etkisi

Hisse senedinin yıllık ortalama getiri oranlarına bakıldığında (tablo 4.13 ve grafik 4.10) hisse senedinin 2008 yılında getirisinin azaldığı görülmektedir. 4 yıllık verilere bakıldığında hissede belirgin bir düşüşün olmadığı gözlemlenirken risk seviyesindeki artış belirgin bir şekilde görülmektedir(Tablo 4.15; Grafik 4.11).

Tablo 4.13
AEFES Yıllık Ortalama Getiri Tablosu

	Yıllık Ortalama Getiri			
	2005	2006	2007	2008
AEFES	3,18	1,71	2,45	0,31



Grafik 4.10:AEFES yıllık Ortalama Getiri Grafiği

Tablo 4.14
AEFES Çoklu Regresyon Modeli Özeti

Model Özeti

Model	R	R Kare	Düzeltilmiş R Kare	Tahmini St. Sapma	Değişim İstatistikleri				Anlamlılık Düzeyi (Significance)	Durbin-Watson
					R Kare Değişim	F Değişim	df1	df2		
1	,665 ^a	,442	,344	7,49022	,442	4,522	7	40	,001	2,468

a. Predictors: (Constant), oynaklik, piyasetr, TRBeta, AEFISI, CONFLICT, EMFSI, TRFSI

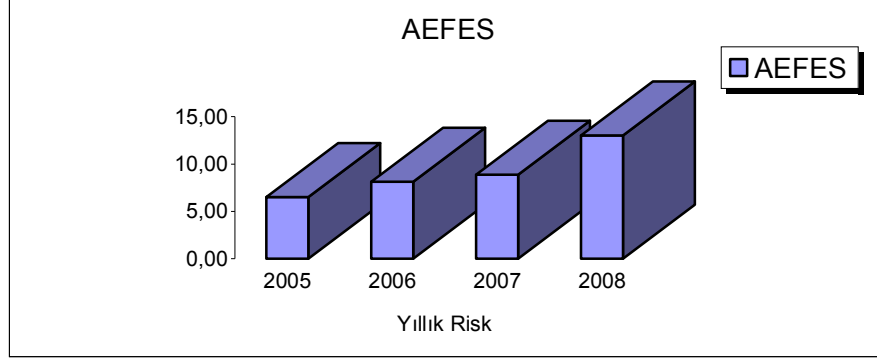
b. Bağımlı Değişken: AEFES

Belirlilik Düzeyi, R Kare (0,442) modeldeki bağımsız değişkenlerin AEFES hisse senedinde yaşanan oynaklık üzerindeki açıklayıcılığının kısmen yeterli düzeyde olduğunu göstermektedir. Buna rağmen anlamlılık düzeyi Anova testinde (0,001) olarak hesaplanmıştır. Belirlilik değerinin 1 olması hisseyi etkileyebilecek sistematik olmayan riskler modele dahil edilmediği için beklenmemektedir. Çatışma riski ve küresel finansal stresteeki artışın hisse senedindeki oynaklığa olan etkisi %44,2 oranında dahi açıklanması yeterli kabul edilmektedir.

AEFES'in 4 yıllık veriler dahilinde (48 ay) hisse senedi volatilitesi üzerinde yapılan incelemede, yaşanan fiyat değişimleri modelle tam olarak açıklanamamaktadır. Rusya'da yatırımı olan hisselerin savaşın ilk günlerinde aşırı tepki verdiği görülmüştür. Ancak firmaya özel durumlar, halka açıklık oranı veya sektörel koşulların; Sistematik olmayan riskin hisse senetlerini daha olumsuz etkilediği modelden çıkan sonuca göre anlaşılmaktadır.

Tablo 4.15
AEFES Yıllık Risk Tablosu

	Yıllık Risk			
	2005	2006	2007	2008
AEFES	6,51	8,12	8,87	13,02



Grafik 4.11: AEFES Yıllık Risk Düzeyi

Tablo 4.16
AEFES Çoklu Regresyon Anova Testi
ANOVA(b)

Model		Kareler Toplamı	df	Ortalama Kare (Mean Square)	F	Sig.
1	Regression	1775,833	7	253,690	4,522	,001(a)
	Residual	2244,133	40	56,103		
	Total	4019,966	47			

a Predictors: (Constant), oynaklik, piyasgetr, TRBeta, AEFES, CONFLICT, EMFSI, TRFSI

b Bağımlı Değişken: AEFES

AEFES için yapılan çoklu regresyon modelinde Anlamlılık (Significance) Değerinin (0,05)'den düşük olduğu Sig. 0,01 olduğu ve Bağımlı değişkendeki oynaklığı bağımsız değişkenlerin kısmen etkilediği anlaşılmıştır. AEFES'in son 4 yıldaki fiyat değişimleri ile son yıl içinde yaşanan finansal stres ve çatışma stresinin hisse senedinin genel performansını kısmen etkilediği (tablo 4.17 ve grafik 4.12) anlaşılrsa da model bu hisse için tam olarak açıklayıcı değildir.

Korelasyon seviyesi

AEFES'in hisse değerinin Çatışma ve Küresel Krizden çok fazla etkilenmemekle birlikte 2008 yılında hisse senedi getirisinde hafif düşme ve riskinde

göreceli olarak yükselme olduğu görülmüştür. Ancak bu değişmelerin tutarlılık testinde istenilen parametreler kısmen elde edilmiştir.

Tablo 4.17
AEFES, Çatışma Stresi ve Finansal Stres Korelasyon Veri Tablosu

		AEFSI	EMFSI	TURFSI	CONFLIC T	AEFES
AEFSI	Pearson Correlation	1				
	Sig. (2-tailed)					
	N	48				
EMFSI	Pearson Correlation	,885(**)	1			
	Sig. (2-tailed)	,000				
	N	48	48			
TURFSI	Pearson Correlation	,746(**)	,805(**)	1		
	Sig. (2-tailed)	,000	,000			
	N	48	48	48		
CONFLIC T	Pearson Correlation	,833(**)	,787(**)	,711(**)	1	
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000		
	N	48	48	48	48	
AEFES	Pearson Correlation	-,102	-,163	-,260	-,130	1
	Sig. (2-tailed)	,490	,268	,074	,379	
	N	48	48	48	48	48

** Korelasyon 0.01 seviyesinde anlamlıdır. (2 Yönlü).

Tablo 4.17’de elde edilen korelasyon katsayılarında Çatışma ve Küresel Krizin aynı anda yoğunlaştığı ve bu iki değişken arasında bir etkileşim olduğu ortaya çıkmaktadır. AEFSI ile EMFSI arasındaki Korelasyon Katsayısı %88,5 (,885) ve mükemmel tutarlılık seviyesi (,000) çıkmıştır. Kriz ve Savaşın aynı anda etkileyici faktörler olduğu anlaşılmaktadır. Ancak bu etki, modelden anlaşılacağı üzere AEFES hisselerinde orta vadede belirleyici olmamıştır.

Korelasyon İlişkilerine bakıldığında;

AEFES hisse değişimi ile AEFSI arasında ters ilişki bulunmaktadır. Yani Gelişmiş ülkelerde finansal stres arttıkça hisse fiyatları ile %10,2 lik olumsuz bir etki ortaya çıkmaktadır.

AEFES hisse değişimi ile EMFSI arasında ters ilişki bulunmaktadır. Yani Gelişmekte olan ülkelerde finansal stres arttıķa hisse fiyatları ile %16,3'lk olumsuz bir etki ortaya çıkmaktadır. AEFES'in EMFSI ile etkileşimi AEFES'e göre kısmen biraz daha fazladır.

AEFES hisse değişimi ile TURFSI arasında ters ilişki bulunmaktadır. Yani Türkiye'de finansal stres arttıķa hisse fiyatları ile %26'lık olumsuz bir etki ortaya çıkmaktadır. AEFES'in TURFSI ile etkileşimi EMFSI ve AEFES'e göre kısmen daha belirgindir.

AEFES hisse değişimi ile çatışma arasında ters ilişki bulunmaktadır. Yani atışma Stresi arttıķa hisse fiyatları ile %13'lk olumsuz bir etki ortaya çıkmaktadır. AEFES'in çatışma stresi ile etkileşimi EMFSI ve TURFSI'ye göre daha sınırlıdır.

Hisse Senedi fiyat değişimleri ile çatışma stresi ve küresel stres arasında negatif ilişki bulunmakta ancak bu bulgu güven aralığının çok dışında kalmıştır. Bu nedenle korelasyon ilişkisi tutarlı değildir.

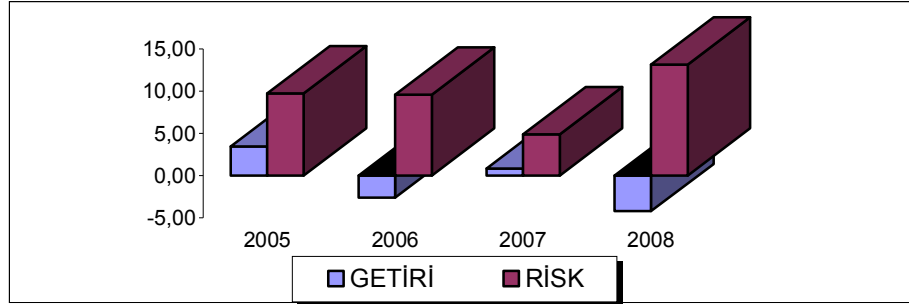
Sonuç: Model AEFES hisseleri için kısmen açıklayıcıdır. Sistematiik olmayan faktörlerden dolayı, çatışma stresinin AEFES Hisselerini kısmen etkilediği sonucunu vermektedir.

4.2.2.8.2 ALARKO Hisseleri zerine etkisi

Hisse senedinin yıllık ortalama getiri oranlarına bakıldığında (tablo 4.18 ve grafik 4.12) hisse senedinin 2008 yılında ortalama getirisinin ilk üç yıla göre azaldığı görülmektedir. 4 yıllık verilere bakıldığında hissede belirgin bir düşüş gözlemlenirken risk seviyesindeki artış da belirgin bir şekilde görülmektedir (Tablo 4.15; Grafik 4.12).

Tablo 4.18
ALARKO Yıllık Ortalama Getiri ve Risk Tablosu

	ALARKO			
	2005	2006	2007	2008
Ort Getiri	3,45	-2,61	0,83	-4,22
Risk	9,72	9,59	4,90	13,13



Grafik 4.12 :ALARKO yıllık Ortalama Getiri ve Risk Grafiği

Tablo 4.19
ALARKO Çoklu Regresyon Modeli Özeti

Model Summary

Model	R	R Kare	Düzeltilmiş R Kare	Tahmini St. Sapma	Değişim İstatistikleri				Anlamlılık Düzeyi (significance)	Durbin-Watson
					R Kare Değişim	F Değişim	df1	df2		
1	,746 ^a	,557	,479	7,13285	,557	7,174	7	40	,000	2,444

a. Predictors: (Constant), oynaklik, piyasagetr, TRBeta, AEFSI, CONFLICT, EMFSI, TRFSI

b. Bağımlı Değişken: ALARK

Belirlilik katsayısı (tablo 4.19) ve ANOVA değeri (tablo 4.20) modelin ALARKO hisse değişimi üzerinde açıklayıcı olduğunu ortaya koymaktadır. Belirlilik katsayısının 1 olması hisseyi etkileyebilecek sistematik olmayan riskler modele dahil edilmediği için beklenmemektedir. Çatışma riski ve küresel finansal stresteki artışın hisse senedindeki oynaklığa olan etkisi %55,7 oranında dahi açıklanması yeterli kabul edilmektedir. Enter Methodunda yapılan Parametrik Regresyon analizinde Durbin-Watson Modeli Anlamlılık Düzeyi Significance seviyesi (0,000) olarak ölçülmüştür. Modele dahil edilen bağımsız değişkenlerin ALARK hisselerinde yaşanan oynaklığa neden olduğu anlaşılmaktadır.

ALARKO'nun 4 yıllık veriler dahilinde (48 ay) hisse senedi volatilitesi üzerinde yapılan incelemede, AEFSI, EMFSI, TURFSI ve Çatışma Stresinin yaşanan fiyat değişimlerine olan etkisi modelle açıklanabilmektedir. Rusya'da yatırımı olan hisselerin savaşın ilk günlerinde aşırı tepki verdiği görülmüştür. Ancak firmaya özel durumlar, halka açıklık oranı veya sektörel koşulların; Sistemik olmayan risklerin de

hisse senetlerini olumsuz etkileyebileceği göz ardı edilmemelidir. Modelin açıklanamayan kısmını ifade etmektedir.

Tablo 4.20
ALARKO Çoklu Regresyon Anova Testi

ANOVA ^b						
Model		Kareler Toplamı	df	Ortalama Kare	F	Sig.
1	Regression	2554,889	7	364,984	7,174	,000 ^a
	Residual	2035,100	40	50,877		
	Toplam	4589,989	47			

a. Predictors: (Constant), oynaklik, piyasgetr, TRBeta, AEFSI, CONFLICT, EMFSI, TRFSI

b. Bağımlı Değişken: ALARK

ALARKO için yapılan çoklu regresyon modelinde Significance Değerinin tutarlılık derecesi olan (0,05)'den küçük olduğu, Sig. 0,00 olduğu ve bağımlı değişkendeki oynaklığı bağımsız değişkenlerin etkilediği anlaşılmaktadır. ALARKO'nun son 4 yıldaki fiyat değişimleri ile son yıl içinde yaşanan finansal stres ve çatışma stresinin orta ve uzun vadede diğer hisselerle paralel, hisse senedinin genel performansını etkilediği (tablo 4.7; 4.8 ve grafik 4.2) anlaşılmaktadır.

Korelasyon seviyesi

ALARKO'nun hisse değerinin Çatışma ve Küresel Krizden etkilendiği anlaşılırken, bununla birlikte 2008 yılında hisse senedi getirisinde belirgin bir düşüş ve riskinde ciddi bir yükselme olduğu görülmüştür. Çatışma stresi ve finansal stresin bu değişimdeki etkisi tutarlılık testinde istenilen parametreler çerçevesinde elde edilmiştir.

Tablo 4.21'de elde edilen korelasyon katsayılarında Çatışma ve Küresel Krizin aynı anda yoğunlaştığı ve bu iki değişken arasında bir etkileşim olduğu ortaya çıkmaktadır. AEFSI ile EMFSI arasındaki Korelasyon Katsayısı %88,5 (,885) ve mükemmel tutarlılık seviyesi (,000) çıkmıştır. Kriz ve Savaşın aynı anda etkileyici faktörler olduğu anlaşılmaktadır. Bu etki modelden anlaşılacağı üzere etki, ALARKO hisseleri üzerinde belirli bir şekilde ilişkilendirilebilmektedir.

Tablo 4.21
ALARKO, Çatışma stresi ve Finansal Stres Korelasyon Veri Tablosu

		AEFSI	EMFSI	TRFSI	CONFLICT	ALARK
AEFSI	Pearson Correlation	1				
	Sig. (2-tailed)					
	N	48				
EMFSI	Pearson Correlation	,885(**)	1			
	Sig. (2-tailed)	,000				
	N	48	48			
TRFSI	Pearson Correlation	,746(**)	,805(**)	1		
	Sig. (2-tailed)	,000	,000			
	N	48	48	48		
CONFLICT	Pearson Correlation	,833(**)	,787(**)	,711(**)	1	
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000		
	N	48	48	48	48	
ALARK	Pearson Correlation	-,244	-,389(**)	-,492(**)	-,254	1
	Sig. (2-tailed)	,095	,006	,000	,082	
	N	48	48	48	48	48

** Korelasyon 0.01 seviyesinde anlamlıdır. (2-yönlü).

Korelasyon İlişkilerine bakıldığında;

ALARKO hisse değişimi ile AEFSI arasında ters ilişki bulunmaktadır. Yani Gelişmiş ülkelerde finansal stres arttıkça hisse fiyatları ile %24,4 lük olumsuz bir etki ortaya çıkmaktadır.

ALARKO hisse değişimi ile EMFSI arasında ters ilişki bulunmaktadır. Yani Gelişmekte olan ülkelerde finansal stres arttıkça hisse fiyatları üzerinde 38,9 lük olumsuz bir etki ortaya çıkmaktadır. ALARKO'nun EMFSI ile etkileşimi, AEFSI ve Çatışma Riski ile etkileşime göre çok daha fazladır.

ALARKO Hisse senetlerinde yaşanan oynaklık ile TURFSI arasında ters ilişki bulunmaktadır. Yani Türkiye'de finansal stres arttıkça hisse fiyatları ile %49,4 lük olumsuz bir etki ortaya çıkmaktadır. ALARKO'nun TURFSI ile etkileşimi AEFSI, EMFSI ve Çatışma Riskine göre çok daha belirgindir.

ALARKO hisse değişimi ile Çatışma arasında ters ilişki bulunmaktadır. Yani Çatışma Stresi arttıkça hisse fiyatları ile %25,4'lük olumsuz bir etki ortaya çıkmaktadır. ALARKO'nun çatışma stresi ile etkileşimi EMFSI ve TURFSI'ye göre daha sınırlıdır.

Hisse Senedi fiyat değişimleri ile çatışma stresi ve küresel ekonomik stres arasında negatif ilişki bulunmaktadır ve bu bulgu geçerli ve güvenilirdir. Bu nedenle korelasyon ilişkisi tutarlıdır.

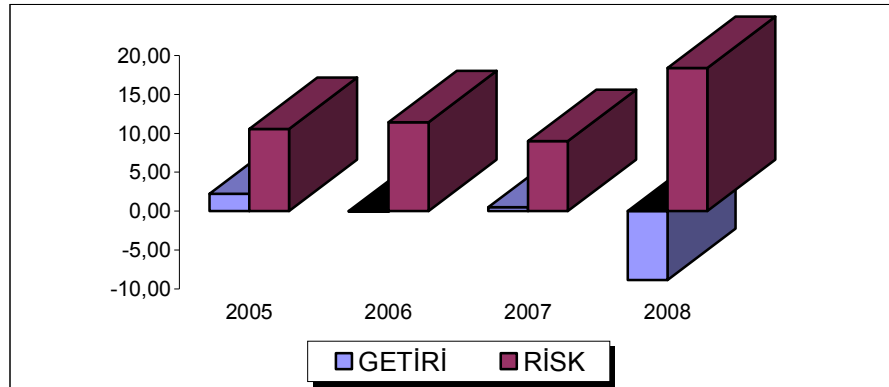
Sonuç: Model ALARKO hisseleri için açıklayıcıdır. Sistematiik olmayan faktörlere paralel, finansal stres ve çatışma stresinin ALARKO Hisselerini oldukça olumsuz etkilediği sonucuna ulaşılmaktadır. Küresel Kriz ALARKO Hisselerini Çatışma Riskine göre oldukça çok etkilemiştir.

4.2.2.8.3 ARCLK Hisseleri üzerine etkisi

Hisse senedinin yıllık ortalama getiri oranlarına bakıldığında (tablo 4.22 ve grafik 4.13) hisse senedinin 2008 yılında ortalama getirisinin ilk üç yıla göre oldukça çok azaldığı görülmektedir. 4 yıllık verilere bakıldığında hissede belirgin bir düşüş gözlemlenirken risk seviyesindeki artış da belirgin bir şekilde gözlemlenebilmektedir. (Tablo 4.22; Grafik 4.13). 4 yıllık verilere bakıldığında hisse senedinin getirisinin riske paralel artmadığı gözlemlenebilmektedir.

Tablo 4.22
ARCLK Yıllık Ortalama Getiri ve Risk Tablosu

	ARCLK			
	2005	2006	2007	2008
Ort.Getiri	2,22	-0,06	0,48	-8,87
Risk	10,55	11,43	9,01	18,40



Grafik 4.13 :ARCLK yıllık Ortalama Getiri ve Risk Grafiği

Tablo 4.23
ARCLK Çoklu Regresyon Modeli Özeti

Model Özeti

Model	R	R Kare	Düzeltilmiş R Kare	Tahmini St. Sapma	Değişim İstatistikleri					Durbin-Watson
					R Kare Değişim	F Değişim	df1	df2	Anlamlılık Düzeyi	
1	,781 ^a	,610	,542	8,94065	,610	8,936	7	40	,000	2,268

a. Predictors: (Constant), oynaklik, piyasgetr, TRBeta, AEFSI, CONFLICT, EMFSI, TRFSI

b. Bağımlı Değişken: ARCLK

Belirlilik Katsayısı (tablo 4.23) ve ANOVA değeri (tablo 4.24) modelin ARCLK hisse değişimi üzerinde oldukça açıklayıcı olduğunu ortaya koymaktadır. Belirlilik değerinin 1 olması hisseyi etkileyebilecek sistematik olmayan riskler modele dahil edilmediği için beklenmemektedir. Çatışma riski ve küresel finansal stresteki artışın hisse senedindeki oynaklığa olan etkisi %61 oranında dahi açıklanması yeterli kabul edilmektedir. Enter Methodunda yapılan Parametrik Regresyon analizinde Durbin-Watson Modeli Anlamlılık Significance seviyesi (0,00) olarak ölçülmüştür. Anlamlılık Significance seviyesi (0,05) altında olması gerekmektedir.

ARCLK'in 4 yıllık veriler dahilinde (48 ay) hisse senedi volatilitesi üzerinde yapılan incelemede, AEFSI, EMFSI, TURFSI ve Çatışma Stresinin yaşanan fiyat değişimlerine olan etkisi modelle açıklanabilmektedir. Rusya'da yatırımı olan hisselerin savaşın ilk günlerinde aşırı tepki verdiği görülmüştür. Ancak firmaya özel durumlar, halka açıklık oranı veya sektörel koşulların; Sistematik olmayan riskin hisse senetlerini olumsuz etkilediği görülmektedir. Modelin açıklanamayan kısmını oluşturmaktadır.

Tablo 4.24
ARCLK Çoklu Regresyon Anova Testi
ANOVA(b)

Model		Kareler Toplamı	df	Ortalama Kare	F	Sig.
1	Regression	5000,260	7	714,323	8,936	,000(a)
	Residual	3197,410	40	79,935		
	Toplam	8197,670	47			

a Predictors: (Constant), oynaklik, piyasgetr, TRBeta, AEFSI, CONFLICT, EMFSI, TRFSI

b Bağımlı Değişken: ARCLK

ARCLK için yapılan çoklu regresyon modelinde anlamlılık, significance Değerinin tutarlılık derecesi olan (0,05)'den küçük olduğu, Sig. 0,00 olduğu ve bağımlı değişkendeki oynaklığı bağımsız değişkenlerin etkilediği anlaşılmaktadır. ARCLK'in son 4 yıldaki fiyat değişimleri ile son yıl içinde yaşanan finansal stres ve çatışma stresinin orta ve uzun vadede diğer hisselerle paralel, hisse senedinin genel performansını etkilediği (tablo 4.7; 4.8 ve grafik 4.2) anlaşılmaktadır.

Korelasyon seviyesi

ARCLK'in hisse değerinin Çatışma ve Küresel Krizden etkilendiği anlaşılırken, bununla birlikte 2008 yılında hisse senedi getirisinde belirgin bir düşüş ve riskinde ciddi bir yükselme olduğu görülmüştür. Çatışma stresi ve finansal stresin bu değişimdeki etkisi tutarlılık testinde istenilen parametreler çerçevesinde elde edilmiştir. Tablo 4.25'de elde edilen korelasyon katsayılarında Çatışma ve Küresel Krizin aynı anda yoğunlaştığı ve bu iki değişken arasında bir etkileşim olduğu ortaya çıkmaktadır. AEFSI ile EMFSI arasındaki Korelasyon Katsayısı %88,5 (,885) ve mükemmel tutarlılık seviyesi (,000) çıkmıştır. Kriz ve Savaşın aynı anda etkileyici faktörler olduğu anlaşılmaktadır. Bu etki modelden anlaşılacağı üzere, ARCLK hisseleri üzerinde belirli bir şekilde ilişkilendirilebilmektedir.

Tablo 4.25
ARCLK, Çatışma stresi ve Finansal Stres Korelasyon Veri Tablosu

		AEFSI	EMFSI	TRFSI	CONFLICT	ARCLK
AEFSI	Pearson Correlation	1				
	Sig. (2-tailed)					
	N	48				
EMFSI	Pearson Correlation	,885(**)	1			
	Sig. (2-tailed)	,000				
	N	48	48			
TRFSI	Pearson Correlation	,746(**)	,805(**)	1		
	Sig. (2-tailed)	,000	,000			
	N	48	48	48		
CONFLICT	Pearson Correlation	,833(**)	,787(**)	,711(**)	1	
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000		
	N	48	48	48	48	
ARCLK	Pearson Correlation	-,460(**)	-,534(**)	-,529(**)	-,377(**)	1
	Sig. (2-tailed)	,001	,000	,000	,008	
	N	48	48	48	48	48

** Korelasyon 0.01 seviyesinde anlamlıdır. (2-yönlü).

Korelasyon İlişkilerine bakıldığında;

ARCLK hisse değişimi ile AEFSI arasında ters ilişki bulunmaktadır. Yani Gelişmiş ülkelerde finansal stres arttıkça hisse fiyatları ile %46,'lık olumsuz bir etki ortaya çıkmaktadır.

ARCLK hisse değişimi ile EMFSI arasında ters ilişki bulunmaktadır. Yani Gelişmekte olan ülkelerde finansal stres arttıkça hisse fiyatları üzerinde % 53,4'lük olumsuz bir etki ortaya çıkmaktadır. ARCLK'in EMFSI ile etkileşimi, AEFSI ve Çatışma Riski ile etkileşime göre çok daha fazladır. ARCLK Hisseleri en çok EMFSI ile etkileşim halindedir.

ARCLK Hisse senetlerinde yaşanan oynaklık ile TURFSI arasında ters ilişki bulunmaktadır. Yani Türkiye'de finansal stres arttıkça hisse fiyatları ile %52,9'lük olumsuz bir etki ortaya çıkmaktadır. ARCLK'in TURFSI ile etkileşimi AEFSI ve Çatışma Riskine ile etkileşimine göre çok daha belirgindir ancak EMFSI ile etkileşiminden fazla değildir.

ARCLK hisse senetlerinde yaşanan volatilité ile Çatışma arasında ters ilişki bulunmaktadır. Yani Çatışma Stresi arttıkça hisse fiyatları ile %37,7'lik olumsuz bir etki ortaya çıkmaktadır. ARCLK'in çatışma stresi ile etkileşimi EMFSI ve TURFSI'ye göre daha sınırlıdır.

Hisse Senedi fiyat değişimleri ile çatışma stresi ve küresel ekonomik stres arasında negatif ilişki bulunmaktadır ve bu bulgu geçerli ve güvenilirdir. Bu nedenle korelasyon ilişkisi tutarlıdır.

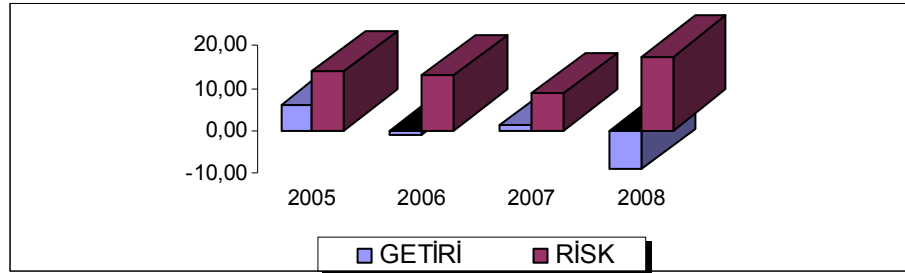
Sonuç: Model ARCLK hisseleri için oldukça açıklayıcıdır. Sistematiik olmayan faktörlere paralel, finansal stres ve çatışma stresinin ARCLK Hisselerini oldukça olumsuz etkilediği sonucuna ulaşılmaktadır. Küresel Kriz ARCLK Hisselerini Çatışma Riskine göre oldukça çok etkilemiştir. Gelişmekte olan piyasalardaki stres artışı Arçelik Hisselerini etkileyen en önemli faktördür.

4.2.2.8.4 ECYAP Hisseleri üzerine etkisi

Hisse senedinin yıllık ortalama getiri oranlarına bakıldığında (tablo 4.26 ve grafik 4.14) hisse senedinin 2008 yılında ortalama getirisinin ilk üç yıla göre oldukça çok azaldığı görülmektedir. 4 yıllık verilere bakıldığında hisse senedi getirisinde belirgin bir düşüş gözlemlenirken risk seviyesinde oldukça belirgin bir artış (Tablo 4.26; Grafik 4.14) gözlemlenebilmektedir. 4 yıllık verilere bakıldığında hisse senedinin getirisinin riske paralel artmadığı gözlemlenebilmektedir.

Tablo 4.26
ECYAP Yıllık Ortalama Getiri ve Risk Tablosu

	ECYAP			
	2005	2006	2007	2008
Ort.Getiri	6,24	-0,90	1,33	-9,06
Risk	13,87	12,89	8,63	17,52



Grafik 4.14: ECYAP yıllık Ortalama Getiri ve Risk Grafiği

Tablo 4.27
ECYAP Çoklu Regresyon Modeli Özeti

Model Özeti

Model	R	R Kare	Düzeltilmiş R Kare	Tahmini Standart Sapma	Değişim İstatistikleri				Anlamlılık Düzeyi (Significance)	Durbin-Watson
					R Kare Değişim	F Değişim	df1	df2		
1	,710 ^a	,504	,417	10,89982	,504	5,797	7	40	,000	2,511

a. Predictors: (Constant), oynaklik, piyasgetr, TRBeta, AEFSI, CONFLICT, EMFSI, TRFSI

b. Bağımlı Değişken: ECYAP

Modelin Belirlilik Katsayısı, R kare değeri (tablo 4.27) ve ANOVA değeri (tablo 4.28) modelin ECYAP hisse değişimi üzerinde oldukça açıklayıcı olduğunu ortaya koymaktadır. Belirlilik Düzeyi R Kare değerinin 1 olması hisseyi etkileyebilecek

sistemantik olmayan riskler modele dahil edilmediği için beklenmemektedir. Belirlilik Katsayısı %50 çıkmıştır. Enter Methodunda yapılan Parametrik Regresyon analizinde Durbin-Watson Modeli Anlamlılık Significance seviyesi (0,00) olarak ölçülmüştür. Significance seviyesi (0,05) altında olması gerekmektedir.

ECYAP'inn 4 yıllık veriler dahilinde (48 ay) hisse senedi volatilitesi üzerinde yapılan incelemede, AEFSI, EMFSI, TURFSI ve Çatışma Stresinin yaşanan fiyat değişimlerine olan etkisi modelle açıklanabilmektedir. Rusya'da yatırımı olan hisselerin savaşın ilk günlerinde aşırı tepki verdiği görülmüştür. Ancak firmaya özel durumlar, halka açıklık oranı veya sektörel koşulların; Sistemantik olmayan riskin hisse senetlerini olumsuz etkilediği görülmektedir. Modelin açıklanamayan kısmını oluşturmaktadır.

Tablo 4.28
ECYAP Çoklu Regresyon Anova Testi

ANOVA(b)

Model	Kareler Toplamı	df	Ortalama Kare	F	Sig.
1 Regression	4820,660	7	688,666	5,797	,000(a)
Residual	4752,241	40	118,806		
Total	9572,900	47			

a Predictors: (Constant), oynaklik, piyasagetr, TRBeta, AEFSI, CONFLICT, EMFSI, TRFSI

b Bagimli Degisken: ECYAP

ECYAP için yapılan çoklu regresyon modelinde Significance Değerinin tutarlılık derecesi olan (0,05)'den küçük olduğu, Sig. 0,00 olduğu ve bağımlı değişkendeki oynaklığı bağımsız değişkenlerin etkilediği anlaşılmaktadır. ECYAP'ın son 4 yıldaki fiyat değişimleri ile son yıl içinde yaşanan finansal stres ve çatışma stresinin orta ve uzun vadede diğer hisselerle paralel, hisse senedinin genel performansını etkilediği (tablo 4.7; 4.8 ve grafik 4.2) anlaşılmaktadır.

Korelasyon seviyesi

ECYAP'ın hisse değerinin Çatışma ve Küresel Krizden oldukça etkilendiği anlaşılırken, bununla birlikte 2008 yılında hisse senedi getirisinde belirgin bir düşüş ve riskinde ciddi bir yükselme olduğu görülmüştür. Çatışma stresi ve finansal stresin bu

değişimdeki etkisi tutarlılık testinde istenilen parametreler çerçevesinde elde edilmiştir. Tablo 4.29'da elde edilen korelasyon katsayılarında Çatışma ve Küresel Krizin aynı anda yoğunlaştığı ve bu iki değişken arasında bir etkileşim olduğu ortaya çıkmaktadır. AEFSI ile EMFSI arasındaki Korelasyon Katsayısı %88,5 (,885) ve mükemmel tutarlılık seviyesi (,000) çıkmıştır. Kriz ve Savaşın aynı anda etkileyici faktörler olduğu anlaşılmaktadır. Bu etki modelden anlaşılacağı üzere, ECYAP hisseleri üzerinde belirli bir şekilde ilişkilendirilebilmektedir

Tablo 4.29
ECYAP, Çatışma stresi ve Finansal Stres Korelasyon Veri Tablosu

		AEFSI	EMFSI	TRFSI	CONFLICT	ECYAP
AEFSI	Pearson Correlation	1				
	Sig. (2-tailed)					
	N	48				
EMFSI	Pearson Correlation	,885(**)	1			
	Sig. (2-tailed)	,000				
	N	48	48			
TRFSI	Pearson Correlation	,746(**)	,805(**)	1		
	Sig. (2-tailed)	,000	,000			
	N	48	48	48		
CONFLICT	Pearson Correlation	,833(**)	,787(**)	,711(**)	1	
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000		
	N	48	48	48	48	
ECYAP	Pearson Correlation	-,467(**)	-,553(**)	-,627(**)	-,390(**)	1
	Sig. (2-tailed)	,001	,000	,000	,006	
	N	48	48	48	48	48

** Korelasyon 0.01 seviyesinde anlamlıdır. (2-yönlü).

Korelasyon İlişkilerine bakıldığında;

ECYAP hisse değişimi ile AEFSI arasında ters ilişki bulunmaktadır. Yani Gelişmiş ülkelerde finansal stres arttıkça hisse fiyatları ile %46,7'lik olumsuz bir etki ortaya çıkmaktadır.

ECYAP hisse değişimi ile EMFSI arasında ters ilişki bulunmaktadır. Yani Gelişmekte olan ülkelerde finansal stres arttıkça hisse fiyatları üzerinde % 55,3'lük olumsuz bir etki ortaya çıkmaktadır. ECYAP'ın EMFSI ile etkileşimi, AEFSI ve Çatışma Riski ile etkileşime göre çok daha fazladır. ECYAP Hisseleri en çok TRFSI ile etkileşim halindedir.

ECYAP Hisse senetlerinde yaşanan oynaklık ile TURFSI arasında ters ilişki bulunmaktadır. Yani Türkiye’de finansal stres arttıkça hisse fiyatları ile %62,7’lik olumsuz bir etki ortaya çıkmaktadır. ECYAP’in TURFSI ile etkileşimi AEFSI, EMFSI ve Çatışma Riskine ile etkileşimine göre çok daha belirgindir.

ECYAP hisse senetlerinde yaşanan volatilité ile Çatışma arasında ters ilişki bulunmaktadır. Yani Çatışma Stresi arttıkça hisse fiyatları ile %39’luk olumsuz bir etki ortaya çıkmaktadır. ECYAP’in çatışma stresi ile etkileşimi EMFSI ve TURFSI’ye göre daha sınırlıdır.

Hisse Senedi fiyat değişimleri ile çatışma stresi ve küresel ekonomik stres arasında negatif ilişki bulunmaktadır ve bu bulgu geçerli ve güvenilirdir. Bu nedenle korelasyon ilişkisi tutarlıdır.

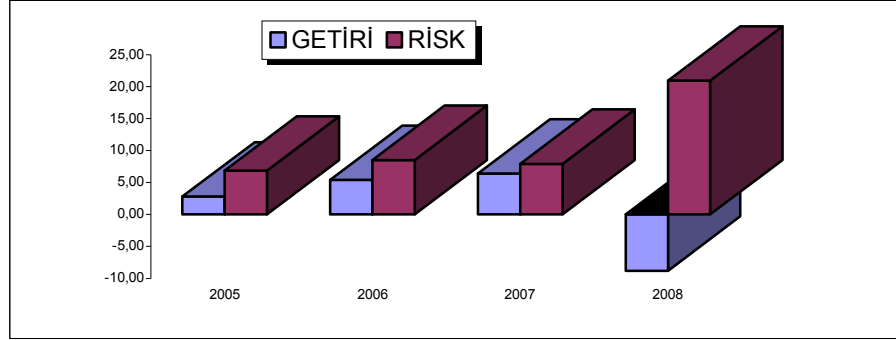
Sonuç: Model ECYAP hisseleri için oldukça açıklayıcıdır. Sistematiik olmayan faktörlere paralel, finansal stres ve çatışma stresinin ECYAP Hisselerini oldukça olumsuz etkilediği sonucuna ulaşılmaktadır. Küresel Kriz ECYAP Hisselerini Çatışma Riskine göre oldukça çok etkilemiştir. Gelişmekte olan piyasalardaki stres artışı ECYAP Hisselerini etkileyen en önemli faktördür.

4.2.2.8.5 ENKAI Hisseleri üzerine etkisi

Hisse senedinin yıllık ortalama getiri oranlarına bakıldığında (tablo 4.30 ve grafik 4.15) hisse senedinin 2008 yılında ortalama getirisinin ilk üç yıla göre oldukça çok azaldığı görülmektedir. 4 yıllık verilere bakıldığında hisse senedi getirisinde belirgin bir düşüş gözlemlenirken risk seviyesinde diğer hisselerle göre yüksek bir artış gözlemlenebilmektedir. (Tablo 4.30; Grafik 4.15). 4 yıllık verilere bakıldığında hisse senedinin getirisinin riske paralel artmadığı gözlemlenebilmektedir.

Tablo 4.30
ENKAI Yıllık Ortalama Getiri ve Risk Tablosu

	ENKAI			
	2005	2006	2007	2008
Ort.Getiri	2,81	5,40	6,41	-8,80
Risk	6,85	8,53	7,92	20,93



Grafik 4.15: ENKAI yıllık Ortalama Getiri ve Risk Grafiği

Tablo 4.31
ENKAI Çoklu Regresyon Modeli Özeti

Model Özeti

Model	R	R Kare	Düzeltilmiş R Kare	Tahmini St. Sapma	Değişim İstatistikleri				Anlamlılık Düzeyi Significance	Durbin-Watson
					R Kare Değişim	F Değişim	df1	df2		
1	,767 ^a	,588	,516	9,44316	,588	8,164	7	40	,000	1,915

a. Predictors: (Constant), oynaklik, piyasagetr, TRBeta, AEFSI, CONFLICT, EMFSI, TRFSI

b. Bağımlı değişkene: ENKAI

Belirlilik katsayısı değeri (tablo 4.31) ve ANOVA değeri (tablo 4.32) modelin ENKAI hisse değişimi üzerinde oldukça açıklayıcı olduğunu ortaya koymaktadır. Belirlilik katsayısının 1 olması hisseyi etkileyebilecek sistematik olmayan riskler modele dahil edilmediği için beklenmemektedir. Çatışma riski ve küresel finansal stresteki artışın hisse senedindeki oynaklığa olan etkisi %50 oranında dahi açıklanması yeterli kabul edilmektedir. Bu oran %58,8 çıkmıştır. Enter Methodunda yapılan Parametrik Regresyon analizinde Durbin-Watson Modeli Significance seviyesi (0,00) olarak ölçülmüştür. Significance seviyesi (0,05) altında olması gerekmektedir.

ENKAI'in 4 yıllık veriler dahilinde (48 ay) hisse senedi volatilitesi üzerinde yapılan incelemede, AEFSI, EMFSI, TURFSI ve Çatışma Stresinin yaşanan fiyat değişimlerine olan etkisi modelle açıklanabilmektedir. Rusya'da yatırımı olan hisselerin savaşın ilk günlerinde aşırı tepki verdiği görülmüştür. Ancak firmaya özel durumlar, halka açıklık oranı veya sektörel koşulların; Sistematik olmayan riskin hisse senetlerini olumsuz etkilediği görülmektedir. Modelin açıklanamayan kısmını oluşturmaktadır.

Tablo 4.32
ENKAI Çoklu Regresyon Anova Testi

ANOVA(b)

Model		Kareler Toplamı	df	Ortalama Kare	F	Sig.
1	Regression	5095,809	7	727,973	8,164	,000(a)
	Residual	3566,930	40	89,173		
	Toplam	8662,739	47			

a Predictors: (Constant), oynaklik, piyasgetr, TRBeta, AEFSI, CONFLICT, EMFSI, TRFSI

b Bagimli degisken: ENKAI

ENKAI için yapılan çoklu regresyon modelinde Anlamlılık Değerinin tutarlılık derecesi olan (0,05)'den küçük olduğu, Sig. 0,00 olduğu ve bağımlı değişkendeki oynaklığı bağımsız değişkenlerin etkilediği anlaşılmaktadır. ENKAI'nın son 4 yıldaki fiyat değişimleri ile son yıl içinde yaşanan finansal stres ve çatışma stresinin orta ve uzun vadede diğer hisselerle paralel, hisse senedinin genel performansını etkilediği (tablo 4.7; 4.8 ve grafik 4.2) anlaşılmaktadır.

Korelasyon seviyesi

ENKAI'nın hisse değerinin Çatışma ve Küresel Krizden oldukça etkilendiği anlaşılırken, bununla birlikte 2008 yılında hisse senedi getirisinde belirgin bir düşüş ve riskinde ciddi bir yükselme olduğu görülmüştür. Çatışma stresi ve finansal stresin bu değişimdeki etkisi tutarlılık testinde istenilen parametreler çerçevesinde elde edilmiştir.

Tablo 4.33'de elde edilen korelasyon katsayılarında Çatışma ve Küresel Krizin aynı anda yoğunlaştığı ve bu iki değişken arasında bir etkileşim olduğu ortaya çıkmaktadır.

AEFSI ile EMFSI arasındaki Korelasyon Katsayısı %88,5 (,885) ve mükemmel tutarlılık seviyesi (,000) çıkmıştır. Kriz ve Savaşın aynı anda etkileyici faktörler olduğu anlaşılmaktadır. Bu etki modelden anlaşılacağı üzere, ENKAI hisseleri üzerinde belirli bir şekilde ilişkilendirilebilmektedir.

Tablo 4.33
ENKAI, Çatışma stresi ve Finansal Stres Korelasyon Veri Tablosu

		AEFSI	EMFSI	TRFSI	CONFLICT	ENKAI
AEFSI	Pearson Correlation	1				
	Sig. (2-tailed)					
	N	48				
EMFSI	Pearson Correlation	,885(**)	1			
	Sig. (2-tailed)	,000				
	N	48	48			
TRFSI	Pearson Correlation	,746(**)	,805(**)	1		
	Sig. (2-tailed)	,000	,000			
	N	48	48	48		
CONFLICT	Pearson Correlation	,833(**)	,787(**)	,711(**)	1	
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000		
	N	48	48	48	48	
ENKAI	Pearson Correlation	-,503(**)	-,688(**)	-,535(**)	-,513(**)	1
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000	,000	
	N	48	48	48	48	48

** Korelasyon 0.01 seviyesinde anlamlıdır. (2-yönlü).

Korelasyon İlişkilerine bakıldığında;

ENKAI hisse değişimi ile AEFSI arasında ters ilişki bulunmaktadır. Yani Gelişmiş ülkelerde finansal stres arttıkça hisse fiyatları ile %50,3'lük olumsuz bir etki ortaya çıkmaktadır. ENKAI hisse değişimi ile EMFSI arasında ters ilişki bulunmaktadır. Yani Gelişmekte olan ülkelerde finansal stres arttıkça hisse fiyatları üzerinde % 68,8'lük olumsuz bir etki ortaya çıkmaktadır. ENKAI'ın EMFSI ile etkileşimi, AEFSI ve Çatışma Riski ile etkileşime göre çok daha fazladır. ENKAI Hisseleri en çok EMFSI ile etkileşim halindedir.

ENKAI Hisse senetlerinde yaşanan oynaklık ile TURFSI arasında ters ilişki bulunmaktadır. Yani Türkiye'de finansal stres arttıkça hisse fiyatları ile %53,5'lik olumsuz bir etki ortaya çıkmaktadır. ENKAI'in TURFSI ile etkileşimi AEFSI ile etkileşimi göre çok daha belirgindir.

ENKAI hisse senetlerinde yaşanan volatilité ile Çatışma arasında ters ilişki bulunmaktadır. Yani Çatışma Stresi arttıkça hisse fiyatları ile %51,3'lük olumsuz bir etki ortaya çıkmaktadır. ENKAI'in çatışma stresi ile etkileşimi EMFSI ve TURFSI'ye göre daha sınırlıdır, ancak diğer hisse senetlerinden farklı olarak ENKAI'nin çatışma riski ile etkileşimi AEFSI ile etkileşiminden daha fazla ve göreceli olarak yüksektir.

Hisse Senedi fiyat değişimleri ile çatışma stresi ve küresel ekonomik stres arasında negatif ilişki bulunmaktadır ve bu bulgu geçerli ve güvenilirdir. Bu nedenle korelasyon ilişkisi tutarlıdır.

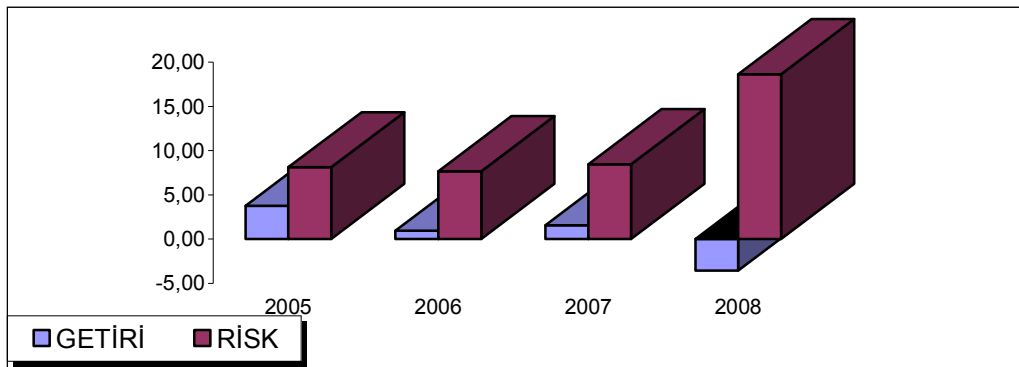
Sonuç: Model ENKAI hisseleri için oldukça açıklayıcıdır. Sistemik olmayan faktörlere paralel, finansal stres ve çatışma stresinin ENKAI Hisselerini oldukça olumsuz etkilediği sonucuna ulaşılmaktadır. Küresel Kriz ENKAI Hisselerini Çatışma Riskine göre oldukça çok etkilemiştir. Gelişmekte olan piyasalardaki stres artışı ENKAI Hisselerini etkileyen en önemli faktördür. Ancak Çatışma riski ile etkileşim diğer hisse senetlerine göre oldukça fazladır.

4.2.2.8.6 FROTO Hisseleri üzerine etkisi

Hisse senedinin yıllık ortalama getiri oranlarına bakıldığında (tablo 4.30 ve grafik 4.15) hisse senedinin 2008 yılında ortalama getirisinin ilk üç yıla göre kısmen azaldığı görülmektedir. 4 yıllık verilere bakıldığında hisse senedi getirisinde bir düşüş gözlemlenirken risk seviyesinde de oldukça belirgin bir artış gözlemlenebilmektedir. (Tablo 4.30; Grafik 4.16) 4 yıllık verilere bakıldığında hisse senedinin getirisinin riske paralel artmadığı gözlemlenebilmektedir.

Tablo 4.30
FROTO Yıllık Ortalama Getiri ve Risk Tablosu

	FROTO			
	2005	2006	2007	2008
Ort.Getiri	3,77	0,94	1,56	-3,57
Risk	8,11	7,65	8,45	18,64



Grafik 4.16: FROTO yıllık Ortalama Getiri ve Risk Grafiği

Tablo 4.31
FROTO Çoklu Regresyon Modeli Özeti

Model Özeti

Model	R	R Kare	Düzeltilmiş R Kare	Tahmini Standart Sapma	Değişim İstatistikleri				Anlamlılık Düzeyi (Significance)	Durbin-Watson
					R Kare Değişim	F Değişim	df1	df2		
1	,724 ^a	,524	,441	8,67610	,524	6,296	7	40	,000	2,343

^a.Predictors: (Constant), oynaklik, piyasgetr, TRBeta, AEFSI, CONFLICT, EMFSI, TRFSI

^b.Bağımlı değişken: FROTO

Belirlilik katsayısı (tablo 4.31) ve ANOVA değeri (tablo 4.32) modelin FROTO hisse değişimi üzerinde oldukça açıklayıcı olduğunu ortaya koymaktadır. Belirlilik katsayısının 1 olması hisseyi etkileyebilecek sistematik olmayan riskler modele dahil edilmediği için beklenmemektedir. Çatışma riski ve küresel finansal stresteki artışın hisse senedindeki oynaklığa olan etkisi %50 oranında dahi açıklanması yeterli kabul edilmektedir. Belirlilik katsayısı %52,4 çıkmıştır. Model bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerindeki etkisini tam olarak açıklayamamaktadır. Enter Methodunda yapılan Parametrik Regresyon analizinde Durbin-Watson Modeli Significance seviyesi (0,000) olarak ölçülmüştür. Significance seviyesi (0,05) altında olması gerekmektedir.

FROTO'nun 4 yıllık veriler dahilinde (48 ay) hisse senedi volatilitesi üzerinde yapılan incelemede, AEFSI, EMFSI, TURFSI ve Çatışma Stresinin yaşanan fiyat değişimlerine olan etkisi modelle tam olarak açıklanamamaktadır. Özellikle otomotiv sektörünün küresel krizden derin yara aldığı dış talep daralmasına paralel ihracat ürünlerinin başında gelen otomotiv ihracatının durması hisse senedi fiyatındaki dalgalanmanın temelini oluşturmaktadır. Özellikle otomotiv sektöründeki koşulların kötüleşmesi ve sistematik olmayan riskin FROTO hisselerini olumsuz etkilediği görülmektedir. Model tam olarak açıklayıcı olmasa da tutarlıdır.

Tablo 4.32
FROTO Çoklu Regresyon Anova Testi

ANOVA ^b						
Model		Kareler toplamı	df	Ortalama Kare	F	Sig.
1	Regression	3317,698	7	473,957	6,296	,000 ^a
	Residual	3010,988	40	75,275		
	Toplam	6328,685	47			

a. Predictors: (Constant), oynaklik, piyasgetr, TRBeta, AEFSI, CONFLICT, EMFSI, TRFSI

b. Bagimli Degisken: FROTO

FROTO için yapılan çoklu regresyon modelinde Anlamlılık/ Significance Değerinin tutarlılık derecesi olan (0,05)'den küçük olduğu, Sig. 0,000 olduğu ve bağımlı değişkendeki oynaklığı bağımsız değişkenlerin etkilediği anlaşılmaktadır. FROTO'nun son 4 yıldaki fiyat değişimleri ile son yıl içinde yaşanan finansal stres ve çatışma stresinin orta ve uzun vadede diğer hisselerle paralel, hisse senedinin genel performansını etkilediği (tablo 4.7; 4.8 ve grafik 4.2) anlaşılmaktadır.

Korelasyon seviyesi

FROTO'in hisse değerinin Çatışma ve Küresel Krizden oldukça etkilendiği anlaşılırken, bununla birlikte 2008 yılında hisse senedi getirisinde belirgin bir düşüş ve riskinde ciddi bir yükselme olduğu görülmüştür. Çatışma stresi ve finansal stresin bu değişimdeki etkisi tutarlılık testinde istenilen parametreler çerçevesinde elde edilmiştir. Ancak istenilen uygunluk parametresi elde edilememiştir.

Tablo 4.33'de elde edilen korelasyon katsayılarında Çatışma ve Küresel Krizin aynı anda yoğunlaştığı ve bu iki değişken arasında bir etkileşim olduğu ortaya çıkmaktadır. AEFSI ile EMFSI arasındaki Korelasyon Katsayısı %88,5 (,885) ve mükemmel tutarlılık seviyesi (,000) çıkmıştır. Kriz ve Savaşın aynı anda etkileyici faktörler olduğu anlaşılmaktadır. Bu etki modelden anlaşılacağı üzere, FROTO hisseleri üzerinde belirli bir şekilde ilişkilendirilebilmektedir. Her ne kadar modelin tutarlılığı FROTO için yüksek ise de açıklayıcılığı düşük kalmıştır

Tablo 4.33
FROTO, Çatışma stresi ve Finansal Stres Korelasyon Veri Tablosu

		AEFSI	EMFSI	TRFSI	CONFLICT	FROTO
AEFSI	Pearson Correlation	1				
	Sig. (2-tailed)					
	N	48				
EMFSI	Pearson Correlation	,885(**)	1			
	Sig. (2-tailed)	,000				
	N	48	48			
TRFSI	Pearson Correlation	,746(**)	,805(**)	1		
	Sig. (2-tailed)	,000	,000			
	N	48	48	48		
CONFLICT	Pearson Correlation	,833(**)	,787(**)	,711(**)	1	
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000		
	N	48	48	48	48	
FROTO	Pearson Correlation	-,319(*)	-,436(**)	-,446(**)	-,318(*)	1
	Sig. (2-tailed)	,027	,002	,001	,028	
	N	48	48	48	48	48

** Korelasyon 0.01 seviyesinde anlamlıdır. (2-yönlü). * Korelasyon 0.05 seviyesinde anlamlıdır. (2-yönlü).

Korelasyon İlişkilerine bakıldığında;

FROTO hisse değişimi ile AEFSI arasında ters ilişki bulunmaktadır. Yani Gelişmiş ülkelerde finansal stres arttıkça hisse fiyatları ile %31,9'luk olumsuz bir etki ortaya çıkmaktadır.

FROTO hisse değişimi ile EMFSI arasında ters ilişki bulunmaktadır. Yani Gelişmekte olan ülkelerde finansal stres arttıkça hisse fiyatları üzerinde % 43,6'lık olumsuz bir etki ortaya çıkmaktadır. FROTO'nun EMFSI ile etkileşimi, AEFSI ve Çatışma Riski ile etkileşime göre çok daha fazladır. FROTO Hisseleri en çok TURFSI ile etkileşim halindedir.

FROTO Hisse senetlerinde yaşanan oynaklık ile TURFSI arasında ters ilişki bulunmaktadır. Yani Türkiye'de finansal stres arttıkça hisse fiyatları ile %44,6'lık olumsuz bir etki ortaya çıkmaktadır. FROTO'nun TURFSI ile etkileşimi AEFSI, EMFSI ve Çatışma Riskine ile etkileşimine göre çok daha belirgindir.

FROTO hisse senetlerinde yaşanan volatilité ile Çatışma arasında ters ilişki bulunmaktadır. Yani Çatışma Stresi arttıkça hisse fiyatları ile %31,8'lik olumsuz bir etki ortaya çıkmaktadır. FROTO'nun çatışma stresi ile etkileşimi EMFSI ve

TURFSI'ye göre daha sınırlıdır. Hisse Senedi fiyat değişimleri ile çatışma stresi ve küresel ekonomik stres arasında negatif ilişki bulunmaktadır ve bu bulgu geçerli ve güvenilirdir. Ancak model bu değişkenlerin hisse senedi volatilitesi üzerindeki etkisi konusunda tam olarak açıklayıcı değildir.

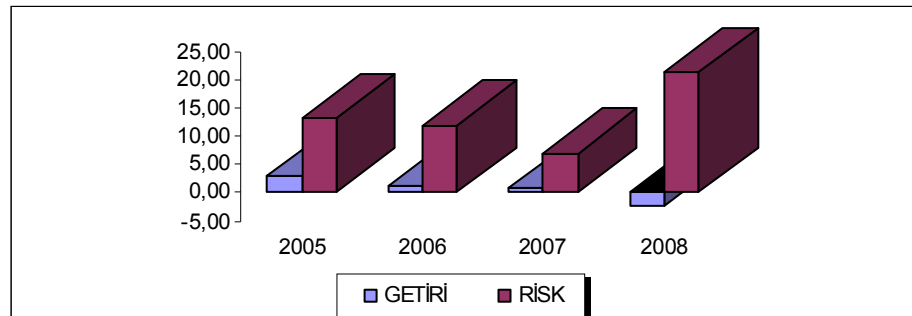
Sonuç: Model FROTO hisseleri için oldukça tutarlı ancak açıklayıcı değildir. Sistematik olmayan faktörlere paralel, finansal stres ve çatışma stresinin FROTO Hisselerini oldukça olumsuz etkilediği sonucuna ulaşılmaktadır. Küresel Kriz FROTO Hisselerini Çatışma Riskine göre oldukça çok etkilemiştir. Türkiye'de piyasalardaki stres artışı FROTO Hisselerini etkileyen en önemli faktör olarak gözükmemektedir.

4.2.2.8.7 SISE Hisseleri üzerine etkisi

Hisse senedinin yıllık ortalama getiri oranlarına bakıldığında (tablo 4.34 ve grafik 4.17) hisse senedinin 2008 yılında ortalama getirisinin ilk üç yıla göre azaldığı görülmektedir. 4 yıllık verilere bakıldığında SISE hisselerinde düşüş gözlemlenirken risk seviyesindeki çok belirgin bir artış gözlemlenebilmektedir. 4 yıllık verilere bakıldığında hisse senedinin getirisinin riske paralel artmadığı gözlemlenebilmektedir.

Tablo 4.34
SISE Yıllık Ortalama Getiri ve Risk Tablosu

	SISE			
	2005	2006	2007	2008
Ort.Getiri	2,95	1,17	0,89	-2,45
Risk	13,29	11,90	6,98	21,37



Grafik 4.17 :SISE yıllık Ortalama Getiri ve Risk Grafiği

Tablo 4.35
SISE Çoklu Regresyon Modeli Özeti

Model Özeti

Model	R	R Kare	Düzeltilmiş R Kare	Tahmini St. Sapma	Değişim İstatistikleri					Durbin-Watson
					R Kare Değişim	F Değişim	df1	df2	Anlamlılık Significance	
1	,864 ^a	,747	,703	7,64680	,747	16,881	7	40	,000	1,892

a. Predictors: (Constant), oynaklik, piyasgetr, TRBeta, AEFSI, CONFLICT, EMFSI, TRFSI

b. Bağımlı Değişken: SISE

Belirlilik katsayısı, R Kare, (tablo 4.35) ve ANOVA değeri (tablo 4.36) modelin SISE hisse değişimi üzerinde açıklayıcılığının yüksek olduğunu göstermektedir. Belirlilik Katsayısının 1 olması hisseyi etkileyebilecek sistematik olmayan riskler modele dahil edilmediği için beklenmemektedir. Çatışma riski ve küresel finansal stresteki artışın hisse senedindeki oynaklığa olan etkisi %50 oranında dahi açıklanması yeterli kabul edilmektedir. Bu oran %74,7 çıkmıştır. Enter Methodunda yapılan Parametrik Regresyon analizinde Durbin-Watson Modeli Significance seviyesi (0,000) olarak ölçülmüştür. Significance seviyesi (0,05) altında olması gerekmektedir.

SISE'nin 4 yıllık veriler dahilinde (48 ay) hisse senedi volatilitesi üzerinde yapılan incelemede, AEFSI, EMFSI, TURFSI ve Çatışma Stresinin yaşanan fiyat değişimlerine olan etkisi modelle istenilen düzeyde açıklanabilmektedir. Rusya'da yatırımı olan hisselerin savaşın ilk günlerinde aşırı tepki verdiği görülmüştür. Ancak firmaya özel durumlar, halka açıklık oranı veya sektörel koşulların; Sistematik olmayan riskin hisse senetlerini olumsuz etkilediği görülmektedir. Modelin açıklanamayan kısmını oluşturmaktadır.

Tablo 4.36
SISE Çoklu Regresyon Anova Testi

ANOVA(b)

Model		Kareler Toplamı	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	6909,847	7	987,121	16,881	,000(a)
	Residual	2338,942	40	58,474		
	Toplam	9248,790	47			

a Predictors: (Constant), oynaklik, piyasgetr, TRBeta, AEFSI, CONFLICT, EMFSI, TRFSI

b Bağımlı Değişken: SISE

SISE için yapılan çoklu regresyon modelinde Significance Değerinin tutarlılık derecesi olan (0,05)'den küçük olduğu, Sig. 0,000 olduğu ve bağımlı değişkendeki oynaklığı bağımsız değişkenlerin etkilediği anlaşılmaktadır. SISE'nun son 4 yıldaki fiyat değişimleri ile son yıl içinde yaşanan finansal stres ve çatışma stresinin orta ve uzun vadede diğer hisselerle paralel, hisse senedinin genel performansını etkilediği (tablo 4.7; 4.8 ve grafik 4.2) anlaşılmaktadır.

Korelasyon seviyesi

SISE'nin hisse değerinin Çatışma ve Küresel Krizden etkilendiği anlaşılırken, bununla birlikte 2008 yılında hisse senedi getirisinde belirgin bir düşüş ve riskinde ciddi bir yükselme olduğu görülmüştür. Çatışma stresi ve finansal stresin bu değişimdeki etkisi tutarlılık testinde istenilen parametreler çerçevesinde tam olarak ilişkilendirilememiştir. Tablo 4.37'de elde edilen korelasyon katsayılarında Çatışma ve Küresel Krizin aynı anda yoğunlaştığı ve bu iki değişken arasında bir etkileşim olduğu ortaya çıkmaktadır. AEFSI ile EMFSI arasındaki Korelasyon Katsayısı %88,5 (,885) ve mükemmel tutarlılık seviyesi (,000) çıkmıştır. Kriz ve Savaşın aynı anda etkileyici faktörler olduğu anlaşılmaktadır. Bu etki modelden anlaşılacağı üzere, SISE hisseleri üzerinde belirli bir şekilde ilişkilendirilebilmektedir.

Tablo 4.37
SISE, Çatışma stresi ve Finansal Stres Korelasyon Veri Tablosu

		AEFSI	EMFSI	TRFSI	CONFLICT	SISE
AEFSI	Pearson Correlation	1				
	Sig. (2-tailed)					
	N	48				
EMFSI	Pearson Correlation	,885(**)	1			
	Sig. (2-tailed)	,000				
	N	48	48			
TRFSI	Pearson Correlation	,746(**)	,805(**)	1		
	Sig. (2-tailed)	,000	,000			
	N	48	48	48		
CONFLICT	Pearson Correlation	,833(**)	,787(**)	,711(**)	1	
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000		
	N	48	48	48	48	
SISE	Pearson Correlation	-,200	-,304(*)	-,429(**)	-,189	1
	Sig. (2-tailed)	,174	,036	,002	,199	
	N	48	48	48	48	48

** Korelasyon 0.01 seviyesinde anlamlıdır. (2-yönlü).

* Korelasyon 0.05 seviyesinde anlamlıdır. (2-yönlü).

Korelasyon İlişkilerine bakıldığında;

SISE hisse değişimi ile AEFSI arasında ters ilişki bulunmaktadır. Yani Gelişmiş ülkelerde finansal stres arttıkça hisse fiyatları ile %20,0'lık olumsuz bir etki ortaya çıkmaktadır.

SISE hisse değişimi ile EMFSI arasında ters ilişki bulunmaktadır. Yani Gelişmekte olan ülkelerde finansal stres arttıkça hisse fiyatları üzerinde %30,4'lük olumsuz bir etki ortaya çıkmaktadır. SISE'in EMFSI ile etkileşimi, AEFSI ve Çatışma Riski ile etkileşime göre çok daha fazladır. SISE Hisseleri en çok EMFSI ile etkileşim halindedir.

SISE Hisse senetlerinde yaşanan oynaklık ile TURFSI arasında ters ilişki bulunmaktadır. Yani Türkiye'de finansal stres arttıkça hisse fiyatları ile %42,9'luk olumsuz bir etki ortaya çıkmaktadır. SISE'in TURFSI ile etkileşimi AEFSI, EMFSI ve Çatışma Riskine ile etkileşimine göre çok daha belirgindir. ancak

SISE hisse senetlerinde yaşanan volatilité ile Çatışma arasında ters ilişki bulunmaktadır. Yani Çatışma Stresi arttıkça hisse fiyatları ile %18,9'luk olumsuz bir etki ortaya çıkmaktadır. Ancak bu etki çok sınırlıdır. SISE'nin çatışma stresi ile etkileşimi EMFSI ve TURFSI'ye göre çok daha sınırlıdır.

Hisse Senedi fiyat değişimleri ile çatışma stresi ve küresel ekonomik stres arasında negatif ilişki bulunmaktadır. Ancak bu ilişki oldukça sınırlıdır. SISE için modelin açıklayıcılığı istenilen seviyededir.

Sonuç: Model SISE hisseleri için açıklayıcıdır. Finansal stres ve Çatışma stresi dışındaki modele dahil edilmeyen parametrelerin SISE hisselerini oldukça etkilediği anlaşılmaktadır. SISE hisseleri AEFSI ve Çatışma stresinden çok sınırlı etkilenirken, TURFSI'den daha çok etkilenmektedir.

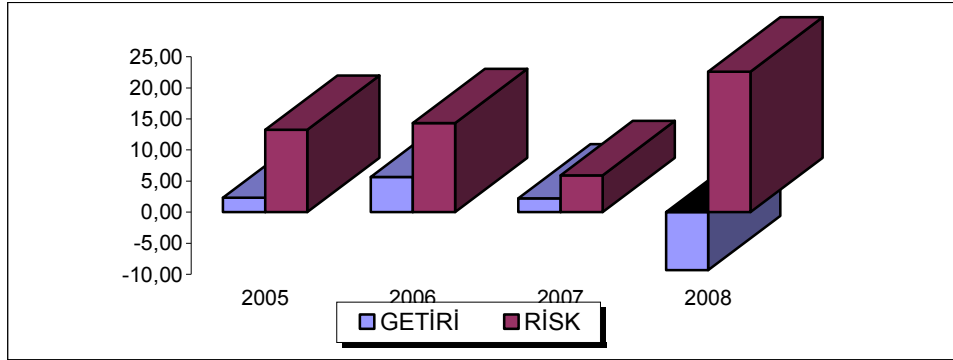
4.2.2.8.8 TOASO Hisseleri üzerine etkisi

Hisse senedinin yıllık ortalama getiri oranlarına bakıldığında (tablo 4.38 ve grafik 4.18) hisse senedinin 2008 yılında ortalama getirisinin ilk üç yıla göre oldukça

çok azaldığı görülmektedir. Ortalama getiride 2008 yılında sert bir düşüş yaşanmıştır. 4 yıllık verilere bakıldığında hisse senedi getirisinde belirgin bir düşüş gözlemlenirken risk seviyesinde de oldukça belirgin bir artış gözlemlenebilmektedir. 4 yıllık verilere bakıldığında hisse senedinin getirisinin riske paralel artmadığı gözlemlenebilmektedir.

Tablo 4.38
TOASO Yıllık Ortalama Getiri ve Risk Tablosu

	TOASO			
	2005	2006	2007	2008
Ort.Getiri	2,32	5,68	2,21	-9,34
Risk	13,26	14,32	5,93	22,62



Grafik 4.18: TOASO yıllık Ortalama Getiri ve Risk Grafiği

Tablo 4.39
TOASO Çoklu Regresyon Modeli Özeti

Model Summary

Model	R	R Kare	Düzeltilmiş R Kare	Tahmini St. Sapma	Değişim İstatistikleri				Anlamlılık Significance	Durbin-Watson
					R Kare Değişim	F Değişim	df1	df2		
1	,745 ^a	,555	,478	11,50663	,555	7,136	7	40	,000	2,355

a.Predictors: (Constant), oynaklik, piyasgetr, TRBeta, AEFISI, CONFLICT, EMFSI, TRFSI

b.Bağımlı değişken: TOASO

Belirlilik Katsayısı, R Kare değeri (tablo 4.39) ve ANOVA değeri (tablo 4.40) modelin TOASO hisse değişimi üzerinde oldukça açıklayıcı olduğunu ortaya koymaktadır. R Kare değerinin 1 olması hisseyi etkileyebilecek sistematik olmayan riskler modele dahil edilmediği için beklenmemektedir. Çatışma riski ve küresel

finansal stresteeki artışın hisse senedindeki oynaklığa olan etkisi %50 oranında dahi açıklanması yeterli kabul edilmektedir. Bu oran %55,5 çıkmıştır. Enter Methodunda yapılan Parametrik Regresyon analizinde Durbin-Watson Modeli Significance seviyesi (0,00) olarak ölçülmüştür. Significance seviyesi (0,05) altında olması gerekmektedir.

TOASO'nun 4 yıllık veriler dahilinde (48 ay) hisse senedi volatilitesi üzerinde yapılan incelemede, AEFSI, EMFSI, TURFSI ve Çatışma Stresinin yaşanan fiyat değişimlerine olan etkisi modelle açıklanabilmektedir. Rusya'da yatırımı olan hisselerin savaşın ilk günlerinde aşırı tepki verdiği görülmüştür. Ancak firmaya özel durumlar, halka açıklık oranı veya sektörel koşulların; Sistemik olmayan riskin hisse senetlerini olumsuz etkilediği görülmektedir. Modelin açıklanamayan kısmını oluşturmaktadır.

Tablo 4.40
TOASO Çoklu Regresyon Anova Testi
ANOVA(b)

Model		Kareler Toplamı	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	6613,909	7	944,844	7,136	,000(a)
	Residual	5296,105	40	132,403		
	Toplam	11910,014	47			

a Predictors: (Constant), oynaklik, piyasgetr, TRBeta, AEFSI, CONFLICT, EMFSI, TRFSI

b Bağımlı Değişken: TOASO

TOASO için yapılan çoklu regresyon modelinde Significance Değerinin tutarlılık derecesi olan (0,05)'den küçük olduğu, Sig. 0,00 olduğu ve bağımlı değişkendeki oynaklık üzerinde bağımsız değişkenlerin etkisinin anlamlı olduğu anlaşılmaktadır. TOASO'nun son 4 yıldaki fiyat değişimleri ile son yıl içinde yaşanan finansal stres ve çatışma stresinin orta ve uzun vadede diğer hisselerle paralel, hisse senedinin genel performansını etkilediği (tablo 4.7; 4.8 ve grafik 4.2) anlaşılmaktadır.

Korelasyon seviyesi

TOASO'nun hisse değerinin Çatışma ve Küresel Krizden oldukça etkilendiği anlaşılırken, bununla birlikte 2008 yılında hisse senedi getirisinde belirgin bir düşüş ve riskinde ciddi bir yükselme olduğu görülmüştür. Çatışma stresi ve finansal stresin bu değişimdeki etkisi tutarlılık testinde istenilen parametreler çerçevesinde elde edilmiştir.

Tablo 4.41’da elde edilen korelasyon katsayılarında Çatışma ve Küresel Krizin aynı anda yoğunlaştığı ve bu iki değişken arasında bir etkileşim olduğu ortaya çıkmaktadır. AEFSI ile EMFSI arasındaki Korelasyon Katsayısı %88,5 (,885) ve mükemmel tutarlılık seviyesi (,000) çıkmıştır. Kriz ve Savaşın aynı anda etkileyici faktörler olduğu anlaşılmaktadır. Bu etki modelden anlaşılacağı üzere, TOASO hisseleri üzerinde belirli bir şekilde ilişkilendirilebilmektedir

Tablo 4.41
TOASO, Çatışma stresi ve Finansal Stres Korelasyon Veri Tablosu

		AEFSI	EMFSI	TRFSI	CONFLICT	TOASO
AEFSI	Pearson Correlation	1				
	Sig. (2-tailed)					
	N	48				
EMFSI	Pearson Correlation	,885(**)	1			
	Sig. (2-tailed)	,000				
	N	48	48			
TRFSI	Pearson Correlation	,746(**)	,805(**)	1		
	Sig. (2-tailed)	,000	,000			
	N	48	48	48		
CONFLICT	Pearson Correlation	,833(**)	,787(**)	,711(**)	1	
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000		
	N	48	48	48	48	
TOASO	Pearson Correlation	-,473(**)	-,528(**)	-,560(**)	-,372(**)	1
	Sig. (2-tailed)	,001	,000	,000	,009	
	N	48	48	48	48	48

** Korelasyon 0.01 seviyesinde anlamlıdır. (2-yönlü).

Korelasyon İlişkilerine bakıldığında;

TOASO hisse değişimi ile AEFSI arasında ters ilişki bulunmaktadır. Yani Gelişmiş ülkelerde finansal stres arttıkça hisse fiyatları ile %47,3’lük olumsuz bir etki ortaya çıkmaktadır.

TOASO hisse değişimi ile EMFSI arasında ters ilişki bulunmaktadır. Yani Gelişmekte olan ülkelerde finansal stres arttıkça hisse fiyatları üzerinde % 52,8’lik olumsuz bir etki ortaya çıkmaktadır. TOASO’nun EMFSI ile etkileşimi, AEFSI ve Çatışma Riski ile etkileşime göre çok daha fazladır. TOASO Hisseleri en çok TRFSI ile etkileşim halindedir.

TOASO Hisse senetlerinde yaşanan oynaklık ile TURFSI arasında ters ilişki bulunmaktadır. Yani Türkiye’de finansal stres arttıkça hisse fiyatları ile %56’lık olumsuz bir etki ortaya çıkmaktadır. TOASO’in TURFSI ile etkileşimi AEFSI, EMFSI ve Çatışma Riskine ile etkileşimine göre çok daha belirgindir.

TOASO hisse senetlerinde yaşanan volatilité ile Çatışma arasında ters ilişki bulunmaktadır. Yani Çatışma Stresi arttıkça hisse fiyatları ile %37,2’lik olumsuz bir etki ortaya çıkmaktadır. TOASO’nun çatışma stresi ile etkileşimi EMFSI ve TURFSI’ye göre daha sınırlı kalmıştır. Hisse Senedi fiyat değişimleri ile çatışma stresi ve küresel ekonomik stres arasında negatif ilişki bulunmaktadır ve bu bulgu geçerli ve güvenilirdir. Bu nedenle korelasyon ilişkisi tutarlıdır.

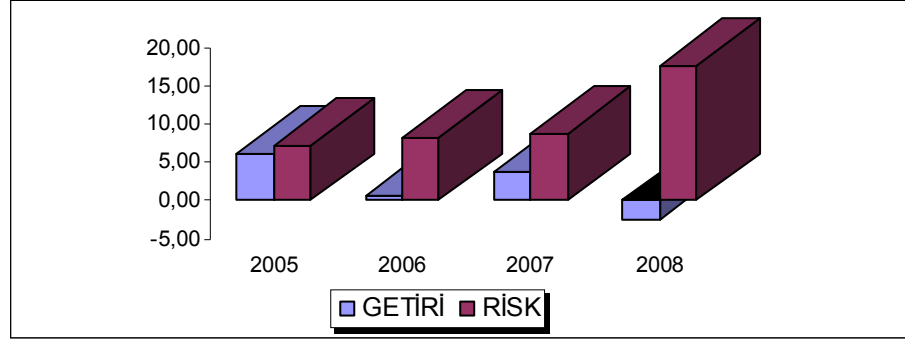
Sonuç: Model TOASO hisseleri için oldukça açıklayıcıdır. Sistemik olmayan faktörlere paralel, finansal stres ve çatışma stresinin TOASO Hisselerini oldukça olumsuz etkilediği sonucuna ulaşılmaktadır. Küresel Kriz TOASO Hisselerini Çatışma Riskine göre oldukça çok etkilemiştir. Türkiye’deki finansal piyasalardaki stres artışı TOASO Hisselerini etkileyen en önemli faktördür.

4.2.2.8.9 TUPRS Hisseleri üzerine etkisi

Hisse senedinin yıllık ortalama getiri oranlarına bakıldığında (tablo 4.42 ve grafik 4.19) hisse senedinin 2008 yılında ortalama getirisinin ilk üç yıla göre azaldığı görülmektedir. Ortalama getiride 2008 yılında belirgin bir düşüş yaşanmıştır. 4 yıllık verilere bakıldığında hisse senedi getirisinde belirgin bir düşüş gözlemlenirken risk seviyesinde de oldukça belirgin bir artış gözlemlenebilmektedir. 4 yıllık verilere bakıldığında hisse senedinin getirisinin yüksek riske paralel artmadığı gözlemlenebilmektedir.

Tablo 4.42
TUPRS Yıllık Ortalama Getiri ve Risk Tablosu

	TUPRS			
	2005	2006	2007	2008
Ort.Getiri	6,22	0,66	3,88	-2,44
Risk	7,28	8,38	8,91	17,67



Grafik 4.19: TUPRS yıllık Ortalama Getiri ve Risk Grafiği

Tablo 4.43
TUPRS Çoklu Regresyon Modeli Özeti

Model Summary

Model	R	R Kare	Düzeltilmiş R Kare	Tahmini St. Sapma	Değişim İstatistikleri					Durbin-Watson
					R Kare Değişim	F Değişim	df1	df2	Anlamlılık Significance	
1	,683 ^a	,467	,374	9,09492	,467	5,008	7	40	,000	2,192

a.Predictors: (Constant), oynaklık, piyasagetr, TRBeta, AEFSI, CONFLICT, EMFSI, TRFSI

b.Bağımlı Değişken: TUPRS

Belirlilik katsayısı, R Kare değeri (tablo 4.43) ve ANOVA değeri (tablo 4.44) modelin TUPRS hisse değişimi üzerinde oldukça açıklayıcı olduğunu ortaya koymaktadır. Belirlilik Katsayısının 1 olması hisseyi etkileyebilecek sistematik olmayan riskler modele dahil edilmediği için beklenmemektedir. Çatışma riski ve küresel finansal stresteki artışın hisse senedindeki oynaklığa olan etkisi %50 oranında dahi açıklanması yeterli kabul edilmektedir. Bu oran %46,7 çıkmıştır. Enter Methodunda yapılan Parametrik Regresyon analizinde Durbin-Watson Modeli Significance seviyesi (0,000) olarak ölçülmüştür. Significance seviyesi (0,05) altında olması gerekmektedir.

TUPRS'ın 4 yıllık veriler dahilinde (48 ay) hisse senedi volatilitesi üzerinde yapılan incelemede, AEFSI, EMFSI, TURFSI ve Çatışma Stresinin yaşanan fiyat değişimlerine olan etkisi modelle kısmen açıklanabilmektedir. Rusya'da yatırımı olan/ticareti olan hisselerin savaşın ilk günlerinde aşırı tepki verdiği görülmüştür. Ancak firmaya özel durumlar, halka açıklık oranı veya sektörel koşulların; Sistemik olmayan riskin hisse senetlerini olumsuz etkilediği görülmektedir. Modelin açıklanamayan kısmını oluşturmaktadır.

Tablo 4.44
TUPRS Çoklu Regresyon Anova Testi

ANOVA(b)

Model		Kareler Toplamý	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2900,006	7	414,287	5,008	,000(a)
	Residual	3308,701	40	82,718		
	Toplam	6208,707	47			

a Predictors: (Constant), oynaklik, piyasgetr, TRBeta, AEFSI, CONFLICT, EMFSI, TRFSI

b Bagimli Degisken: TUPRS

TUPRS için yapılan çoklu regresyon modelinde Significance Değerinin tutarlılık derecesi olan (0,05)'den küçük olduğu, Sig. 0,000 olduğu ve bağımlı değişkendeki oynaklığı bağımsız değişkenlerin etkilediği anlaşılmaktadır. TUPRS'ın son 4 yıldaki fiyat değişimleri ile son yıl içinde yaşanan finansal stres ve çatışma stresinin orta ve uzun vadede diğer hisselerle paralel, hisse senedinin genel performansını etkilediği (tablo 4.7; 4.8 ve grafik 4.2) anlaşılmaktadır.

Korelasyon seviyesi

TUPRS'in hisse değerinin Çatışma ve Küresel Krizden oldukça etkilendiği anlaşılırken, bununla birlikte 2008 yılında hisse senedi getirisinde belirgin bir düşüş ve riskinde ciddi bir yükselme olduğu görülmüştür. Çatışma stresi ve finansal stresin bu değişimdeki etkisi tutarlılık testinde istenilen parametreler çerçevesinde elde edilmiştir.

Tablo 4.45'da elde edilen korelasyon katsayılarında Çatışma ve Küresel Krizin aynı anda yoğunlaştığı ve bu iki değişken arasında bir etkileşim olduğu ortaya çıkmaktadır. AEFSI ile EMFSI arasındaki Korelasyon Katsayısı %88,5 (,885) ve mükemmel tutarlılık seviyesi (,000) çıkmıştır.

Kriz ve Savaşın aynı anda etkileyici faktörler olduğu anlaşılmaktadır. Bu etki modelden anlaşılacağı üzere, TUPRS hisseleri üzerinde belirli bir şekilde ilişkilendirilebilmektedir

Tablo 4.45
TUPRS, Çatışma stresi ve Finansal Stres Korelasyon Veri Tablosu

		AEFSI	EMFSI	TRFSI	CONFLICT	TUPRS
AEFSI	Pearson Correlation	1				
	Sig. (2-tailed)					
	N	48				
EMFSI	Pearson Correlation	,885(**)	1			
	Sig. (2-tailed)	,000				
	N	48	48			
TRFSI	Pearson Correlation	,746(**)	,805(**)	1		
	Sig. (2-tailed)	,000	,000			
	N	48	48	48		
CONFLICT	Pearson Correlation	,833(**)	,787(**)	,711(**)	1	
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000		
	N	48	48	48	48	
TUPRS	Pearson Correlation	-,317(*)	-,435(**)	-,434(**)	-,405(**)	1
	Sig. (2-tailed)	,028	,002	,002	,004	
	N	48	48	48	48	48

** Korelasyon 0.01 seviyesinde anlamlıdır. (2-yönlü).

* Korelasyon 0.05 seviyesinde anlamlıdır. (2-yönlü).

Korelasyon İlişkilerine bakıldığında;

TUPRS Hisse değişiminin modeldeki değişkenlerden hemen hemen aynı seviyede etkilendiği anlaşılmaktadır.

TUPRS hisse değişimi ile AEFSI arasında ters ilişki bulunmaktadır. Yani Gelişmiş ülkelerde finansal stres arttıkça hisse fiyatları ile %31,7'lik olumsuz bir etki ortaya çıkmaktadır.

TUPRS hisse değişimi ile EMFSI arasında ters ilişki bulunmaktadır. Yani Gelişmekte olan ülkelerde finansal stres arttıkça hisse fiyatları üzerinde % 43,5'lik olumsuz bir etki ortaya çıkmaktadır. TUPRS'nun EMFSI ile etkileşimi, AEFSI ve Çatışma Riski ile etkileşime göre çok daha fazladır. TUPRS Hisseleri en çok EMFSI ile TURFSI ile etkileşim halindedir.

TUPRS Hisse senetlerinde yaşanan oynaklık ile TURFSI arasında ters ilişki bulunmaktadır. Yani Türkiye'de finansal stres arttıkça hisse fiyatları ile %43,4'lük olumsuz bir etki ortaya çıkmaktadır. TUPRS'm TURFSI ile etkileşimi AEFSI ve

Çatışma Riskine ile etkileşimine göre çok daha belirgin ancak EMFSI ile aynı seviyededir.

TUPRS hisse senetlerinde yaşanan volatilité ile Çatışma arasında ters ilişki bulunmaktadır. Yani Çatışma Stresi arttıkça hisse fiyatları ile %40,5'lik olumsuz bir etki ortaya çıkmaktadır. TUPRS'ın çatışma stresi ile etkileşimi modeldeki diğer parametrelerle hemen hemen aynı yöndedir.

Hisse Senedi fiyat değişimleri ile çatışma stresi ve küresel ekonomik stres arasında negatif ilişki bulunmaktadır ve bu bulgu geçerli ve güvenilirdir. Bu nedenle korelasyon ilişkisi tutarlıdır.

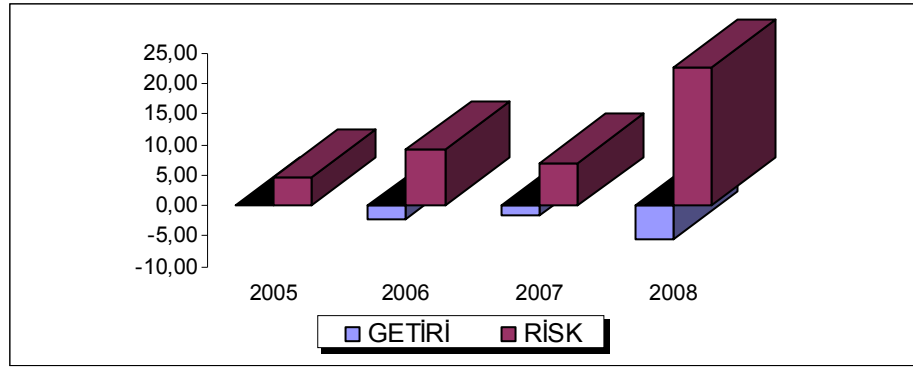
Sonuç: Model TUPRS hisseleri için açıklayıcıdır. Sistemik olmayan faktörlere paralel, finansal stres ve çatışma stresinin TUPRS Hisselerini oldukça olumsuz etkilediği sonucuna ulaşılmaktadır. Küresel Kriz TUPRS Hisselerini Çatışma Riski ile birlikte oldukça çok etkilemiştir. EMFSI ve Türkiye'deki finansal piyasalardaki stres artışı TUPRS Hisselerini etkileyen en önemli faktördür.

4.2.2.8.10 VESTL Hisseleri üzerine etkisi

Hisse senedinin yıllık ortalama getiri oranlarına bakıldığında (tablo 4.46 ve grafik 4.20) hisse senedinin 2008 yılında ortalama getirisinin ilk üç yıla göre belirgin bir şekilde azaldığı görülmektedir. Ortalama getiride 2008 yılında belirgin bir düşüş yaşanmıştır. 4 yıllık verilere bakıldığında hisse senedi getirisinde belirgin bir düşüş gözlemlenirken risk seviyesinde de oldukça sert bir artış gözlemlenebilmektedir. 4 yıllık verilere bakıldığında hisse senedinin getirisinin yüksek riske paralel artmadığı gözlemlenebilmektedir.

Tablo 4.46
VESTL Yıllık Ortalama Getiri ve Risk Tablosu

	VESTL			
	2005	2006	2007	2008
Ort.Getiri	-0,20	-2,14	-1,74	-5,65
Risk	4,53	9,13	7,06	22,57



Grafik 4.20: VESTL yıllık Ortalama Getiri ve Risk Grafiği

Tablo 4.47
VESTL Çoklu Regresyon Modeli Özeti

Model Özeti

Model	R	R Kare	Düzeltilmiş R Kare	Fahmini St. Sapma	Değişim İstatistikleri					Durbin-Watson
					R Kare Değişim	F Değişim	df1	df2	Anlamlılık Significance	
1	,773 ^a	,597	,527	8,70554	,597	8,480	7	40	,000	2,446

^a.Predictors: (Constant), oynaklik, piyasagetr, TRBeta, AEFSI, CONFLICT, EMFSI, TRFSI

^b.Bağımlı Değişkene: VESTL

Belirlilik Katsayısı, R Kare değeri (tablo 4.47) ve ANOVA değeri (tablo 4.48) modelin VESTL hisse değişimi üzerinde açıklayıcı olduğunu ortaya koymaktadır. Bu değerinin 1 olması hisseyi etkileyebilecek sistematik olmayan riskler modele dahil edilmediği için beklenmemektedir. Çatışma riski ve küresel finansal stresteki artışın hisse senedindeki oynaklığa olan etkisi %50 oranında dahi açıklanması yeterli kabul edilmektedir. Bu oran %59,7 çıkmıştır. Enter Methodunda yapılan Parametrik Regresyon analizinde Durbin-Watson Modeli Significance seviyesi (0,000) olarak ölçülmüştür. Significance seviyesi (0,05) altında olması gerekmektedir.

VESTL'in 4 yıllık veriler dahilinde (48 ay) hisse senedi volatilitesi üzerinde yapılan incelemede, AEFSI, EMFSI, TURFSI ve Çatışma Stresinin yaşanan fiyat değişimlerine olan etkisi modelle oldukça açıklanabilmektedir. Rusya'da yatırımı olan/ticareti olan hisselerin savaşın ilk günlerinde aşırı tepki verdiği görülmüştür. Ancak firmaya özel durumlar, halka açıklık oranı veya sektörel koşulların; Sistemik

olmayan riskin hisse senetlerini olumsuz etkilediği görülmektedir. Modelin açıklanamayan kısmını oluşturmaktadır.

Tablo 4.48
VESTL Çoklu Regresyon Anova Testi

ANOVA ^b						
Model		Kareler Toplamı	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	4498,669	7	642,667	8,480	,000 ^a
	Residual	3031,457	40	75,786		
	Toplam	7530,126	47			

a. Predictors: (Constant), oynaklik, piyasagetr, TRBeta, AEFSI, CONFLICT, EMFSI, TRFSI

b. Bagimli Degisken: VESTL

VESTL için yapılan çoklu regresyon modelinde Significance Değerinin tutarlılık derecesi olan (0,05)'den küçük olduğu, Sig. 0,000 olduğu ve bağımlı değişkendeki oynaklığı bağımsız değişkenlerin etkilediği anlaşılmaktadır. VESTL'in son 4 yıldaki fiyat değişimleri ile son yıl içinde yaşanan finansal stres ve çatışma stresinin orta ve uzun vadede diğer hisselerle paralel, hisse senedinin genel performansını etkilediği (tablo 4.7; 4.8 ve grafik 4.2) anlaşılmaktadır.

Korelasyon seviyesi

VESTL'in hisse değerinin Çatışma ve Küresel Krizden oldukça etkilendiği anlaşılırken, bununla birlikte 2008 yılında hisse senedi getirisinde belirgin bir düşüş ve riskinde ciddi bir yükselme olduğu görülmüştür. Çatışma stresi ve finansal stresin bu değişimdeki etkisi tutarlılık testinde istenilen parametreler çerçevesinde elde edilmiştir.

Tablo 4.49'da elde edilen korelasyon katsayılarında Çatışma ve Küresel Krizin aynı anda yoğunlaştığı ve bu iki değişken arasında bir etkileşim olduğu ortaya çıkmaktadır. AEFSI ile EMFSI arasındaki Korelasyon Katsayısı %88,5 (,885) ve mükemmel tutarlılık seviyesi (,000) çıkmıştır. Kriz ve Savaşın aynı anda etkileyici faktörler olduğu anlaşılmaktadır. Bu etki modelden anlaşılacağı üzere, VESTL hisseleri üzerinde belirli bir şekilde ilişkilendirilebilmektedir

Tablo 4.49
VESTL, Çatışma stresi ve Finansal Stres Korelasyon Veri Tablosu

		AEFSI	EMFSI	TRFSI	CONFLICT	VESTL
AEFSI	Pearson Correlation	1				
	Sig. (2-tailed)					
	N	48				
EMFSI	Pearson Correlation	,885(**)	1			
	Sig. (2-tailed)	,000				
	N	48	48			
TRFSI	Pearson Correlation	,746(**)	,805(**)	1		
	Sig. (2-tailed)	,000	,000			
	N	48	48	48		
CONFLICT	Pearson Correlation	,833(**)	,787(**)	,711(**)	1	
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000		
	N	48	48	48	48	
VESTL	Pearson Correlation	-,224	-,392(**)	-,406(**)	-,252	1
	Sig. (2-tailed)	,125	,006	,004	,085	
	N	48	48	48	48	48

** Korelasyon 0.01 seviyesinde anlamlıdır. (2-yönlü).

Korelasyon İlişkilerine bakıldığında;

VESTL Hisse değişiminin modeldeki değişkenlerden hemen hemen aynı seviyede etkilendiği anlaşılmaktadır. Türkiye'deki finansal stresin hisse üzerindeki etkisinin daha fazla olduğu görülmektedir.

VESTL hisse değişimi ile AEFSI arasında ters ilişki bulunmaktadır. Yani Gelişmiş ülkelerde finansal stres arttıkça hisse fiyatları ile %22,4'lük olumsuz bir etki ortaya çıkmaktadır.

VESTL hisse değişimi ile EMFSI arasında ters ilişki bulunmaktadır. Yani Gelişmekte olan ülkelerde finansal stres arttıkça hisse fiyatları üzerinde % 39,2'lik olumsuz bir etki ortaya çıkmaktadır. VESTL'nun TURFSI ile etkileşimi, AEFSI ve Çatışma Riski ile etkileşime göre çok daha fazladır. VESTL Hisseleri en çok TURFSI'den etkilenmektedir.

VESTL Hisse senetlerinde yaşanan oynaklık ile TURFSI arasında ters ilişki bulunmaktadır. Yani Türkiye'de finansal stres arttıkça hisse fiyatları ile %40,6'lık olumsuz bir etki ortaya çıkmaktadır. VESTL'in TURFSI ile etkileşimi diğer parametrelere göre daha fazladır.

VESTL hisse senetlerinde yaşanan volatilité ile Çatışma arasında ters ilişki bulunmaktadır. Yani Çatışma Stresi arttıkça hisse fiyatları ile %25,2'lik olumsuz bir etki ortaya çıkmaktadır.

Hisse Senedi fiyat değışimleri ile çatışma stresi ve küresel ekonomik stres arasında negatif ilişki bulunmaktadır ve bu bulgu geçerli ve güvenilirdir. Bu nedenle korelasyon ilişkisi tutarlıdır.

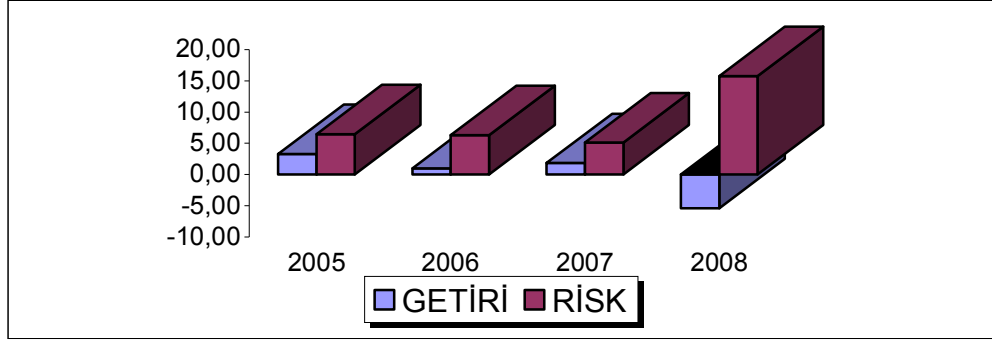
Sonuç: Model VESTL hisseleri için açıklayıcıdır. Sistematiik olmayan faktörlere paralel, finansal stres ve çatışma stresinin VESTL Hisselerini olumsuz etkilediği sonucuna ulaşılmaktadır. Küresel Kriz VESTL Hisselerini Çatışma Riski ile birlikte etkilemiştir. Türkiye'deki finansal piyasalardaki stres artışı VESTL Hisselerini etkileyen en önemli faktördür.

4.2.2.9 Çatışma Riski ve Finansal Stresin Modeldeki Portföy Üzerinde Etkisi ve Çoklu Regresyon Analizi

Modele dahil edilen hisse senetlerinden oluşan portföyün yıllık ortalama getiri oranlarına bakıldığında (tablo 4.50 ve grafik 4.21) portföyün 2008 yılında ortalama getirisinin ilk üç yıla göre belirgin bir şekilde azaldığı görülmektedir. Ortalama getiride de 2008 yılında belirgin bir düşüş yaşanmıştır. 4 yıllık verilere bakıldığında portföy getirisinde belirgin bir düşüş gözlemlenirken risk seviyesinde de oldukça sert bir artış gözlemlenebilmektedir. 4 yıllık verilere bakıldığında portföyün getirisinin yüksek riske paralel artmadığı gözlemlenebilmektedir.

Tablo 4.50
PORTFÖY Yıllık Ortalama Getiri ve Risk Tablosu

	PORTFÖY			
	2005	2006	2007	2008
Ort.Getiri	3,30	0,98	1,83	-5,41
Risk	6,46	6,31	5,11	15,79



Grafik 4.21: PORTFÖY yıllık Ortalama Getiri ve Risk Grafiği

Tablo 4.51
PORTFÖY Çoklu Regresyon Modeli Özeti

Model Özeti

Model	R	R Kare	Düzeltilmiş R Kare	Tahmini St. Sapma	Değişim İstatistikleri					Durbin-Watson
					R Kare değişim	F Değişim	df1	df2	Anlamlılık Significance	
1	,895 ^a	,801	,766	4,71742	,801	23,004	7	40	,000	2,209

a.Predictors: (Constant), oynaklik, piyasgetr, TRBeta, AEFSI, CONFLICT, EMFSI, TRFSI

b.Bağımlı Değişken: PORT

Belirlilik katsayısı (tablo 4.51) ve ANOVA değeri (tablo 4.52) modelin PORTFÖY değişimi üzerinde yüksek derecede açıklayıcı olduğunu ortaya koymaktadır. Bu değerinin 1 olması portföyü etkileyebilecek sistematik olmayan riskler modele dahil edilmediği için beklenmemektedir. Çatışma riski ve küresel finansal stresteki artışın portföy üzerindeki oynaklığa olan etkisi %50 oranında dahi açıklanması yeterli kabul edilmektedir. Bu oran %80,1 çıkmıştır. Enter Methodunda yapılan Parametrik Regresyon analizinde Durbin-Watson Modeli Significance seviyesi (0,000) olarak ölçülmüştür. Significance seviyesi (0,05) altında olması gerekmektedir.

PORTFÖY'ün 4 yıllık veriler dahilinde (48 ay) portföyün volatilitesi üzerinde yapılan incelemede, AEFSI, EMFSI, TURFSI ve Çatışma Stresinin yaşanan fiyat değişimlerine olan etkisi modelle anlamlı bir şekilde açıklanabilmektedir. Rusya'da yatırımı olan/ticareti olan hisselerin savaşın ilk günlerinde aşırı tepki verdiği görülmüştür.

Tablo 4.52
PORTFÖY Çoklu Regresyon Anova Testi

ANOVA ^b

Model		Kareler Toplamı	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3583,455	7	511,922	23,004	,000 ^a
	Residual	890,164	40	22,254		
	Toplam	4473,619	47			

a. Predictors: (Constant), oynaklik, piyasgetr, TRBeta, AEFSI, CONFLICT, EMFSI, TRFSI

b. Bagimli degisiken: PORT

PORTFÖY için yapılan çoklu regresyon modelinde Anlamlılık significance Değerinin tutarlılık derecesi olan (0,05)'den küçük olduğu, Sig. 0,000 olduğu ve bağımlı değişkendeki oynaklığı bağımsız değişkenlerin oldukça etkilediği anlaşılmaktadır. PORTFÖY'ün son 4 yıldaki fiyat değişimleri ile son yıl içinde yaşanan finansal stres ve çatışma stresinin orta ve uzun vadede diğer hisselerle paralel, portföyün genel performansını etkilediği (tablo 4.7; 4.8 ve grafik 4.2) anlaşılmaktadır.

Korelasyon seviyesi

PORTFÖY'ün getirisinin Çatışma ve Küresel Krizden oldukça etkilendiği anlaşılırken, bununla birlikte 2008 yılında portföyün getirisinde belirgin bir düşüş ve riskinde ciddi bir yükselme olduğu görülmüştür. Çatışma stresi ve finansal stresin bu değişimdeki etkisi tutarlılık testinde istenilen parametreler çerçevesinde elde edilmiştir.

Tablo 4.53'de elde edilen korelasyon katsayılarında Çatışma ve Küresel Krizin aynı anda yoğunlaştığı ve bu iki değişken arasında bir etkileşim olduğu ortaya çıkmaktadır. AEFSI ile EMFSI arasındaki Korelasyon Katsayısı %88,5 (,885) ve mükemmel tutarlılık seviyesi (,000) çıkmıştır. Kriz ve Savaşın aynı anda etkileyici faktörler olduğu anlaşılmaktadır. Bu etki modelden anlaşılacağı üzere, PORTFÖY üzerinde belirli bir şekilde ilişkilendirilebilmektedir.

Tablo 4.53
PORTFÖY, Çatışma stresi ve Finansal Stres Korelasyon Veri Tablosu

		AEFSI	EMFSI	TRFSI	CONFLICT	PORT
AEFSI	Pearson Correlation	1				
	Sig. (2-tailed)					
	N	48				
EMFSI	Pearson Correlation	,885(**)	1			
	Sig. (2-tailed)	,000				
	N	48	48			
TRFSI	Pearson Correlation	,746(**)	,805(**)	1		
	Sig. (2-tailed)	,000	,000			
	N	48	48	48		
CONFLICT	Pearson Correlation	,833(**)	,787(**)	,711(**)	1	
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000		
	N	48	48	48	48	
PORT	Pearson Correlation	-,445(**)	-,588(**)	-,622(**)	-,423(**)	1
	Sig. (2-tailed)	,002	,000	,000	,003	
	N	48	48	48	48	48

** Korelasyon 0.01 seviyesinde anlamlıdır. (2-yönlü).

Korelasyon İlişkilerine bakıldığında;

PORTFÖY getiri düzeyindeki değişimini modeldeki değişkenlerden oldukça yüksek seviyede etkilendiği anlaşılmaktadır. Türkiye'deki finansal stresin portföy üzerindeki etkisinin daha fazla olduğu görülmektedir. Ancak çatışma riski ile portföyün etkileşimi portföyü oluşturan hisselerle daha fazladır.

PORTFÖY getiri düzeyindeki değişim ile AEFSI arasında ters ilişki bulunmaktadır. Yani Gelişmiş ülkelerde finansal stres arttıkça hisse fiyatları ile %44,5'lik olumsuz bir etki ortaya çıkmaktadır.

PORTFÖY getiri düzeyindeki değişim ile EMFSI arasında ters ilişki bulunmaktadır. Yani Gelişmekte olan ülkelerde finansal stres arttıkça hisse fiyatları üzerinde % 58,8'lik olumsuz bir etki ortaya çıkmaktadır. PORTFÖY'ün TRFSI ile etkileşimi, AEFSI ve Çatışma Riski ile etkileşime göre kısmen daha fazladır.

PORTFÖY'de yaşanan oynaklık ile TRFSI arasında ters ilişki bulunmaktadır. Yani Türkiye'de finansal stres arttıkça portföy değeri ile %62,2'lik olumsuz bir etki ortaya çıkmaktadır. PORTFÖY en çok TRFSI'den etkilenmektedir. PORTFÖY'ün TRFSI ile etkileşimi diğer parametrelere göre daha fazladır.

PORTFÖY’de yaşanan volatilité ile Çatışma arasında ters ilişki bulunmaktadır. Yani Çatışma Stresi arttıkça portföy getirisi ile %42,3’lük olumsuz bir etki ortaya çıkmaktadır. Portföy ile çatışma stresi ve küresel ekonomik stres arasında negatif ilişki bulunmaktadır ve bu bulgu geçerli ve güvenilirdir. Bu nedenle korelasyon ilişkisi oldukça tutarlıdır.

Sonuç: Model PORTFÖY için yüksek derecede açıklayıcıdır. Sistemik olmayan faktörlere paralel, finansal stres ve çatışma stresinin PORTFÖY’ü oldukça olumsuz etkilediği sonucuna ulaşılmaktadır. Küresel Kriz PORTFÖY’ü Çatışma Riski ile birlikte etkilemiştir. Türkiye’deki finansal piyasalardaki stres artışı PORTFÖY Hisselerini etkileyen en önemli faktördür. Çatışma riski Portföyü, hisse senetlerine göre daha fazla etkilemektedir.

4.2.3 MODELİN YORUMLANMASI

1- Modele dahil edilen bileşenler arasındaki etkileşim incelendiğinde gelişmiş ülkelerdeki finansal stres ile gelişmekte olan ülkelerdeki finansal stres arasında mükemmel tutarlılık seviyesinde (,000), %88,5 oranında pozitif korelasyon sonucuna ulaşılmıştır. Türkiye’deki finansal stresin, gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilere göre daha sınırlı kaldığı sonucuna ulaşılmıştır. Ancak Türkiye’deki finansal piyasalar büyük ölçüde gelişmiş piyasalardaki finansal stresten olumsuz etkilenmiştir.

Tablo 4.54
Finansal Stres Endeksleri Korelasyon İlişkileri

		Korelasyon		
		AEFSI	EMFSI	TRFSI
AEFSI	Pearson Correlation	1	,885**	,746**
	Sig. (2-tailed)		,000	,000
	N	48	48	48
EMFSI	Pearson Correlation	,885**	1	,805**
	Sig. (2-tailed)	,000		,000
	N	48	48	48
TRFSI	Pearson Correlation	,746**	,805**	1
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	
	N	48	48	48

** . Korelasyon 0.01 seviyesinde anlamlıdır (2-yönlü).

2- 2008 yılında yaşanan Rus Gürcü Çatışması bölgesel ancak etkileri bakımından uluslararası bir çatışma niteliğindedir. Süre bakımından sıcak çatışma iki hafta sürmüştür. Ancak, savaşın Rus Ekonomisi üzerindeki etkileri Rusya'nın askeri ve siyasi gücü nedeniyle sınırlı kalırken, Gürcistan ekonomisi ve askeri bundan son derece olumsuz etkilenmiştir. Rus orduları kısa sürede Gürcistan üzerinde kontrol sağlamıştır. Ölçek ve etki bakımından kısa süreli bu savaş, küresel kriz kadar piyasalarda kalıcı etkiler doğurmamıştır.

48 aylık veriler dahilinde modelde yapılan korelasyon analizinde ise kısa süreli ve bölgesel bu savaş ile Gelişmiş Ekonomilerdeki Finansal Stres arasında yüksek korelasyon %83,3 oranı elde edilmiştir. Savaşın ve krizin nedenlerinin birbirinden bağımsız olması nedeniyle bu korelasyon ilişkisi sorgulanmıştır. Çatışmanın zamanlamasının tesadüf mü olduğu ayrıca değerlendirilmelidir. Düşüş trendine giren enerji ve petrol fiyatları savaş nedeniyle tekrar yükselmiştir. Artan enerji fiyatları Petrol ve Doğalgaz ihracatçısı Rusya'nın milli gelirini yükseltmektedir. Model kısmen de olsa şu sorunun cevabını vermektedir: Bu çatışma ekonomik kriz öncesi Rusya tarafından atılan stratejik bir adım mıdır? AEFSI ile Çatışmanın korelasyon ilişkisi %83,3 seviyesindedir. Çatışma ile EMFSI etkileşimi %78,7 ve Türkiye'deki finansal stres ile %71,1 düzeyinde etkileşim ortaya çıkmaktadır.

Tablo 4.55
AEFSI, EMFSI, TRFSI ve Çatışma Arasındaki Etkileşim

		AEFSI	EMFSI	TRFSI	CONFLICT
AEFSI	Pearson Correlation	1			
	Sig. (2-tailed)				
	N	48			
EMFSI	Pearson Correlation	,885(**)	1		
	Sig. (2-tailed)	,000			
	N	48	48		
TRFSI	Pearson Correlation	,746(**)	,805(**)	1	
	Sig. (2-tailed)	,000	,000		
	N	48	48	48	
CONFLICT	Pearson Correlation	,833(**)	,787(**)	,711(**)	1
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000	
	N	48	48	48	48

** Korelasyon 0.01 seviyesinde anlamlıdır. (2-yönlü).

%83,3 lük korelasyon ilişkisinde, Rus-Gürcü çatışması makro ekonomik etkileri nedeniyle gelişmiş ülkeler üzerinde etkiye sahiptir. Avrupa'nın Rus enerjisine bağımlı olması, Rusya Avrupa arasındaki yoğun ticari ve mali ilişkiler bu çatışmanın stresinin gelişmiş ekonomilerde Türkiye'ye göre daha yoğun yaşandığının bir işaretidir.

3- Modele dahil edilen hisse senetlerine bakıldığında bu hisselerin en çok Küresel Mali Krizden etkilendiği sonucuna ulaşılmaktadır. Süre ve etki bakımından küresel mali kriz çatışma riskine göre kapsamlıdır. Küresel mali kriz piyasalarda domino etkisi yapmış ve işletmeler için hayati önem taşıyan kredi mekanizmasının işleyişini olumsuz etkilemiştir. Çatışmadan doğrudan etkilenileceği varsayılan hisse senetleri birincil derecede küresel krizden etkilenmiştir.

Tablo 4.56
Modelin Kantitatif Özeti

	MODEL					
	KORELASYON				Sig	R Square
	AEFSI	EMFSI	TURFSI	CONFLICT	Anlamlılık	Belirlilik
AEFES	-0,102	-0,163	-0,260	-0,130	0,001	0,442
ALARK	-0,244	-0,389	-0,492	-0,254	0,000	0,557
ARCLK	-0,466	-0,534	-0,529	-0,377	0,000	0,610
ECYAP	-0,467	-0,553	-0,627	-0,390	0,000	0,504
ENKAI	-0,503	-0,688	-0,535	-0,513	0,000	0,588
FROTO	-0,319	-0,436	-0,446	-0,318	0,000	0,524
SISE	-0,200	-0,304	-0,429	-0,189	0,000	0,747
TOASO	-0,473	-0,528	-0,560	-0,372	0,000	0,555
TUPRS	-0,317	-0,435	-0,434	-0,405	0,000	0,467
VEST	-0,224	-0,392	-0,406	-0,252	0,000	0,597
PORT	-0,445	-0,588	-0,622	-0,423	0,000	0,801

4- Modele dahil edilen hisse senetleri ağırlıklı olarak Türkiye'deki Finansal piyasalardaki stresten, Gelişmiş ekonomilerdeki finansal stres ve Gelişmiş ülkelerdeki finansal stresten , ve son olarak çatışma riskinden etkilenmişlerdir.

5- ENKAI, TUPRS ve ECYAP hisse senetleri çatışmadan yoğun olarak etkilenmişlerdir.

6- Modele dahil edilen portföyün çatışma riskinden bir çok hisse senedi ile kıyaslandığında daha çok etkilendiği sonucu ortaya çıkmıştır. Bu nedenle portföy yöneticisi çatışma bölgelerinde faaliyet gösteren şirket hisselerinden oluşan bir portföy yerine, karma bir portföye yönelerek çatışma riskinin etkisini sınırlamalıdır. Sadece bu bölgelerde faaliyet gösteren şirketlerin hisselerinden oluşan bir portföy hazırlamak, çatışma riskinin etkilerine daha çok maruz kalmak anlamını taşımaktadır.

7- Model bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerindeki etkisi %50- %70 arasında açıklayıcılık düzeyine sahiptir. Modele dahil edilmeyen faktörler hisse senetlerini etkilemektedir: Firmanın büyüklüğü, finansal yapısındaki sağlamlık, imajı, kreditorlerle ilişkiler, kar beklentisi, kar dağıtım politikası, manüplatif borsa işlemleri, borsadaki fon hareketleri vs. modelde %50 düzeyindeki açıklayıcılık oranı tatmin edicidir.

SONUÇ

Günümüzde finansal piyasalarda yaşanan volatiliteye paralel, ortaya çıkan belirsizlikler yatırım iklimini etkilemiştir. Ardı ardına durgunluğa giren gelişmiş ekonomiler, kurtarma paketleri ile mali ve reel kesime kaynak aktararak bu krizi yönetmeyi kısmen başarmışlardır.

Dünya Bankası istatistiklerine göre dünyanın en yoksul 20 ülkesinin %80'i son 15 yılda ağır silahlı çatışmalar ve iç karışıklıklar yaşamıştır. Çatışma sonrası sağlanan barış ortamında, ilk 5 yıl, %44'lük bir büyümenin gerçekleştiği gözlemlenmektedir. Bu veriler çatışma ve ekonomik istikrar arasındaki etkileşimi gözler önüne sermektedir. 2008 küresel mali krizin yaşandığı bugünlerde artan işsizlik oranı, GSYİH'nin azalması, artan belirsizlikler ve sermaye piyasalarında yaşanan volatilité, çatışma sonrası bölgelerde yatırım iklimini bozmaya başlamış ve çatışma riskinde artış ortaya çıkmıştır.

Yakın geçmişte çatışmaların doğasını anlamaya yönelik yapılan çalışmaların temelinde ağırlıklı olarak *çatışma*'nın etnik, sosyokültürel, dini ve politik boyutları ön planda tutulurken, mali boyutu ikinci planda kalmıştır. İç çatışmaların temelindeki faktörlerin daha esnek bir duruma gelmelerindeki temel unsur, Collier ve Hoeffler'in vurguladığı gibi etnisiteden ve sosyal marjinalleşmeden ziyade çatışan tarafların ekonomik faktörlerle motive olması gerçeğidir. Bu durumda ekonomik faktörler çatışmanın başlamasını kolaylaştıran birincil kaynak durumundadır. Yapılan analizler, çatışma sonrası ilk 4 yıl içinde, çatışmanın tekrarlama riskinin %24, ve sonraki 6 yılda ise %17 olduğunu ortaya koymaktadır. Gelir düzeyinin risk üzerindeki etkisi %40 olarak ölçülmüştür.

Bu tez çalışması ile ekonomik büyüme ve etkin mali disiplinin çatışma riskini azaltacağı teorik olarak ortaya konulurken, küresel ekonomik kriz de göz önünde bulundurularak, artan çatışma riskinin hisse senedi ve portföy yatırımları üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Bu bağlamda 2008-2009 Rus Gürcü savaşı incelenmiş; Rusya'ya yatırımı olan 50 IMKB şirketinden random şekilde seçilen 10 büyük şirketin hisselerinden portföy oluşturularak çatışma riskinin ve küresel krizin etkileri incelenmiştir. Yapılan analiz sonucunda her bir hisse senedinin Rus-Gürcü

çatışmasından olumsuz etkilendiği ve riskinin arttığı ortaya konulmuştur. Ancak bu hisselerden oluşan portföy bir çok hisseye göre çatışmadan daha çok etkilenmiştir.

Modern portföy teorisi, portföyün riskini hesaplarken, portföyü oluşturan hisse senetlerinin volatilitesi ve hisseler arasındaki korelasyonu dikkate alırken, politik risk gibi faktörleri dikkate almamaktadır. Küresel mali krizinin gelişmekte olan ekonomiler ve gelişmiş bölgeler için etkileri Finansal Stres Endeksi ile gözlemlenmektedir.

Bu tezin araştırma kısmında, 2008 Rus-Gürcü Savaşı ve Ekonomik Mali Kriz incelenmiştir. Gelişmiş Ekonomiler Finansal Stres Endeksi (AE_FSI), Gelişmekte Olan Ekonomiler Finansal Stres Endeksi (EM_FSI) ve Türkiye için Finansal Stres Endeksi (TR_FSI), Türkiye’de bankacılık betası, piyasa getirisi ve volatilitesi, küresel krizin finansal piyasalar üzerinde yarattığı etkinin göstergeleri olarak modele dahil edilmiştir. Çatışma riski ve küresel kriz bağımsız değişken olarak ölçeklendirilirken; her bir hissenin aylık getirisi ve bu hisselerden oluşan portföyün ortalama getirisi bağımlı değişken olarak ele alınmıştır. Değişkenler arasındaki korelasyon ilişkisi incelenmiştir. Çoklu regresyon analizi ile küresel mali krizin ve çatışmanın, portföy ve hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi ortaya konulmuştur. Analiz sonucunda, AE_FSI ile EM_FSI, EM_FSI ile Portföy getirisi, çatışma riski ile hisse getirisi, AE_FSI ile çatışma riski arasında pozitif ilişki mükemmel belirlilik derecesinde ortaya çıkmıştır.

Araştırmaya göre;

Ölçek ve etki bakımından kısa süreli bir çatışma olarak incelenen Rus Gürcü Çatışması bölgesel niteliktedir. Bu nedenle hisseler üzerindeki etkisi sınırlı kalmıştır. Küresel ekonomik krizin hisse senetlerini ve bu hisselerden oluşan portföyü çatışma riskine göre daha çok etkilediği anlaşılmıştır. Çatışma riskinin hisseler üzerindeki etkisi tek tek incelendiğinde, portföye olan etkisinin daha yüksek olduğu anlaşılmıştır.

Modele dahil edilen bileşenler arasındaki etkileşim incelendiğinde gelişmiş ülkelerdeki finansal stres ile gelişmekte olan ülkelerdeki finansal stres arasında mükemmel tutarlılık seviyesinde (,000), %88,5 oranında pozitif korelasyon sonucuna ulaşılmıştır. Türkiye’deki finansal stresin, gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilere göre daha sınırlı kaldığı sonucuna da ayrıca ulaşılmıştır. Araştırmaya göre, Türkiye’deki

finansal piyasalar büyük ölçüde gelişmiş piyasalardaki finansal stresten olumsuz etkilenmiştir.

2008 yılında yaşanan Rus Gürcü Çatışması Bölgesel ancak etkileri bakımından uluslararası bir çatışma niteliğindedir. Süre bakımından sıcak çatışma iki hafta sürmüştür. Ancak, savaşın Rus Ekonomisi üzerindeki etkileri Rusya'nın askeri ve siyasi gücü nedeniyle sınırlı kalırken, Gürcistan ekonomisi ve askeri bundan son derece olumsuz etkilenmiştir. Rus orduları kısa sürede Gürcistan üzerinde kontrol sağlamıştır. Ölçek ve etki bakımından kısa süreli bu savaş, küresel kriz kadar piyasalarda kalıcı etkiler doğurmamıştır.

48 aylık veriler dahilinde modelde yapılan korelasyon analizinde ise kısa süreli ve bölgesel nitelikli olan bu savaş ile Gelişmiş Ekonomilerdeki Finansal Stres arasında yüksek korelasyon %83,3 oranı elde edilmiştir. Savaşın ve krizin nedenlerinin birbirinden bağımsız olması nedeniyle bu korelasyon ilişkisi sorgulanmıştır. Çatışma zamanlamasının rastlantısal olup olmadığı ayrıca sorgulanmıştır. AEFISI ile Çatışmanın korelasyon ilişkisi %83,3 seviyesinde çıkmıştır. Çatışma ile EMFSI etkileşimi %78,7 ve Türkiye'deki finansal stres ile %71,1 düzeyinde etkileşim ortaya çıkmaktadır.

Modele dahil edilen hisse senetlerine bakıldığında bu hisselerin en çok Küresel Mali Krizden etkilendiği sonucuna ulaşılmaktadır. Süre ve etki bakımından küresel mali kriz çatışma riskine göre kapsamlıdır. Küresel mali kriz piyasalarda domino etkisi yapmış ve işletmeler için hayati önem taşıyan kredi mekanizmasının işleyişini olumsuz etkilemiştir. Çatışmadan doğrudan etkilenileceği varsayılan hisse senetleri birincil derecede küresel krizden etkilenmiştir.

Modele dahil edilen hisse senetleri ağırlıklı Olarak Türkiye'deki Finansal piyasalardaki stresten, Gelişmiş ekonomilerdeki finansal stres ve Gelişmiş ülkelerdeki finansal stresten, ve son olarak çatışma riskinden etkilenmişlerdir.

ENKAI, TUPRS ve ECYAP hisse senetleri çatışmadan yoğun olarak etkilenmişlerdir.

Modele dahil edilen portföy bir çok hisse senedi ile kıyaslandığında çatışma riskinden daha çok etkilendiği sonucuna ulaşılmıştır. Bu nedenle portföy yöneticisi çatışma bölgelerinde faaliyet gösteren şirket hisselerinden oluşan bir portföy yerine, karma bir portföye yönelerek çatışma riskinin etkisini sınırlamalıdır. Sadece bu bölgelerde faaliyet gösteren şirketlerin hisselerinden oluşan bir portföy hazırlamak, çatışma riskinin etkilerine daha çok maruz kalmak anlamını taşımaktadır.

Model bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerindeki etkisi %60- %80 arasında açıklayıcılık özelliğine sahiptir. Modele dahil edilmeyen faktörler hisse senetlerini etkilemektedir. Hisse değerini etkileyebilecek, Firmanın büyüklüğü, finansal yapısındaki sağlamlık, imajı, kreditorlerle ilişkiler, kar beklentisi, kar dağıtım politikası, spekülasyon borsadaki işlemleri ve borsadaki fon hareketleri modele dahil edilmemiştir.

Çatışma riskinin çatışma bölgelerine yatırımı olan hisse senetlerini olumsuz etkilediği ve Küresel mali krizin beraberinde getirdiği işsizlik, ekonomik durgunluk ve kaynak sıkıntısı nedeni ile çatışma sonrası bölgelerde çatışma riskini yeniden artırdığı sonucuna ulaşılmıştır.

EKLER

EK 1: UNCTAD Global Uluslar arası Doğrudan Yatırımlar 2008 yılı Geçici Verileri

Bölge / Ülke (Milyar Dolar)	2007	2008	Değişim (%)
Dünya	1833,3	1449,1	-21,0
Gelişmiş Ülkeler	1247,6	840,1	-32,7
Avrupa	848,5	562,3	-33,7
AB	804,3	557,4	-30,7
Avusturya	30,7	12,9	-58,0
Belçika	40,6	17,1	-57,9
Çek Cumhuriyeti	9,1	11,4	25,3
Danimarka	11,2	14,7	31,3
Finland	8,5	-6,3	-174,1
Fransa	158	114,3	-27,7
Almanya	50,9	26	-48,9
Macaristan	5,6	3,4	-39,3
İrlanda	30,6	-6,1	-119,9
İtalya	40,2	2,3	-94,3
Hollanda	99,4	29,5	-70,3
Polonya	17,6	16,2	-8,0
Romanya	9,8	10,6	8,2
İspanya	53,4	57,3	7,3
İsveç	21	36,5	73,8
İngiltere	224	109,4	-51,2
ABD	232,8	220	-5,5
Japonya	22,5	17,4	-22,7
Gelişmekte Olan Ülkeler	499,7	517,7	3,6
Afrika	53	61,9	16,8
Mısır	11,6	10,9	-6,0
Fas	2,6	2,4	-7,7
Güney Afrika	5,7	12	110,5
Latin Amerika ve Karayipler	126,3	142,3	12,7
Arjantin	5,7	7,3	28,1
Brezilya	34,6	41,7	20,5
Şili	14,5	17,8	22,8
Kolombiya	9	10,9	21,1
Meksika	24,7	20,7	-16,2
Peru	5,3	7,4	39,6
Asya ve Okyanusya	320,5	313,5	-2,2
Batı Asya	71,5	56,3	-21,3
Türkiye	22	16,4	-25,5
Güney, Doğu ve Güney Doğu Asya	247,8	256,1	3,3
Çin	83,5	92,4	10,7
Hong Kong (Çin)	59,9	60,7	1,3
Hindistan	23	36,7	59,6
Endonezya	6,9	5,5	-20,3
Malezya	8,4	12,9	53,6
Singapur	24,1	10,3	-57,3
Tayland	9,6	9,2	-4,2
Geçiş Ekonomileri	85,9	91,3	6,3
Rusya Federasyonu	52,5	61,7	17,5
Ukrayna	9,9	9,7	-2,0

EK 2: Türkiye’de Başlıca Uluslararası Birleşme ve Satınalmalar (2008)

Hisseleri Satın Alınan Şirket	Alıcı Şirket	Alıcı Şirketin Ülkesi	Hisse Oranı (%)	İşlem Değeri (Milyon Dolar)
Tekel Sigara **	British American Tobacco (BAT)	İngiltere	100	1720
Migros Türk	BC Partners, DeA Capital, Turkven	İngiltere, İtalya, Türkiye	50,8	1650
Başkent Doğalgaz Dağ. **	Global Inv. Holding, Energaz, ABN Amro	Türkiye, Hollanda	100	1610
Başkent Elektrik Dağ. **	EnerjiSA, Sabancı Holding, Verbund	Türkiye, Avusturya	100	1225
Finansbank	National Bank of Greece	Yunanistan	9,7	697,2
Sakarya Elektrik Dağ. **	AkCez	Türkiye, Çek Cum.	100	600
Acıbadem Sağlık Hiz.	Abraaj Capital	BAE	53,8	586,7
Akpet	Lukoil	Rusya	100	555
Axa Oyak Holding	Axa Group	Fransa	50	525
Tekfen İnşaat	Palmali Holding, SOCAR	Azerbaycan	50	520
Koç Allianz Sigorta	Allianz	Almanya	47,1	392,4
Akenerji	CEZ	Çek Cum.	37,4	302,6
Güven Sigorta	Groupama	Fransa	100	282,5
İzgaz	Gaz de France	Fransa	90	232
Koç Allianz Hayat ve Emeklilik	Allianz	Almanya	49	198,4
Oyak Emeklilik	ING Group	Hollanda	100	169,8
Adocim Çimento Beton	Titan Cement Group	Yunanistan	50	132,7

Kaynak : YASED Uluslar arası DY Değerlendirme Raporu 2009

EK 3: Modelde Kullanılan Finansal Stres Endeksi Verileri

<i>Tarih</i>	AE-FSI	EM-FSI	TUR-FSI
01.01.2005	-0,11	-1,78	-3,27
01.02.2005	-2,06	-2,50	-2,66
01.03.2005	-1,61	-0,90	-1,59
01.04.2005	-1,42	-1,08	-0,98
01.05.2005	-1,68	-1,48	-1,94
01.06.2005	-2,43	-2,09	-3,48
01.07.2005	-2,31	-2,35	-3,64
01.08.2005	-2,01	-2,33	-2,07
01.09.2005	-2,48	-2,43	-3,14
01.10.2005	-1,86	-1,26	-2,63
01.11.2005	-2,41	-2,16	-4,14
01.12.2005	-2,34	-2,08	-3,11
01.01.2006	-2,35	-2,36	-3,83
01.02.2006	-2,13	-2,13	-3,50
01.03.2006	-2,40	-1,45	-2,11
01.04.2006	-2,40	-2,48	-3,10
01.05.2006	-1,30	-0,77	-0,75
01.06.2006	-0,67	-0,05	-0,80
01.07.2006	-1,24	-1,69	-0,04
01.08.2006	-1,25	-2,41	-3,25
01.09.2006	-1,34	-1,52	0,21
01.10.2006	-1,44	-2,28	-3,15
01.11.2006	-1,15	-2,53	0,27
01.12.2006	-1,04	-2,36	-0,85

01.01.2007	-1,35	-1,53	-1,05
01.02.2007	-0,69	-2,17	-0,61
01.03.2007	0,05	-1,69	-0,89
01.04.2007	-0,83	-2,46	-0,88
01.05.2007	-0,60	-2,17	-1,05
01.06.2007	-0,84	-2,04	-3,13
01.07.2007	-0,40	-2,34	-3,95
01.08.2007	1,22	-0,70	-2,35
01.09.2007	1,06	-2,50	-3,52
01.10.2007	0,55	-2,66	-3,80
01.11.2007	2,42	-1,31	-2,17
01.12.2007	2,24	-1,30	-3,04
01.01.2008	3,31	0,22	1,25
01.02.2008	3,62	-1,00	-0,01
01.03.2008	4,17	-0,11	1,37
01.04.2008	3,27	-0,37	0,12
01.05.2008	2,76	0,78	0,52
01.06.2008	4,40	1,43	1,12
01.07.2008	4,61	1,07	-1,13
01.08.2008	3,45	2,26	0,55
01.09.2008	6,89	2,97	1,38
01.10.2008	9,92	7,23	4,98
01.11.2008	11,19	5,01	2,71
01.12.2008	7,87	1,95	0,56

**EK 4: Modele Seçilen Hisse Senedi Aylık Getiri Tablosu
2005-2006; 2007-2008**

	AEFES	ALARK	ARCLK	ECYAP	ENKAİ	FROTO	SISE	TOASO	TUPRS	VESTL
01.01.2005	-0,92	10,00	4,85	4,39	-3,89	6,54	9,14	11,68	16,79	2,88
01.02.2005	0,93	6,82	0,00	0,93	15,08	0,00	2,96	-7,84	6,25	-0,93
01.03.2005	-3,67	-20,21	-9,83	-21,30	-5,83	-5,26	-	19,14	-12,41	12,35
01.04.2005	2,86	-0,67	-19,23	-10,00	6,70	-8,82	-	10,06	-25,51	-8,38
01.05.2005	3,79	18,12	22,98	15,03	8,64	9,68	10,26	6,34	10,35	-1,25
01.06.2005	12,84	8,52	10,42	6,25	-0,67	3,53	18,90	20,11	9,77	2,95
01.07.2005	-2,44	3,66	1,89	18,18	-7,43	11,36	24,10	4,26	1,57	5,53
01.08.2005	8,33	-6,57	-1,85	-4,52	7,30	1,02	-3,72	0,00	6,19	-4,08
01.09.2005	10,77	1,62	-2,52	6,64	0,00	-0,10	-8,15	17,37	15,05	-2,83
01.10.2005	-8,33	2,13	3,87	15,56	1,36	3,21	-9,35	0,00	-2,53	-1,67
01.11.2005	10,61	9,38	8,07	13,08	2,68	22,28	15,98	15,20	3,03	4,24
01.12.2005	3,42	8,57	8,05	30,61	9,80	1,75	4,44	-1,39	4,20	2,03
01.01.2006	19,87	-1,75	31,91	-4,69	-6,55	3,39	9,57	47,89	10,89	4,58
01.02.2006	1,10	15,18	-0,81	28,42	17,83	4,10	21,36	4,29	-8,18	9,52
01.03.2006	-6,01	-18,60	-9,76	0,00	-0,54	-5,51	-8,00	-2,74	-6,14	-4,35
01.04.2006	2,91	4,76	0,90	6,38	11,41	13,33	1,74	-0,47	18,14	-13,09
01.05.2006	-10,11	-8,98	-8,48	-12,80	1,95	-3,79	-	20,68	-6,64	0,89
01.06.2006	10,26	-13,76	-7,65	-20,18	11,54	-16,54	-6,90	7,25	0,00	-15,20
01.07.2006	-6,98	-0,51	2,76	-7,47	0,00	-3,77	8,33	-2,42	6,60	9,25
01.08.2006	-2,50	-1,03	1,61	-2,48	5,17	2,94	-4,27	-0,99	-5,31	2,12
01.09.2006	-3,85	3,63	0,00	-3,82	-9,02	2,53	8,93	1,50	-12,90	-8,29
01.10.2006	6,67	3,00	-1,06	15,23	10,81	4,04	15,78	18,72	3,86	9,04
01.11.2006	5,00	-12,14	-13,90	-6,90	3,25	9,71	-7,08	3,73	-0,83	-5,18
01.12.2006	4,17	-1,10	3,73	-2,47	18,90	0,88	-4,76	-2,00	0,83	0,55

	AEFES	ALARK	ARCLK	ECYAP	ENKAİ	FROTO	SISE	TOASO	TUPRS	VESTL
01.01.2007	5,14	-1,68	5,99	0,63	-1,32	17,54	11,00	9,18	3,31	-4,89
01.02.2007	-4,89	-2,84	7,91	-7,55	12,75	-9,70	2,70	-1,87	9,00	0,00
01.03.2007	4,57	-0,58	-1,57	16,33	12,50	0,83	-7,02	0,95	13,76	1,14
01.04.2007	2,19	-2,94	8,51	-9,36	7,94	0,41	-0,94	14,15	-9,68	-1,69
01.05.2007	18,14	2,42	15,94	5,81	10,61	11,11	4,34	5,87	19,60	1,15
01.06.2007	-3,67	-1,78	-0,88	-6,71	0,00	-5,38	0,93	0,79	0,80	-10,80
01.07.2007	-0,95	8,66	-3,54	3,27	8,00	4,07	8,33	-1,57	1,59	3,82
01.08.2007	-9,13	-8,33	-16,06	-5,06	-11,73	-2,34	-6,84	-4,80	-7,03	-9,82
01.09.2007	6,31	5,45	7,10	10,00	6,99	2,40	10,09	1,68	7,56	13,61
01.10.2007	12,70	2,30	-9,18	13,33	18,95	11,68	-4,35	1,65	3,13	2,99
01.11.2007	-11,27	7,87	-7,87	-5,88	4,95	-9,49	-	10,16	-6,82	-8,14
01.12.2007	10,32	1,43	-0,61	1,14	7,33	-2,42	2,61	6,96	11,38	-8,23
01.01.2008	-16,55	-26,09	-17,79	-16,85	-19,51	-0,83	-	29,66	-13,82	-13,87
01.02.2008	18,10	5,15	4,48	-1,35	12,73	-3,33	14,46	7,55	5,93	7,37
01.03.2008	-13,14	-4,20	-24,29	-14,38	-11,83	-10,34	-	13,16	-24,56	-5,60
01.04.2008	-2,52	17,52	7,55	9,60	7,32	22,12	20,00	13,02	16,95	36,14
01.05.2008	0,13	-2,20	-6,80	12,41	10,89	-8,33	-	14,14	0,72	-1,28
01.06.2008	-7,02	-12,74	-16,08	-19,81	-3,42	-20,45	-	23,53	-24,89	-7,38
01.07.2008	25,00	1,80	12,20	0,00	2,70	34,00	44,50	29,00	31,00	5,10
01.08.2008	-10,00	7,10	4,30	-8,30	-29,00	-15,60	-7,00	-10,10	-15,38	-1,80
01.09.2008	2,30	-15,00	-22,00	-25,00	-23,00	-23,00	6,25	-38,00	-17,00	-33,00
01.10.2008	6,40	-25,00	-37,00	-29,00	-45,70	-16,00	-	21,00	-22,00	-17,00
01.11.2008	-11,00	3,00	-31,00	-36,00	-29,80	-19,20	-	11,86	-44,00	-26,40
01.12.2008	12,00	0,00	20,00	20,00	23,00	18,10	5,70	15,00	20,80	26,70

EK 5: Türkiye için Bankacılık Betası, Tahvil Bono Endeksi, Piyasa Getirisi, Oynaklık ve Döviz Baskı Endeksi Verileri

Aylar	Beta	TBE	Getiri	VOL	DBE		Beta	TBE	Getiri	VOL	DBE
2005m1	-0,61	-0,76	-0,28	-0,85	-0,78	2007m1	1,76	-1,07	-0,22	-1,10	-0,42
2005m2	-0,61	-0,92	-0,02	-0,88	-0,24	2007m2	1,73	-0,94	0,19	-1,12	-0,47
2005m3	-0,61	-0,64	0,93	-0,92	-0,35	2007m3	1,68	-1,02	-0,04	-1,15	-0,37
2005m4	-0,61	-0,46	0,74	-0,92	0,27	2007m4	1,67	-1,05	0,00	-1,18	-0,32
2005m5	-0,61	-0,61	-0,16	-0,91	0,35	2007m5	1,51	-1,17	0,00	-1,21	-0,19
2005m6	-0,61	-0,69	-0,14	-0,96	-1,08	2007m6	-0,61	-1,13	0,24	-1,24	-0,39
2005m7	-0,61	-0,81	-0,43	-0,99	-0,81	2007m7	-0,61	-0,99	-0,56	-1,27	-0,53
2005m8	-0,61	-0,70	-0,06	-0,99	0,28	2007m8	-0,61	-0,96	0,58	-1,22	-0,14
2005m9	-0,61	-0,93	-0,32	-1,03	-0,25	2007m9	-0,61	-1,00	-0,30	-1,23	-0,38
2005m10	-0,61	-0,93	0,55	-1,07	-0,58	2007m10	-0,61	-1,09	-0,26	-1,23	-0,61
2005m11	-0,61	-0,96	-0,97	-1,07	-0,53	2007m11	-0,61	-0,90	0,70	-1,25	-0,12
2005m12	-0,61	-0,99	0,03	-0,98	-0,56	2007m12	-0,61	-0,93	0,07	-1,23	-0,34
2006m1	-0,61	-1,06	-0,52	-1,02	-0,63	2008m1	1,55	-0,79	1,97	-1,26	-0,22
2006m2	-0,61	-1,15	-0,14	-0,98	-0,63	2008m2	1,61	-0,62	-0,04	-0,93	-0,04
2006m3	-0,61	-1,16	0,95	-1,01	-0,28	2008m3	1,69	-0,47	1,06	-0,98	0,08
2006m4	-0,61	-1,19	0,03	-0,98	-0,35	2008m4	1,74	-0,68	-0,45	-0,95	0,46
2006m5	-0,61	-0,95	1,31	-1,03	0,54	2008m5	1,69	-0,73	0,88	-0,97	-0,35
2006m6	-0,61	-0,70	0,64	-0,93	0,79	2008m6	1,74	-0,33	1,07	-0,93	-0,44
2006m7	1,82	-0,92	0,10	-0,96	-0,08	2008m7	1,69	-0,67	-1,04	-0,89	-0,23
2006m8	-0,61	-0,95	-0,04	-1,01	-0,65	2008m8	1,65	-0,68	0,72	-0,83	-0,30
2006m9	1,84	-0,85	0,32	-1,05	-0,04	2008m9	1,57	-0,30	0,76	-0,87	0,21
2006m10	-0,61	-0,94	-0,46	-1,08	-0,07	2008m10	1,49	0,68	1,75	-0,88	1,94
2006m11	1,82	-0,90	0,72	-1,09	-0,27	2008m11	1,43	0,62	0,78	-0,63	0,50
2006m12	1,79	-1,06	0,04	-1,06	-0,55	2008m12	1,33	0,30	-0,07	-0,66	-0,33

Beta: Bankacılık Betası, TBE: Tahvil Bono Endeksi, Getiri: Sermaye Piyasası Getirisi

Vol: Sermaye Piyasalarında Yaşanan Oynaklık, DBE: Döviz Baskı Endeksi

Kaynak: IMF Uzman

hesaplamaları: <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=23039.0>

KAYNAKÇA

- Addison, Tonny ve S. Mansoob Murshed, “ The Fiscal Dimensions of Conflict and Reconstruction”, **UNU/WIDER**, 2000.
- Aksoy, Mehmet H. “Uluslar arası Portföy Çeşitlendirmesi ve Bir Türkiye Uygulaması”, **Doktora Tezi**, Marmara Ün., Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Bankacılık ABD, İstanbul, 2007.
- Aktan, Bora, Anouar B Mabrouk, Mustafa Ozturk, ve Najet Rhaïem, “Wavelet-Based Systematic Risk Estimation An Application on Istanbul Stock Exchange”, **International Research Journal of Finance and Economics**, 23,2009.
- Alesina, Alberto ve Robert Baro, “Currency Unions,” **Quarterly Journal of Economics**, Vol. 117 (May), 2002.
- Allen, Linda. **Capital Markets and Institutions: A Global View**, WILEY, 1997
- Andersen, Pelle, Justin Bumgardner, J. Michael Greig and Paul F. Diehl., “Turning down the heat: Influences on conflict management in enduring rivalries”, **International Interactions: Empirical and Theoretical Research in International Relations**, Volume 27, Issue 3, 2001.
- Andıç, Ufuk “Uluslar arası İlişkiler Teorisine Kaos Teorisi Perspektifinde Post Modern Bir Yaklaşım”, **YL Tezi**, SBE, Kadir Has Üniversitesi, İstanbul, 2008
- Apak, Sudi, “Küresel Finansal Kriz, G-20 Konferansı ve Türkiye”, **Stratejik Araştırmalar Dergisi**, BÜSAM, 1 (02), 2008
- Baffin, John, “The Destruction of Yugoslavia: A Teste for Killing”, **The World in Conflict War Annual** 7, Herndon, 1996.
- Balakrishnan, Ravi Stephan Danninger, Selim Elekdag ve Irina Tytell, “The Transmission of Financial Stress from Advanced to Emerging Economies”, **IMF Working Paper**, WP/09/133, June 2009.
- Barry, Schachter. “ An Irreverent Guide to Value at Risk”, **Risks and Rewards**, Mart, 1998 .
- Bartholomew, Philip ve Gary Whalen “ Fundamentals of Systemic Risk” (In) **Research in Financial Services**, Banking, Financial Markets, and Systemic Risk, edited by George G. Kaufman, Greenwich, Conn.,JAI. vol. 7,1995.
- Bartram, Söhnke M. Gregory W. Brown and John E. Hund, “ Estimating Systemic Risk in the International Financial System”, Risk Measurement and Sistemic Risk, **the Fourth Joint Central Bank Research Conference**, 2-9 November 2005

- Başoğlu, Ufuk, Ali Ceylan ve İlker Parasız, **Finans**, İkinci Baskı, Ekin Yayınları, Bursa, 2009
- Berument, Hakan “Public Sector Pricing Behavior and Inflation Risk Premium in Turkey”, **Eastern European Economics**, Vol.41, No.1, 2003.
- Bieber, Florian, “Muslim Identity in the Balkans Before the Establishment of Nation States”, **National Papers**, Vol 28, No. 1, 2000.
- Blaschke, Winfrid, Matthew T. Jones, Giovanni Majnoni ve Soledad M. Peria, “ Stres Testing of Financial Systems: An Overview of Issues, Methodologies, and FSAP Experiences” **IMF Working Paper**, WP/08, 2001
- Bodie, Zvi, Alex Kane and Alan J. Marcus, Investments, Mcgraw-Hill Irwin, 5th Edition, 2002
- Bolgün, K. Evren ve Serhan Çokaklı, “Vadeli Türev Pozisyonlarında Riske Maruz Değer (RMD) Modeli ile Risk Limitlemesi”, **Vobjektif**, Sayı:9, İstanbul, Nisan 2007
- Bolgün, K.Evren ve M.Bariş Akçay, **Risk Yönetimi**, İstanbul: Scala Yayıncılık, 2003.
- Bossane, Biagio, “Circuit Theory of Finance and the Role of Incentives in Financial Sector Reform”, **Policy Research Paper**, World Bank, N:2026 , 1998.
- Boulding, Kenneth E. **Conflict and Defence: A General Theory**, Michigan, 1963.
- Bozkuş, Sezer “ Risk Ölçümünde Alternatif Yaklaşımlar: Riske Maruz Değer (VaR) ve Beklenen Kayıp(ES)Uygulamaları”, **D.E.Ü.İİ.B.F. Dergisi**, C: 20 S:2, Yıl: 2005.
- Brealey, Richard, Stewart Myers and Alan Marcus, **İşletme Finansının Temelleri**, (Çev) Ünal Bozkurt ve Diğerleri, Literatür Yayınları, 5. baskı, 2007.
- Campbell, John Christoper Polk ve Tuamo Vuolteenaho, “Growth or Glomour? Fundamentals and Systemic Risks in Stock Returns”, **The Review of Financial Studies**, April, 2009.
- Campbell, John Y., Christopher Polk ve Tuomo Vuolteenaho, “**Growth or Glamour? Fundamentals and Systematic Risk in Stock Returns**”, **The Review of Financial Studies**, 2009
- Campbell, Tim ve William A. Kracaw. **Financial Risk Management**, HalperCC Publishers, 1993
- Cardelli, Roberto, Selim Elekdağ ve Subir Lall, “ Financial Stress, Downturns, and Recoveries”, **IMF Working Paper**, WP/09/100, May 2009.
- Ceylan, Ali ve Turhan Korkmaz. **Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi**, 3. Baskı, Ekin Yayınları, 1998.

- Chambers, Nurgül. **Türev Piyasalar**, İstanbul: Beta Yayınları, 2007
- Chan, Nicholas, Mila Getmansky, Shane M. Haas ve Andrew W. Lo “Systemic Risk and Hedge Funds” Risk Measurement and Sistic Risk, **the Fourth Joint Central Bank Research Conference**, November 2005.
- Checherita, Cristina D., “Determinants of Aggregate Investment in Developing Countries: Public, Private, and Public-Private Partnerships”, presented at the 49th Annual ISA (International Studies Association) Convention, San Francisco, CA, March 26-29, 2008.
- Collier, Paul ‘On the Economic Consequences of Civil War’, **Oxford Economic Papers**, Vol. 51(1), 1999,
- Collier, Paul Anke Hoeffler, ve Dominic Rohner. “Beyond Greed and Grievance: Feasibility and Civil War.” **Center for the Study of African Economics**, Working Paper 10. 2006.
- Collier, Paul ve Anke Hoeffler, “Aid, Policy and Growth in Post-Conflict Societies”, **European Economic Review**, vol. 48(5). 2004.
- Collier, Paul, “Doing Well out of War”, **Conference on Economic Agendas in Civil Wars**, London, April, 1999.
- Collier, Paul, Anke Hoeffler ve Hans Soderbom, “Post-Conflict Risks” **Center for the Study of American economics**, Oxford OKI 3UQ, UK, 2007.
- Collier, Paul ve Anke Hoeffler “Greed and Grievance in Civil War.” **Oxford Economic Papers** ,56, 2004.
- Comptroller’s Handbook: **Interest Rate Risk**, Comptroller of the Currency Administrator of National Banks, 1998.
- Cooper, Scott, Ryan Decker, ve Timothy Layton, "One Money, One Market? Disaggregating the Effect of Monetary Institutions on Trade" Paper presented at **the annual meeting of the ISA's 50th Annual Convention "Exploring the Past, Anticipating the Future**, New York Marriott Marquis, New York City, NY, USA, Feb 15, 2009.
- Couloumbis, Theodore A. ve Alexander E. Kentikelenis, “Greek-Turkish Relations and the Kantian Democratic Peace Theory, **Southeast European and Black Sea Studies**, Volume 7, Issue 4, 2007
- Cresson, John, “Systematic Risk Measures of Homogenous Investments: Evidence from S&P 500 Index Mutual Funds Employing Daily Returns”, **Journal of Business & Economic Studies**, Vol. 15, No. 1, Spring 2009.

- Cresson, John, "Systemic Risk Measures of Homogenous Investments: Evidence from S&P 500 Index Mutual Funds Employing Daily Returns", **Journal of Business & Economic Studies**, Vol. 15, No. 1, Spring 2009.
- Çalışkan, Özgür, "Dünya Yatırım Raporu-2002 Çerçevesinde Doğrudan Yabancı Yatırımlar Üzerine Değerlendirmeler", **DTM Dergisi**, Ocak 2003
- D. Howell, Llewellyn, "Evaluating Political Risk Forecasting Models: What Works?" Paper Prepared for Presentation at the **Annual Meeting of the International Studies Association**, February 15, 2009
- D. Howell, Llewellyn, "Theory and Design in Assessing Political Risk: An Assessment of Countries in Trouble: The Economist Method", Paper prepared for presentation at the Annual Meeting of the International Studies Association, San Francisco, CA. 2008.
- Dağlı, Hüseyin **Sermay Piyasası Portföy Analizi**, Derya Kitabevi, 2004.
- Daves, Phillip R. Michael C. Ehrhardt and Robert A. Kunkel, "Estimating Systematic Risk: The Choice of Return Interval and Estimation Period" **Journal of Financial and Strategic Decisions** Vol. 13 N. 1 Spring 2000.
- Dorsey, Alan, Juliana Davydov, ve Laura Mistretta. **Investment Approaches to Inflation Risk Mitigation** Neub.- Berman LLC, 2009.
- Dougherty, James E. ve Robert L. Pfaltzgraff, **Contending Theories of International Relations: A Comprehensive Survey**, Third Edition, New York: HarperRow, Publishers, Inc., 1990.
- Dowd, Kevin **Beyond Value at Risk- The New Science of Risk Management**, JohnWiley, UK, 1997.
- Durham, Benson J, "An Estimate of the Inflation Risk Premium Using a Three-Factor Affine Term Structure Model", **Finance and Economics Discussion Series**, 42, 2006.
- Fearon, James D ve David D. Laitin. "Ethnicity, Insurgency, and Civil War." **American Political Science Review**, 97, 2003.
- Fixdal, Mona ve Dan Smith, "Humanitarian Intervention and Just War", **International Peace Research Institute**, Oslo 1998.
- Forman, Sheoard Stewart Patrick and Dirk Salomons, **Recovering From Conflict: Strategy For An International Response**, Center for International Corporations(<http://www.cic.nyu.edu/peacebuilding/oldpdfs/Recovering%20From%20Conflict.pdf>).
- Gates, Scott, Jonathon Moses, Havard Strand, Jung-In Jo, ve Jostein Vik, "Mini-Skirts, Hula-Hoops and Exchange Rate Regimes: Information Cascades across

- Central Banks" Paper presented at **the annual meeting of the American Political Science Association**, Philadelphia Marriott Hotel, Philadelphia, PA, Aug 27, 2003.
- Gerald, Fitz, "Paying for War: Macroeconomic Stabilization in Poor Countries under Conflict Conditions," **Oxford Development Studies**, 25 (1), 1997.
- Goertz, Gary ve Patrick M. Regan, " Conflict management in enduring rivalries" **International Interactions: Empirical and Theoretical Research in International Relations**, Volume 22, Issue 4, 1997.
- Goodhart, Lucy ve Anastasia Xenias, "Guns and Money: Exchange Rate Effects on Military Capabilities" Paper presented at **the annual meeting of the Southern Political Science Association**, Hotel Intercontinental, New Orleans, LA, Jan 07, 2009.
- Goodhart, Lucy ve Anastasia Xenias, "Guns and Money: Exchange Rate Effects on Military Capabilities" Paper presented at **the annual meeting of the Southern Political Science Association**, Hotel Intercontinental, New Orleans, LA, Jan 07, 2009.
- Gürel Konuralp, **Sermaye Piyasaları: Anlizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi**, Alfa Yayınları, İstanbul, 2005.
- Güven, Yılmaz, "Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları, Gelişme Yolunda Ülke Ekonomileri Üzerine Etkileri:Türkiye İçin Ampirik Bulgular ve Değerlendirilmesi", **Doktora Tezi**, Sakarya Üniversitesi, SBE, İktisat ABD, 2007
- Gyourko, Joseph ve Edward Nelling, "Systematic Risk and Diversification in the Equity Reit Market" **Rodney White Center for Financial Reseach**, 1994.
- Hacıoğlu, Ümit ve Hasan Dinçer, **Finansa Giriş**, İstanbul: Beta Yayınları, 2009
- Hacıoğlu, Ümit, "The New Address of The Familiar Danger Bells: The Axis of Kosova-Bosnia", **Journal of Strategic Studies**, BUSAM, Vol:1 N:2 Autumn 2008
- Hagen, William "The Balkans in the Mid 18th Century", **Foreign Affairs**, V:78, N:4 July/August 1999
- Hagin, Robert **Modern Portfolio Theory**, The D.J.- Irwen, New York, 1989.
- Hartmann, Philipp, Stefan veCasper de Vries "Banking System Stability: A Ccross-atlantic Perspective", Risk Measurement and Sitemic Risk, **the Fourth Joint Central Bank Research Conference**, 2-9 November 2005.
- Hazine Müsteşarlığı: Uluslar arası Doğrudan Yatırım Verileri Bülteni 2009.

- Horowitz, Donald, “Structure and Strategy in Ethnic Conflict”, **Annual World Bank Conference on Development Economics**, Washington, April 20–21.
- Hördahl, Peter ve Oreste Tristani, “Inflation Risk Premia in the Term Structure of Interest Rates”, **ECB: Working Paper Series**, N.734, 2007.
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası: Araştırma Yayınları Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye, No: 3, İstanbul, Kasım, 1994
- İvgen, Hünkar **Şirket Değerleme**, İstanbul: Finnet, 2003.
- Jorion, Philippe, **Value at Risk**, 2nd edition, McGraw Hill, 2001.
- Jorion, Philippe, **Value at Risk: The New Benchmark for Managing Financial Risk**, 3rd edition. McGraw-Hill, 2006.
- Justino, Patricia “Redistribution, Inequality and Political Conflict”, **PRUS Working Paper**, No:18, January, 2004.
- Karaşin, Gültekin. **Sermaye Piyasası Analizleri**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, 1986.
- Karluk, Rıdvan, “Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyüme’ye Katkısı”, **Ekonomik İstikrar Büyüme ve Yabancı Sermaye**, Merkez Bankası, 1999.
- Kaufman, George “Comment on Systemic Risk” In **Research in Financial Services: Banking, Financial Markets, and Systemic Risk**, vol. 7, Greenwich, 1995.
- Kaufman, George G. “ Bank Failures, Systemic Risk, and Bank Regulation”, **Cato Journal**, Spring.
- Kaufman, George G. “Bank Contagion: A Review of the Theory and Evidence” *Journal of Financial Services Research*, April, 1994.
- Kaufman, George ve Kenet Scott, “ What is Systemic Risk and Do Bank Regulators Retard or Contribute to it?”, **The Independent Review**, V. VII, N.3, Winter 2003.
- Kayahan, Cantürk ve Yusuf Topal, “**Tarihsel Riske Maruz Değer (RMD) Finansal Riskleri Açıklamaya yeterli midir?**” Süleyman Demirel Üniversitesi, iktisadi ve idari Bilimler Fakültesi Dergisi, C.14, S.1,2009.
- Korf, Benedikt, “Cargo Cult Science, Armchair Empiricism and The Idea of Violent Conflict”, [Third World Quarterly](#), V. 27, N.3, 2006.
- Kula, Ferit,“Uluslar arası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler”, **C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt 4, Sayı 2, 2003.

- Laeven, Luc and Fabian Valencia, Systemic Banking Crises: A New Database, **IMF Working Paper**, WP/08/224, 2008.
- Lall, Subir, Roberto Cardarelli, and Selim Elekdag, **Chapter 4: Financial Stress and Economic Downturns World Economic Outlook**, September 2008
- Lee, C. Lin, Jon Robinson, ve Richard Reed, “Downside Systematic Risk in Australian Listed Property Trusts” **13th Pacific Rim Real Estate Society Conference, Australia**, 2007.
- Leila, Talani ve Giorgio, "Interests Or Expectations?: A Political Economy Model Of The Credibility Of Exchange Rate Agreements" Paper presented at **the annual meeting of the ISA's 49th Annual Convention, Bridging Multiple Divides**, Hilton San Francisco, SAN FRANCISCO, CA, USA, Mar 26, 2008
- Levy, Amnon ve Zhenya HU. **Incorporating Systematic Risk in Recovery: Theory and Evidence**, Moody’s KVM Company, 2007.
- Lieberman, Ben, “ Nationalist Narratives, Violence between Neighbours and Ethnic Cleansing in Bosnia-Herzegovina, A Case of Cognitive Dissonance?”, **Journal of Genocide Research**, Routledge, Vol. 8 N.3, September, 2006.
- Markowitz, Harry, “Portfolio Selection”, **Journal of Finance**, Vol 7, No 1, USA 1952.
- Markowitz, Harry. **Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments**, New York Wiley, 1959.
- Mayer, Bernard S. **The Dynamics of Conflict Resolution: A practioner’s Guide**, California: Jossey-Bass Inc., 2000.
- Mazıbaşı, Murat, “İMKB Piyasalarındaki Volatilitenin Modellenmesi ve Öngörülmesi: Asimetrik GARCH Modelleri ile bir Uygulama”: **Ulusal Ekonometri ve İstatistik Sempozyumu**, mayıs 2005
- Mihalache, Andrea S., “Gambling on Conflict: Profiling Investments in Conflict Countries”, Prepared for the **MPSA 66th Annual Convention**, Chicago, April 2008.
- Milgrom, Paul, “Measuring the Interest Rate Risk”, **Transactions: Security of Actuaries**, Vol. XXXVII, 1985.
- Mills, Rob ve Qimiao Fan, **The Investment Climate in Post-Conflict Environment**, The World Bank Institute, Washington, 2006.
- Mishkin, Frederic, “ Comment on Systemic Risk” , **Research in Financial Services: Banking, Financial Markets, and Systemic Risk**, V. 7, edited by George Kaufman, Greenwich, 1995

- Mishkin, Frederic. **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets**, Addison-Wesley, International 6th Edition, 2003.
- Molleda, Juan-Carlos, Colleen Connolly-Ahern ve Candace Quinn., “ Cross-national conflict shifting: Expanding a Theory of Global Public Relations Management through Quantitative Content Analysis”, **Journalism Studies**, Volume 6, Issue 1, 2005
- Muradoglu, Gülnur, Asad Zaman, ve Mehmet Orhan, “Measuring the Systematic Risk of IPO’s Using Empirical Bayes Estimates in the Thinly Traded Istanbul Stock Exchange”, **International Journal of Business**, Vol.8. N. 3, 2003.
- Nathan, Laurie, “The Frightful Inadequacy of most of the statistics: A Critique of Collier and Hoeffler on Causes of Civil War, Discussion Paper N.11, Crisis States Research Centre, 2005.
- Orhan, Osman Z. ve Seyfettin Erdoğan. **İktisada Giriş**, İstanbul: Palme Yayıncılık, 2008
- Orhan, Osman Z. ve Seyfettin Erdoğan. **Para Politikası**, Ankara:Yazıt, 2007
- Öke, Mim Kemal. **Küresel Toplum**, ASAM, Ankara, 2001.
- Özden, Ünal H. “RMD Hesaplama Yöntemleri: IMKB üzerine uygulama”, **M.Ü. S.B.E Dergisi**, C.7,s.28, 2007: (<http://uvt.ulakbim.gov.tr/>)
- Özer, Ertuna İ. **Yatırım ve Portföy Analizi**, İstanbul, 1991.
- Özyıldız, Hakan R. “Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarında Karar Alma Prosedürü”, **Hazine Dergisi**, Hazine Müsteşarlığı, Ankara, Sayı: 11, 1998.
- Papaioannou, Michael, “Exchange Rate Risk Measurement and Management: Issues and Approaches for Firms”, **IMF Working Papers**, N.255,2006.
- Popoviç, Aleksander. **Balkanlarda İslam**, Komisyon (çev), İnsan Yayınları, İstanbul, Ocak 1995.
- Preston, Alison, "United Kingdom", içinde James Gow, Richard Paterson, Alison Preston (eds), **Bosnia by Television**, British Film Institute, London 1996.
- Ramet, Sabrina, **Balkan Babel: The Disintegration of Yugoslavia from Death of Tito to Ethnic War**, Westview, Boulder, 1996.
- Sando, Terrance, “Communications and Integration Enhancements to Improve Homeland Security”, **The Counterproliferation Papers**, Future Series, N. 41, Alabama, 2007
- Schwartz, Herman, "Homes Alone? Corporatism, Economic Growth and Housing Finance Systems" Paper presented at the **annual meeting of the APSA 2008**

- Annual Meeting, Hynes Convention Center, Boston, Massachusetts, Aug 28, 2008.
- Sells, Michael, “ Religion, History and Genocide in Bosnia Herzegovina”, Courtright and Majzes(Der): **The Religion and the War in Bosnia**, American Academy of Religion, Scholars Pres, Georgia, 1998.
- Seyidoğlu, Halil. **Uluslararası Finans**, Bursa:Güzem Yayınları, 2003(b).
- Seyidoğlu, Halil. **Uluslararası İktisat**, Bursa: Güzem Yayınları, 2003(a).
- Sharpe, William, Gordon J. Alexander, Jeffrey V. Bailey, **Investments**, Prentice Hall, New Jersey, 1995
- Starr, Martha, “Monetary Policy in Post-Conflict Countries: Restoring Credibility”, **Working Paper Series**, American University, Washington, No.7, 2004.
- Stierli, Markus, "Determinants of de jure - de facto Discrepancies in Exchange Rate Policy" Paper presented at **the annual meeting of the American Political Science Association**, Marriott Wardman Park, Omni Shoreham, Washington Hilton, Washington, DC, Sep 01, 2005.
- Suhrke, Astri, Espen Villanger, ve Susan L Woodward, “Economic Aid to Post-conflict Countries: a Methodological Critique of Collier and Hoeffler”,**Conflict, Security & Development**, 5:3, 2005.
- Taketa, Kenshi, “A large Speculator in Contagious Currency Crises: A Single “George Soros” Makes Countries More Vulnerable to Crises, but Mitigates Contagion”, Risk Measurement and Sitemic Risk, **the Fourth Joint Central Bank Research Conference**, 2-9 November 2005.
- Taras, Ray. **National Identities and Ethnic Minorities in Eastern Europe**, Warsaw: Macmillian press, 1998.
- Terlemez, Levent, “Eş İşlem Stratejisi Yöntemi ile IMKB’de Portföy Oluşturmada Veri Madenciliği Uygulaması” **Doktora Tezi**, Anadolu Üniversitesi, FBE,İstatistik ABD, 2008.
- Tevfik, Arman. **Hisse Senedi Değerlemesi**, Literatür Yayınları, İstanbul, 2005.
- The World Bank: **International Development Association, Country Assistance Strategy for Bosnia and Herzegovina**, Report No: 29 196-BA, 2004
- The World Bank: **Post Conflict Economic Recovery**; <http://www.worldbank.org>
- The World Bank: Private Capital Flows to Developing Countries: The Road to Financial Integration, **World Bank Policy Research Report**, Washington, D.C, The World Bank, 1997

- Türkmen, Sibel Y. “ Dağrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Türkiye Açısından Değerlendirme” **Doktora Tezi**, Marmara Üniversitesi, SBE, İşletme ABD, 2006.
- Uludağ, İlhan ve Erişah Arıcan, **Finansal Hizmetler Ekonomisi**, İstanbul: Beta Yayınevi, 1999.
- Venugopal, Rajesh “The Global Dimensions of Conflict in Sri-Lanka”, **Confrence on Globalization and Self Determination Movements**, Pomona College, 2003.
- Walter, Stefanie, "Exchange-Rate Level Preferences: Evidence from a Firm-Level Survey" Paper presented at **the annual meeting of the MPSA Annual National Conference**, Palmer House Hotel, Hilton, Chicago, IL, Apr 03, 2008
- Weston, Fred, Scott Besley, ve Eugene Brigham, **Essentials of Managerial Finance**, 11th Edition, 1996.
- Wimmer, Andreas, Lars-Erik Cederman, ve Brian Min, “Ethnic Politics and Armed Conflict: A Configurational Analysis of a New Global Data Set”, **American Sociological Review**, 74(2), 2009.
- Wolf, Michael R. ve Lawrence Kuznar, “Risk Sensitivity and Political Discussion: How Individual Characteristics Affect Discussion and Disagreement”, presented at **the annual meeting of the Midwest Political Science Association**, Chicago Illinois April 2-5, 2009.
- Yenigün, Cüneyt ve Ümit Hacıoğlu, “ Bosnia and Herzegovina: Ethnic War-Incomplete Peace Agreement”, K. İnat ve diğerleri, **Dünya Çatışma Bölgeleri**(içinde), İstanbul: Nobel, 2004.
- Yıldızoğlu, Engin. **Globalleşme ve Kriz**, İstanbul: Alan Yayıncılık, 1996.
- Yılmaz, Sait. **21. Yüzyılda Güvenlik ve İstihbarat**, İstanbul: ALFA Yayınları,
- Yılmaz, Sait. **National Security Report for Turkey**, Beykent University, İstanbul BUSAM, Ekim 2007.
- Zehir, Cemal ve Ümit Hacıoğlu, “ Challenging Issue of Sustainable Interethnic Peace and Security: Which Strategy Secures Best in the Balkans?” **2nd International Strategy and Security Studies Symposium**, BUSRC, İstanbul 2009.

Raporlar

- IMF: **IMF Survey Magazine**, V.37, N.12, 2008
- IMF: **World Economic Outlook** 2008
- IMF: **World Economic Outlook** 2009

TCMB Enflasyon Raporu 2008
TCMB Enflasyon Raporu 2009
TCMB Finansal İstikrar Raporu 2008
TCMB Finansal İstikrar Raporu 2009
UN: **Financial Crisis**, Global Policy Forum (accessed February 29, 2008)
UN: **World Economic Situation and Prospects**, 2007
UNCTAD, **World Economic Situation and Prospect** 2008
UNCTAD, **World Economic Situation and Prospect** 2009
UNCTAD, **World Investment Report**, 2006
UNCTAD, **World Investment Report**, 2007
UNCTAD, **World Investment Report**, 2007
YASED Uluslararası DY Değerlendirme Raporu 2009
YASED: Barometre, 2009.

İnternet Kanalları

<http://www.bddk.org.tr/>
<http://www.europa.eu.int/>
<http://www.imf.org/>
<http://www.imkb.gov.tr>
<http://www.nato.int/kfor/>
<http://www.nato.int/sfor/index.htm>
<http://www.oecd.org/>
<http://www.osce.org/>
<http://www.tcmb.gov.tr/>
<http://www.tobb.org.tr/>
<http://www.treasury.gov.tr>
<http://www.tuik.gov.tr>
<http://www.tusiad.org.tr/>
<http://www.un.org>
<http://www.un.org/icty/>
<http://www.worldbank.org/>
<http://www.dtm.gov.tr>