



**T.C.**  
**NIĞDE ÖMER HALİSDEMİR ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ**  
**İŞLETME ANABİLİM DALI**

**FİNANSAL RİSK YÖNETİMİNİN FİRMA DEĞERİ ÜZERİNE**  
**ETKİLERİ: BİST GIDA, İÇECEK VE TÜTÜN SEKTÖRÜNDE**  
**BİR UYGULAMA**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**Hazırlayan**  
**Derya DAŞTAN**

**Niğde**  
**Ekim, 2021**



**T.C.**  
**NIĞDE ÖMER HALİSDEMİR ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ**  
**İŞLETME ANABİLİM DALI**

**FİNANSAL RİSK YÖNETİMİNİN FİRMA DEĞERİ ÜZERİNE**  
**ETKİLERİ: BİST GIDA, İÇECEK VE TÜTÜN SEKTÖRÜNDE**  
**BİR UYGULAMA**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**Hazırlayan**  
**Derya Daştan**

Danışman: Prof. Dr. Mutlu Başaran ÖZTÜRK  
Üye : Doç Dr. Hatice Işın DİZDARLAR  
Üye : Dr. Öğr. Üyesi Gizem VERGİLİ

**Niğde**  
**Ekim, 2021**

## YEMİN METNİ

Yüksek lisans dönem tezi olarak sunduğum “Finansal Risk Yönetiminin Firma Değeri Üzerine Etkileri: Bist Gıda, İçecek Ve Tütün Sektöründe Bir Uygulama” başlıklı bu çalışmanın, bilimsel ve akademik kurallar çerçevesinde tez yazım kılavuzuna uygun olarak tarafımdan yazıldığını, yararlandığım eserlerin tamamının kaynaklarda gösterildiğini ve çalışmamın içinde kullanıldıkları her yerde bunlara atıf yapıldığını belirtir ve bunu onurumla doğrularım. 27/09 /2021

**Derya Daştan**



## ÖNSÖZ

Tez çalışmamda desteklerinden dolayı değerli danışman hocam, Prof. Dr. Mutlu Başaran Öztürk'e ve tez sürecim boyunca destek olan Arş. Gör. Mehmet Sinan Çelik'e, maddi ve manevi desteklerini hiçbir zaman esirgemeyen sevgili eşime, hayatım boyunca hep yanımda olan çok değerli aileme sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

**Derya DAŞTAN**



**ÖZET**  
**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**FINANSAL RİSK YÖNETİMİNİN FİRMA DEĞERİ ÜZERİNE ETKİLERİ:  
BİST GIDA, İÇECEK VE TÜTÜN SEKTÖRÜNDE BİR UYGULAMA**

**DAŞTAN, Derya**  
**İşletme Anabilim Dalı**  
**Tez Danışmanı: Prof. Dr. Mutlu Başaran ÖZTÜRK**  
**Ekim 2021, 55 sayfa**

Firma değerinin maksimum yapılması günümüzde firmaların hedefi olarak karşımıza çıkmaktadır. Finansal riskler firma değeri üzerinde olumsuz etkiye sahiptir. Amacı, firma değerini maksimize etmek olan şirketler, karlılıklarını ve rekabet gücünü olumsuz şekilde etkileyecek olan finansal risklerinin etkisini en aza indirmek ister. İyi şekilde yönetilen finansal riskler firmaya katkı sağlayacaktır. Firmaların bulunduğu ekonomi ve sektörlere özgü finansal risklerin doğru bir şekilde belirlenmesi ve kapsamlı bir şekilde incelenerek gerekli önlemlerin alınması gerekir.

Bu çalışmada firma değeri ile finansal riskler arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Hem makineleşmenin hem insan gücünün yoğun olduğu, finansal arz ve talebin fazlaca görüldüğü, BİST imalat sanayi sektörü içinde yer alan gıda, içecek ve tütün sektörü analiz edilerek sektöre ve literatüre katkı sağlamak amaçlanmıştır. Bu sektördeki 23 firmanın 2010-2020 dönemini kapsayan verileri panel veri analizi yöntemiyle analiz edilmiştir. Finansal risklerin firma değerine etkilerini görmek amacıyla iki model belirlenmiştir. Bu modellerde firma değerini temsil için TobinQ ve Piyasa değeri/Defter değeri kullanılmıştır. Tobin Q modelinde firma değeri üzerinde kur riski ve likidite riski anlamlı bir etkiye sahip olup, likidite riskinin negatif yönlü olduğu sonucuna varılmıştır. PD/DD modelinde ise kredi ve kur riski anlamlı bir etkiye sahip olup, kur riski negatif yönlü olduğu sonucuna varılmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Finansal Risk, Firma Değeri, Panel Veri Analizi

**ABSTRACT**  
**MASTER'S THESIS**

**EFFECTS OF FINANCIAL RISK MANAGEMENT ON FIRM VALUE: AN  
APPLICATION IN BIST FOOD, BEVERAGE AND TOBACCO INDUSTRY**

**DAŞTAN, Derya**  
**The Department Of Business Administration**  
**Thesis Supervisor: Prof. Dr. Mutlu Başaran ÖZTÜRK**  
**June 2021, 55 pages**

Maximizing the value of the firm emerges as the goal of companies today. Financial risks have a negative effect on firm value. Companies whose aim is to maximize firm value are to reduce the impact of financial risks that adversely affect profitability and competitiveness. Well-conducted financial risks will contribute to the firm. Firms need to accurately identify and comprehensively examine the financial risks of the economy and sectors they are in and take the necessary precautions. The purpose of this study is to analyze the relationship between firm value and financial risks. In this sense, the food industry, which is included in the manufacturing industry, is the sector in which financial supply and demand are seen the most in terms of both mechanization and intensive workforce. Therefore, it is one of the areas that will be directly affected by financial risk items. Within this scope, the data of 23 companies in this sector covering the years 2010-2020 were analyzed using the panel data analysis method. In order to see the effects of financial risks on firm value, two models are determined. In the Tobin Q model, exchange rate risk and liquidity risk have a significant effect on firm value, and it is concluded that liquidity risk is negative. In the PD/DD model, on the other hand, credit and currency risk have a significant effect, and it is concluded that currency risk is negative.

**Keywords:** Financial Risk, Firm Value, Panel Data Analysis

## İÇİNDEKİLER

|   |      |
|---|------|
| ÖNSÖZ.....                                  | iii  |
| ÖZET .....                                  | iv   |
| ABSTRACT.....                               | v    |
| İÇİNDEKİLER .....                           | vi   |
| TABLolar LİSTESİ.....                       | viii |
| ŞEKİLLER LİSTESİ .....                      | ix   |
| KISALTMALAR .....                           | x    |
| GİRİŞ .....                                 | 1    |
| BİRİNCİ BÖLÜM .....                         | 2    |
| RİSK KAVRAMI.....                           | 2    |
| 1.1. Risk Kavramı .....                     | 2    |
| 1.2. Risk Türleri .....                     | 4    |
| 1.2.1. Operasyonel Riskler.....             | 4    |
| 1.2.2. Stratejik Riskler .....              | 5    |
| 1.2.3. Yasal ve Politik Riskler .....       | 6    |
| 1.2.4. Dış Çevre Riskleri.....              | 7    |
| 1.2.5. Finansal Risk.....                   | 7    |
| İKİNCİ BÖLÜM.....                           | 8    |
| FİNANSAL RİSK .....                         | 8    |
| 2.1. Finansal Risk Kavramı.....             | 8    |
| 2.2. Finansal Risk Türleri.....             | 8    |
| 2.2.1. Enflasyon Riski.....                 | 8    |
| 2.2.2. Kur Riski.....                       | 9    |
| 2.2.3. Sermaye Riski .....                  | 10   |
| 2.2.4. Faiz Oranı Riski .....               | 10   |
| 2.2.5. Kredi Riski .....                    | 10   |
| 2.2.6. Piyasa Riski.....                    | 10   |
| 2.2.7. Likidite Riski .....                 | 11   |
| 2.3. Finansal Risk Yönetimi .....           | 11   |
| 2.3.1. Finansal Risk Yönetiminin Amacı..... | 13   |
| 2.3.2. Risk Yönetimi İhtiyacı.....          | 14   |
| 2.3.3. Risk Yönetimi Süreci .....           | 15   |
| 2.3.3.1. Risklerin Tanımlanması .....       | 15   |
| 2.3.3.2. Ölçme .....                        | 17   |
| 2.3.3.3. Uygulama.....                      | 17   |

|  |           |
|--|-----------|
| 2.3.3.4. Takip ve Değerlendirme .....  | 18        |
| <b>2.4. Riskten Korunma Yöntemleri .....</b>   | <b>19</b> |
| <b>ÜÇÜNCÜ BÖLÜM.....</b>   | <b>21</b> |
| <b>FİRMA DEĞERİ İLE İLGİLİ KAVRAMLAR VE FİRMA DEĞERİNİ BELİRLEMEDE KULLANILAN YÖNTEMLER .....</b>                        | <b>21</b> |
| 3.1. Değer Kavramı.....  | 21        |
| 3.1.1. Nominal Değer.....  | 22        |
| 3.1.2. Defter Değeri .....   | 22        |
| 3.1.3. Piyasa Değeri .....   | 23        |
| 3.1.4. Tasfiye Değeri.....   | 23        |
| 3.1.5. İşleyen Teşebbüs Değeri .....   | 23        |
| 3.1.6. Gerçek Değer .....  | 23        |
| 3.1.7. Aktif Değeri .....  | 24        |
| 3.1.8. Net Aktif Değeri .....  | 24        |
| 3.1.9. Hurda Değer.....  | 24        |
| 3.2. Firma Değeri Kavramı .....  | 24        |
| 3.3. Firma Değerini Etkileyen Temel Unsurlar .....   | 25        |
| 3.3.1. Firma Değerini Etkileyen İçsel Faktörler .....  | 26        |
| 3.3.2. Firma Değerini Etkileyen Dışsal Faktörler .....   | 29        |
| 3.4. Firma Değerini Belirlemede Kullanılan Yöntemler .....   | 30        |
| 3.4.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi .....  | 30        |
| 3.4.2. Net Aktif Değer Yöntemi.....  | 31        |
| 3.4.3. Defter Değeri Yöntemi .....   | 32        |
| 3.4.4. Firma Değerinin Göreceli Değerleme Yöntemi ile Tespiti.....   | 32        |
| 3.4.4.1. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı .....   | 33        |
| 3.4.4.2. Tobin Q oranı .....   | 33        |
| <b>DÖRDÜNCÜ BÖLÜM .....</b>  | <b>35</b> |
| <b>FİNANSAL RİSK YÖNETİMİNİN FİRMA DEĞERİ ÜZERİNE ETKİLERİ: BİST GIDA, İÇECEK VE TÜTÜN SEKTÖRÜNDE BİR UYGULAMA .....</b> | <b>35</b> |
| 4.1. Literatür Taraması.....   | 35        |
| 4.2. Araştırmanın Önemi.....   | 37        |
| 4.3. Araştırmanın Yöntemi .....  | 38        |
| 4.4. Bulgular.....   | 40        |
| <b>SONUÇ VE ÖNERİLER.....</b>  | <b>49</b> |
| <b>KAYNAKÇA .....</b>  | <b>52</b> |

## TABLolar LİSTESİ

|  |    |
|--|----|
| <b>Tablo 1.</b> Operasyonel Risk Sebepleri.....                            | 6  |
| <b>Tablo 2.</b> Firma Listesi.....   | 41 |
| <b>Tablo 3.</b> Oran Hesaplama Yöntemleri.....                             | 42 |
| <b>Tablo 4.</b> Tanımlayıcı İstatistikler.....                             | 43 |
| <b>Tablo 5.</b> Birim Kök Testi Sonuçları.....                             | 44 |
| <b>Tablo 6.</b> Korelasyon Analizi ve Çoklu Doğrusal Bağlantı Analizi..... | 45 |
| <b>Tablo 7.</b> Yatay Kesit Bağımlılık Test Sonuçları.....                 | 46 |
| <b>Tablo 8.</b> Otokorelasyon Test Sonuçları.....                          | 46 |
| <b>Tablo 9.</b> Değişen Varyans Test Sonuçları.....                        | 47 |
| <b>Tablo 10.</b> Model 1 Tahmin Sonuçları.....                             | 47 |
| <b>Tablo 11.</b> Model 2 Tahmin Sonuçları.....                             | 48 |

## ŞEKİLLER LİSTESİ

|  |    |
|--|----|
| Şekil 1. Risk Üçgeni.....                        | 3  |
| Şekil 2. Risk Türleri.....                       | 4  |
| Şekil 3. Firma Değerini Etkileyen Faktörler..... | 28 |



## KISALTMALAR

- BIST : Borsa Istanbul  
DW : Durbin Watson  
KAP : Kamuyu Aydınlatma Platformu  
PD/DD: Piyasa Değeri Defter Değeri  
VIF : Varyans Şişirme Faktör



## GİRİŞ

Rekabet ortamının arttığı yeni dünyada, teknolojinin de etkisiyle piyasalar gelişmekte ve büyümektedir. Sürekli gelişip, büyüyen piyasa koşullarında firmalar birçok risk ile karşı karşıya kalmaktadır. Bu riskler firma değerini olumsuz etkileyebilmektedir. Maruz kaldığı riskler karşısında firmalar rekabet avantajını yakalayarak sürdürülebilirliğini korumak ister ve firma değerini maksimize etmeyi amaçlamaktadır. Bu amaçla birbirinden farklı yöntemler kullanarak maruz kaldıkları risklerden korunabilir ve firma değerlerini maksimize edebilirler.

Çalışmamızda yeni dünyada ki bu hızlı gelişmelerden etkilenen sektörlerden biri olan gıda sektörü incelenmiştir. Dünyamızda oluşan olumlu ya da olumsuz durumlardan gıda sektöründe etkilenmektedir. Gıda sektöründe yer alan firmaların sürdürülebilirliklerini koruyabilmek adına, firma değerlerini etkileyecek riskleri, bu risklerden nasıl korunacağı, finansal risklerinin firma değerlerini etkileyen faktörleri incelenerek literatüre katkı sağlanmak amaçlanmıştır. Çalışmamızın birinci bölümünde risk kavramının tanımı yapılarak, risk türlerine değinilmiştir. İkinci bölümde ise risk türleri içinde yer alan finansal risk geniş çaplı olarak ele alınmıştır. Finansal riskin türleri ve bu risklerin yönetilme süreçlerinden bahsedilmiştir.

Çalışmamızın üçüncü bölümde firma değeri kavramı, firma değerini etkileyen temel unsurlar ve firma değerini belirlemede kullanılan yöntemler üzerinde durulmuştur.

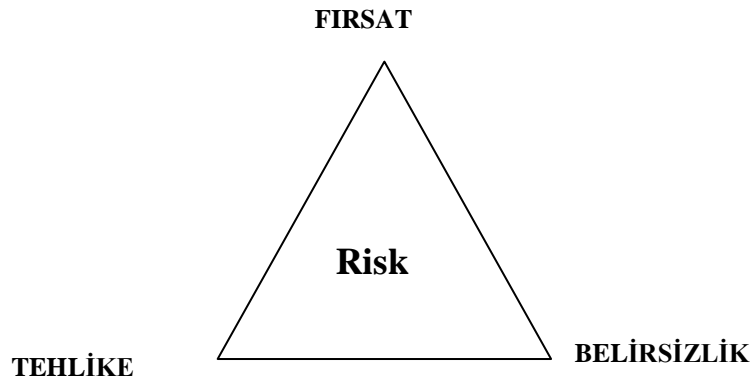
Dördüncü bölümde çalışmamızın asıl konusu olan finansal risklerin firma değeri üzerindeki etkilerine değinilmiş olup, araştırmanın önemi, yöntemi ve bulgular yer almaktadır. Finansal risk unsurlarının firma değeri üzerinde anlamlı bir etkisin olup olmadığı, BIST imalat sanayi sektörü içinde yer alan gıda sektöründeki firmaların 2010-2020 dönemini kapsayan finansal verileri alınarak panel veri analizi yöntemi ile analiz edilmiştir. Bu bölümde ayrıca literatür özeti ve çalışmamızdaki karşılaştırmalar yer almaktadır. Analizin sonuçlarına da bu kısımda yer verilmiştir

# BİRİNCİ BÖLÜM

## RİSK KAVRAMI

### 1.1. Risk Kavramı

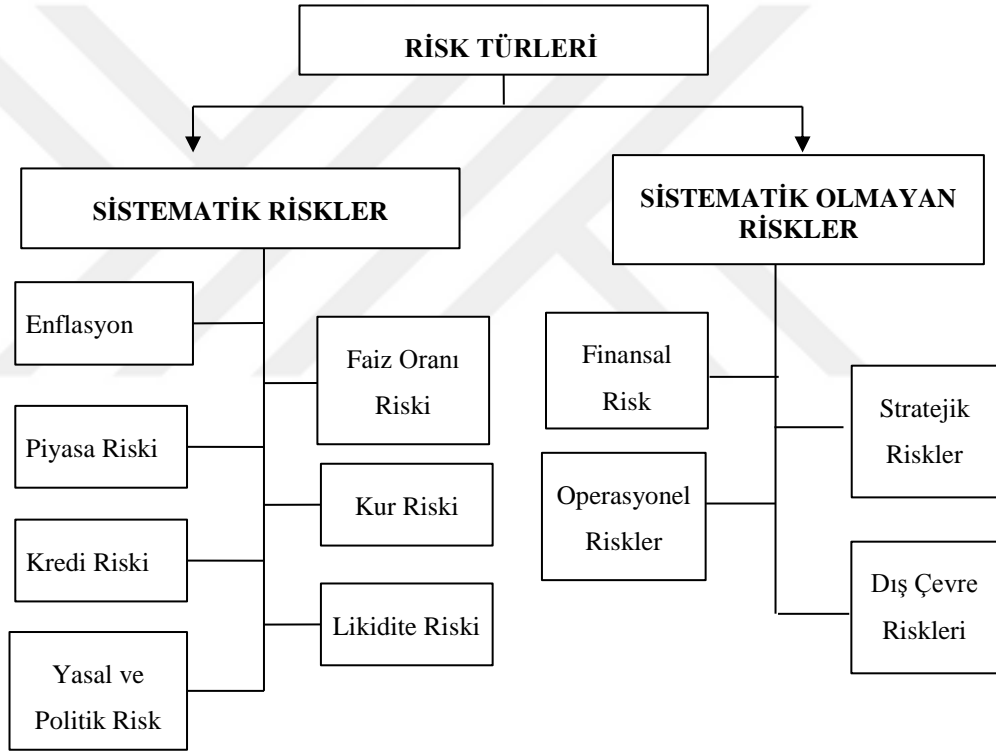
Risk, gündelik hayatta sıklıkla kullanılan, kötü sonuçlanabilme ihtimalinin olması anlamına gelmektedir. Başka bir deyişle bir risk söz konusu olduğunda orada istenmeyen ve çeşitli yönlerden tehlikeli olabilecek olan bir durum söz konusudur. Tehlike ve istenmeyen durum, değişken olduğundan, risk kavramının birden çok tanımlamasını yapmak mümkündür. İşletmeler açısından düşünüldüğünde risk, örgütün hedeflerine ulaşmasını engelleyebilecek tehditleri ifade etmektedir. Risklerin meydana gelmesi, tehlikenin ortaya çıkması ve planların aksaması anlamına gelmektedir (İbiş 2015: 7). Her risk bir ihtimal ve şans barındırmaktadır. Bunların teknik neden ve sonuçları olabildiği gibi psikolojik ve fiziksel boyutlarının da olduğu akılda tutulmalıdır. Bir başka deyişle, teknik olarak tüm önlemlerin alınması halinde bile, kişilerden ya da düşünce ve davranışlardan kaynaklanan tehlikeler olabilmektedir veya bir riskin gerçekleşmesi halinde fiziksel sonuçlar kadar, psikolojik sonuçlar da ortaya çıkabilmektedir (Moles, 2016: 16).



Şekil 1. Risk Üçgeni

**Kaynak:** Köksal, A. G. (2013). 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Kapsamında Risklerin Tespiti ve Yönetilmesine İlişkin Bağımsız Denetçinin Sorumluluğu. *Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, s.310.

Riskler, tehlikeleri, belirsizlikleri ve fırsatları aynı anda işletmeye sunan olasılıklardır. Doğru bir risk okuma ve analiz etme süreci sayesinde risklerin oluşturduğu belirsiz ortamın belirli ve avantajlı bir ortama dönüştürülmesi imkânı da ortaya çıkmaktadır. Herhangi bir riskin yapısına bakıldığında onu oluşturan iki temel ögenin bulunduğu göze çarpacaktır. Bunlardan ilki belirsizlik durumu diğeri ise belirsizliğe maruz kalma halidir. Pek çok örgütte, belirsiz olan her şey risk olarak ele alınmaktadır. Ancak bu yaklaşım tümü ile doğru değildir. Burada geleceğe ilişkin tahminlerin nasıl olduğunun risk unsurunu yarattığı bilinmelidir. Bir diğeri ifade ile geleceğe ilişkin tahminlerin subjektif olarak yapılması belirsizliği, objektif olarak yapılması ise riski beraberinde getirmektedir (Usta, 2008: 252-253).



Şekil 2. Risk Türleri

**Kaynak:** İbiş, A. (2015). *İşletmelerde Risk Yönetimi ve Türev Ürünlerin Kullanımı Üzerine BİST’de Bir Uygulama*. Balıkesir: Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, s. 7.

Sistematik riskler, Şekil 2 incelendiğinde, tüm ekonomiyi ilgilendiren ve firmaların müdahale edemedikleri risklerdir. Sistematik olmayan riskler ise her firmanın kendi özellikleri nedeni ile karşılaştıkları risklerdir. Firmalar, finansal risklerine müdahale edebilmektedir (Sayılğan 2003:340).

- i. Faiz oranı değişiklikleri,
- ii. Satın alma gücündeki değişiklikler (enflasyon riski),
- iii. Ekonominin genel performansı hakkında yatırımcı beklentilerindeki değişmeler,
- iv. Dünya ekonomik sorunları ve genel ekonomik olaylardaki değişmeler, sonuçları finansal risklere neden olabilecek sistematik risk örnekleridir.

Sistematik olmayan riskler ise örgütten kaynaklanan riskler olarak ifade edilebilecektir. Sistematik olan olmayan risklere karşı örgüt yönetiminin gerçekleştirdiği faaliyetlerin tümü, sistematik olmayan yeni riskleri de beraberinde getirecektir. Yönetim yeteneği, verimlilik, çevre yapısı, rekabet edebilirlik gibi faktörler, sistematik olmayan riskleri beraberinde getiren durumlardır (Tanrıöven ve Aksoy, 2011: 120).

## **1.2. Risk Türleri**

İşletmelerin doğal iş akışları içinde karşılarına çıkabilecek çeşitli riskler vardır. Bunların bir kısmı işletme içi nedenlerle, bir kısmı ise işletme dışı sebeplerle ortaya çıkmaktadır. Riskler, sistematik riskler ve sistematik olmayan riskler olarak iki temel grupta toplanmaktadır.

### **1.2.1. Operasyonel Riskler**

Firmaların yönetsel sorunları, insan unsuru ya da denetleme mekanizmasındaki aksaklıklardan doğan risklerdir. Bu riskler, her sektör için farklılık göstermektedir. Operasyonel risklere çok basit bir dalgınlık dahi sebep olabileceğinden, bunların matematiksel analizlerini yapmak da oldukça güçtür. Dolayısıyla her firmada, firmanın, yapılan işin ve çalışanların durumlarına göre operasyonel risklerin neler olabileceği düşünölmelidir (Altuner, 2019: 39). Aşağıdaki tablo, bir işletme içinde operasyonel riske sebep olabilecek temel unsurları özetlemektedir.

Tablo 1

**Operasyonel Risk Sebepleri**

|   |  |   |
|---|--|---|
| <b>İçsel veya kriminal sebepler:</b>  | <b>İşlem süreci sebepleri:</b>   | <b>Yönetim sürecinden kaynaklanan sebepler:</b>   |
| - Firma içinde hırsızlık ya da dolandırıcılıkların yapılması<br>- Çalışanlar, müşteriler, tedarikçiler, iş ortakları ya da yönetimdeki bazı kişiler arasında gizli anlaşmaların varlığı<br>- Para aklama faaliyetlerinin gerçekleştirilmesi | - Hatalı işlemlerin yapılması<br>- Belgeleme ve kayıt işlemlerine yeterli özenin gösterilmemesi<br>- Yanlış kayıt tutma                  | - İç denetimin yapılmasının engellenmesi<br>- Yöneticilere verilen bilgilerin/raporların eksik ya da hatalı olması<br>- Deneyimli personellerin dağıtılması |
| <b>İnsan Kaynaklarından kaynaklanan sebepler:</b>   | <b>Teknolojik Sebepler:</b>  | <b>Satış sebepleri:</b>   |
| - Yetenek, psikolojik ve etik değer kusurlarının belirlenmesine yönelik testlerin başarısızlığı<br>-Çalışanlar arasında ayrımcılık/kayırma yapılması  | - Yanlış yatırımların yapılması<br>- Teknolojik donanımın eskimesi<br>- İhtiyaca uygun teknolojinin bulunmaması ya da buna erişilememesi | - Müşteriye yanlış bilgi verilmesi<br>- Yanlış talep tahminleri<br>- Yanlış raporlama   |
| <b>Yetkisiz işlem sebepleri:</b>  | <b>Dışsal sebepler:</b>  | <b>Felaketler:</b>  |
| -Personelin yanlış ve/veya eksik yetkilendirilmesi<br>-Yetkisiz personelin işlem yapması  | - Politik sorunlar<br>- İktisadi daralmalar<br>- Ülke ya da küresel ölçekli finansal krizler   | - Sel, yangın ve diğer afetler<br>-Terör saldırıları<br>- Çalışan görevleri   |

**Kaynak:** Candoğan, M. A., & Altan, M. (2014). Bankaların Finansal Performanslarının Değerlendirilmesinde Geleneksel ve Gri İlişki Analizi: Katılım Bankalarında Karşılaştırmalı Bir Uygulama. *Selçuk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi ve Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi* , s. 268.

**1.2.2. Stratejik Riskler**

Bu riskler genellikle yönetsel hatalardan meydana gelmektedir. Yönetimin verdiği yanlış kararlar ve bunların neticesinde gerçekleştirilen uygulamalar, işletme içinde çeşitli finansal problemleri doğurmakta ve iş akışını aksatmaktadır. Yanlış stratejilerin getirdiği risklere, stratejik riskler adı verilmektedir (Emhan, 2009: 214).

Stratejik riskleri işletmedeki orta ve uzun vadedeki planlamaları bozacak riskler olarak düşünmek gerekmektedir. Bu risklerin sonuçları hemen ortaya çıkmayabilir. Bu durum riskin tespit edilmesini ve önlenmesini de güçleştirmektedir.

Rekabet, müşteri istekleri, demografik ve sosyal/kültürel trendler, teknolojik yenilik planlama, iş modeli, iş portföyü, kurumsal yönetim, pazar analizi, düzenleyici ve politik riskler gibi riskler stratejik risklere örnek olarak verilebilecektir (Altuner, 2019: 40).

### **1.2.3. Yasal ve Politik Riskler**

Organizasyonlar, faaliyetlerini içinde buldukları pazarın yasal düzenine uygun biçimde gerçekleştirmek durumundadırlar. Bir işletmenin, halkla etkileşimi esnasında ya da üretime yönelik faaliyetlerini sürdürmesi sırasında, yasal yükümlülüklerini yerine getirememesi veya yasalar ile belirlenmiş kurallara göre hareket etmemesi durumu, yasal riskleri meydana getirmektedir. Her örgütün ve faaliyet gösterdiği sektörün çeşitli yasal kurallara tabi olması ve bunlara uyulmaması halinde ortaya çıkan bu riskler, örgütte faaliyetlerin bölünmesi, durması, çalışanların ya da yönetimin yasal olarak suçlanması ve hatta örgütün kapatılması gibi olasılıkları barındırmaktadır. Yasal risklerin neticesinde ortaya çıkabilecek cezai yaptırımlar mevcuttur. Bu sebeple örgütün yasal risklerden korunabilmesi için hem yerel hem de küresel ölçekte uygulaması gereken yasal kuralları doğru tanınması ve olası değişiklikleri takip etmesi önemlidir (Altuner, 2019: 40).

Savaşlar, ideolojik değişimler, savaş gibi durumlar ise politik riskleri ortaya çıkartmaktadır. İşletme ile doğrudan ilgisi olmayan ancak onun faaliyetlerini, pazarını, çalışanlarının motivasyonunu olumsuz etkileyen risklerdir. İşletmenin bu risklerin ortaya çıkması konusunda bir kontrol mekanizması geliştirmesi çok da mümkün değildir. Piyasayı etkileyen faktörlerin etkisiyle ortaya çıkan bu risk, bütün menkul değerleri aynı yönde etkilemekte ve bütün firmalara benzer şekilde yansımaktadır. Bu noktada işletmenin risklerin zararlarını en aza indirmek konusunda çalışmalar yürütmesi şarttır. Ortaya çıkan politik riskin yarattığı olumsuz durum iyi analiz edilmeli, bunun içinde ortaya çıkarılabilecek avantajlara odaklanılmalıdır (Çam, 2014: 110).

Politik risklerin ölçülmesi oldukça güçtür. Ancak bu risklerin ortaya çıkabilme olasılıklarını ülkenin risk durumu ile analiz etmek mümkündür. Hükümetlerin istikrarı, yatırımcıların ülkeye gösterdiği ilginin durumu, ekonomik istikrar, ülkenin diğer ülkeler ile geliştirdiği siyasal ve ekonomik ilişkilerin durumu gibi ülke

hareketleri yakından izlendiğinde, ortaya çıkabilecek olası riskler hakkında fikir yürütülmesi mümkün olabilmektedir (Al-Thani, ve Merna, 2008: 100-101).

Politik risklerin ortaya çıkması halinde işletmenin uygulayabilecekleri de genellikle içinde bulunduğu coğrafyada uygulanan yöntemler ile sınırlıdır. Kemer sıkma politikaları, yabancı yatırımcıların teşvik edilmesi çalışmaları, borç yapılandırma gibi hareketler hem ülke devletinin hem de firmaların politik risklerin ortaya çıkması durumunda süreci olumlu hale getirmek için uyguladıkları yöntemler arasındadır (Çam, 2014: 111).

#### **1.2.4. Dış Çevre Riskleri**

Organizasyonlar doğrudan ve dolaylı olarak çevreleri ile etkileşim halinde girmektedirler. Dış çevrede yaşanan, organizasyondan bağımsız ancak onun faaliyetlerini etkileyen olaylar, dış çevre risklerini oluşturmaktadır. Dış çevre risklerinin etkilerinin büyüklükleri, işletmenin tercihleri ile yakından ilişkilidir. Bilgi edinmedeki aksamlar, insan ve kurumun kültürüne ilişkin sorunlar, yasalarda meydana gelen değişiklikler, dış çevre risklerine örnek olarak gösterilebilecektir. Ancak bu noktada dış çevre risklerinin doğrudan riskler ve dolaylı riskler olarak sınıflandırıldığının da altı çizilmelidir. Doğrudan olanlar işletmenin çevresinde ortaya çıkan ve doğrudan işletmeyi finansal açıdan zorlayan risklerdir. Dolaylı riskler ise işletmenin tercihlerinden/davranışlarından oluşan risklerdir. Bunların kolaylıkla yok edilmesi imkânı vardır (Altuner, 2019: 41).

#### **1.2.5. Finansal Risk**

Finansal riskleri, risk kavramı tanımlamasından yola çıkılarak, örgütün ekonomik planlamalarını aksatan durumların gerçekleşme ihtimali olarak ifade etmek mümkündür (Moles, 2016: 16-17; İbiş, 2015: 5). Finansal risk ile ilgili detaylı bilgiler ikinci bölümde sunulacaktır.

## İKİNCİ BÖLÜM

### FİNANSAL RİSK

#### 2.1. Finansal Risk Kavramı

Örgütün gerçekleşen sonuçlar ile gerçekleşmesi beklenen sonuçlar arasında ekonomik bir sapma ve bozulma yaşaması da finansal riski tarif etmektedir. Bir bakıma, finanslar riskler sebebi maddi olan ya da olmayan ancak sonucu maddi olarak zarar yaratacak olan tehlike ihtimallerinin tümüdür. Verimlilik bu risklerin en fazla karşılaşılanıdır. Kişi, zaman ya da yatırımın verimliliğinin beklenenden düşük olması bir finansal risk örneğidir. Bununla birlikte piyasalardaki değişimler, siyasi ve/veya hukuki nedenler finansal risk unsurları olabilmektedir. Bir örgüt için finansal risklerin neler olabileceği onun faaliyetine, hedeflerine, yönetim anlayışına, sektörüne, ekonomik durumuna ve hedeflerine bağlıdır. Bu sebeple, risklerin ne olduğu ve olası sonuçlarının neler olabileceği her zaman iyi araştırılmalıdır. Risklerin gerçekleşmesi halinde hangi adımların atılacağından önceden planlanması ve planların doğru biçimde devreye sokulması hem zararı azaltmakta hem de güven düzeyini arttırmaktadır demek mümkündür (Moles, 2016: 16-17; İbiş, 2015: 5).

#### 2.2. Finansal Risk Türleri

İşletmeler faaliyetleri boyunca birçok risk unsuruna maruz kalmaktadır. Piyasa şartlarında sürekli değişim olması ve küresel anlamda dalgalanmaların yaşanması işletmelerin risklerini arttırmaktadır. Yatırımcılar açısından, finansal risk sermayeyi kaybetme olasılığı olarak görülebilmektedir. İşletmeleri etkileyen finansal açıdan başlıca risk türleri; enflasyon riski, kur riski, sermaye riski, faiz oranı riski, kredi riski, piyasa riski ve likidite riskleridir (Anbar ve Eker, 2012: 130).

##### 2.2.1. Enflasyon Riski

Mal ve hizmetlerin fiyatlar genel düzeyinde sürekli artışı, mal ve hizmetlerin alımında aracı olan paranın satın alma gücünün düşmesi enflasyon olarak ifade edilmektedir. Enflasyonun yüksek olduğu ülkelerde şirketler için bu risk oldukça önemlidir. Belirsizlik içeren enflasyon oranları şirketler için olumsuzdur. Şirketlerin bu riski en aza indirmesi beklenir. Yatırımcılar karar alırken ileriye yönelik

enflasyon tahminlerine göre hareket etmektedirler. Enflasyon oranlarının düşük devam ettiği dönemlerde tahminlerdeki hata katsayısı daha düşük iken, enflasyon oranlarının yüksek devam ettiği dönemlerde hata sayısı fazla olabilmektedir (Ercan ve Ban, 2016: 179).

### **2.2.2. Kur Riski**

Teknolojinin gelişmesi ile beraber uluslararası ticaret kolaylaşmış ve birçok firma uluslararası piyasada pazar oluşturmuştur. Bununla beraber firmalar döviz ile ticaret yapmaya başlamıştır. Uluslararası ticari faaliyette bulunmayan ama bünyesinde farklı sebeplerle de birçok firma döviz bulundurmaktadır. Çeşitli nedenlerle döviz kurlarında oluşan dalgalanmalar işletmelerin finansal durumlarını olumsuz etkileyebilmektedir. Maruz kalınan bu duruma döviz kuru riski denir (Aksu, 2016: 151).

### **2.2.3. Sermaye Riski**

Sermaye riski, toplam aktiflerin öz sermayeye oranı olarak tanımlanır. Bu oran sermaye riskinin ölçülmesinde iyi bir göstergedir çünkü varlıklara oranla öz kaynaklardan meydana gelecek bir düşüş, hissedarların ve borç verenlerin dikkat etmesi gereken bir göstergedir (Binici, 2017: 23).

Firmalar zararlarını karşılayacak kaynaklara ihtiyaç duyduğunda öz sermayesi yetersiz kalıyorsa burada sermaye riski oluşmaktadır. Bu risk firmaları başarısız kılabilir. Firmaların hem de iflasına sebep olabilmektedir (Rose ve Hudgins, 2008: 180).

### **2.2.4. Faiz Oranı Riski**

Faiz, hem ekonomi hem de yatırımcılar için önemli bir kavramdır. Bir yatırımın değerinde, piyasadaki faiz oranlarındaki değişmeye bağlı olarak düşme olasılığı faiz oranı riski olarak ifade edilmektedir (Ercan ve Ban, 2016: 179).

Birçok firma günlük faaliyetlerini sürdürebilmek ya da sermayesini arttırmak için borçlanmaya gitmektedir. Borçlanmayı tercih eden firmalar için yüksek faiz oranları ekstra maliyet oluşturmaktadır. Bu durum borçlanmanın öz sermayeye olan oranının giderek artmasına sebep olacaktır. Faiz oranlarındaki artış ya da azalışlar firmaların sermaye yapılarına zarar vermektedir. Faiz oranlarındaki artış ve azalışlar belirsizlikler ayrıca firmaların yatırım kararlarını ertelemelerine ve ekonominin daralmasına da neden olmaktadır (Hacıhasanoğlu, 2003: 32).

### **2.2.5. Kredi Riski**

Firmalar sermaye artırımına giderken, herhangi bir yatırım yaparken ya da günlük faaliyetlerini sürdürürken zaman zaman borçlanma yolunu tercih edebilmektedirler. Bu borçlanma sürecinde borç veren ve borç alan her iki taraf içinde riskler söz konusudur (Sevil, 2001: 9-10).

### **2.2.6. Piyasa Riski**

Firmaların ya da yatırımcıların kontrolü dışında gerçekleşen siyasi sebepler, doğal afet, salgın hastalık, savaş gibi durumlarda spekülasyon ya da psikolojik sebeplerden dolayı piyasalarda oluşan olumlu ya da olumsuz durumlara piyasa riski denir. Piyasalarda oluşan fiyat düşüşleri ya da yükselişi firmalar ve yatırımcıların verimliliğini düşürebilir. Örneğin günümüzde Covid-19 salgın hastalığı sebebiyle

piyasalarda oluşan belirsizlik firmaların ve yatırımcıların kararlarında hareketsiz kalmalarına sebep olmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 1998: 47-48).

### **2.2.7. Likidite Riski**

Firmaların aktif kalemlerinde yer alan varlıklarının kısa vadeli ve daha çabuk nakite çevirebilecekleri şekilde düzenleyerek pasif kalemlere vade uyumlu hale getirmek için izledikleri yöntemlere likidite denilmektedir (Özdemir, 2007: 104).

Firmaların ihtiyaç duyduğu fonu istediği zamanda ve istediği maliyette kazanamaması ya da elindeki varlıkları istediği zaman ve fiyatta elden çıkartamaması durumunu likidite riski olarak tanımlanabilmektedir (Yücel, Mandacı ve Kurt, 2007:2).

### **2.3. Finansal Risk Yönetimi**

Riskler hayatın her alanında var olan durumlardır. Bu sebeple işletmelerdeki tüm başarıların yeni riskler getireceği de unutulmamalıdır. Risk yönetimi bunların farkında olmak ve baş edebilmek için uygun yollar belirlemektir. Risk yönetimi; örgütlerin yatırımlarında karşılaşılabilecekleri risklerin ayrıntılarıyla tanımlayıp değerlendirilmesinde, işletme yönetimi tarafından gerçekleştirilen bir işlev olarak görülebilecektir (Quon vd., 2012: 263).

Finansal risklerin belirlenmesi ve onlara karşı önlem alınması, kurumlar için hayati önem taşımaktadır. Etkin bir yönetim sisteminin olmaması halinde, finansal riskler gerçekliğe dönüşebilmekte ve örgütün ekonomik hayatını sonlandırarak onu iflasa sürükleyebilmektedir (Sayılğan, 1995: 323). Finansal risk yönetiminin temel basamakları şunlardır (Bansal vd., 1991: 1):

- i. Risklerin belirlenmesi ve sınıflandırılması
- ii. Risklerin ölçülmesi
- iii. Risklere karşı alınacak önlemlerin planlanması

Bu noktada atılacak ilk adım, örgüt içinde risklerin nerelerden kaynaklanabileceğini bulmaya çalışmaktır. Finansal açıdan riskler örgüt içinden ya da dışından gerçekleşebilmektedir. Bu sebeple örgütün finansal durumlarının bağlı olduğu unsurları tek tek analiz etmesi lazımdır. Bunlara örnek olarak pazar, nakit akışı, müşteriler, satışlar, borçlar gösterilebilir (Bansal ve ark., 1991: 2).

Etkin bir finansal yönetim için öncelikle riskin ne olduğunu, gerçekleşme ihtimalini ve olası sonuçlarını belirlemek gerekmektedir. Finansal risklerin de gerçekleşme olasılıklarını işletmenin pek çok değişkeni belirlemektedir. Fakat genel olarak hangi durumların finansal risklere sebebiyet verdiğinin bilinmesi karar vericinin olasılıkları daha net görmesine de olanak tanıyacaktır. Finans bilimi, risk yönetimi kavramının ortaya çıkmasından beri nelerin hangi tür riskleri beraberinde getirdiğini ve bunların ne tür olaylara sebep olduğunu araştırmaktadır. O halde alan yazınında en fazla karşılaşılan risk türlerini açıklamak, hangi risklerin en fazla ortaya çıktığını ve bunlara nasıl bir yönetim yaklaşımı sergilenmesi gerektiğini de gösterecek önemli bilgiler içermektedir. Risk yönetiminin aşağıdaki aşamaları içermesi gerekmektedir (Sayılgan, 1995: 329):

İşletmeler söz konusu olduğunda, hemen her riskin finansal sonuçlar doğurabileceği akılda tutularak işe başlamak gerekmektedir. Dolayısıyla ilk olarak bir işletmenin hangi tür riskler ile karşı karşıya kalabileceğinin bilinmesi lazımdır. Alan yazını incelendiğinde, risklerin temelde sistematik olan ve sistematik olmayan riskler olmak üzere ikiye ayrıldığı görülecektir. Tüm risklerin karşısında örgüt içinde nakit akışının bozulma ihtimali az da olsa bulunabilmektedir. Sistematik olmayan riskler arasında bulunan finansal risk, aslında örgütte sürekli ortaya çıkabilecek bir durumdur. Ancak tüm risklere karşın finansal risklerin oluşmasının önüne geçilebilmesi, firmanın finansal konularda alacağı kararlara bağlıdır (Sayılgan, 1995: 329).

Finansal riskler ortaya çıktığında işletmenin borç ödeme dengeleri değişmekte ve genellikle de olumsuz yönde şekillenmektedir. İşletme, nakit akışı kontrolünü yitirme olasılığı ile karşı karşıya kaldığından, borçlarını da zamanında ödeyemeyecektir. Finansal risk, firma gelirlerinin borçlanma sonucu sürekliliğini kaybetmesi ve başta ekonomik olmak üzere, çevresel koşullarda özel ya da genel bir değişikliğe ayak uyduramayarak, faiz ve kar payı ödemelerini gerçekleştirecek gelir düzeyinin altına düşmesi tehlikesidir (Usta ve Demireli, 2010: 28). Bu nedenle hangi risklerin finansal risklere de sebep olabileceğinin ayrımı doğru yapılmalı ve sonrasında risk yönetiminin diğer aşamalarına geçilmelidir.

Örgütün risk yönetimini gerçekleştirirken bir diğer adımı tanımlanan risklerin ölçülmesidir. Risk ölçümü, riskin ne olduğuna bağlı olarak kalitatif (nitel) ya da kantitatif (nicel) yöntemlerle ölçülmelidir. Bu yöntemlerin kullanılabilmesi için ise

doğru yöntemler olup olmadıklarının rutin aralıklar ile değerdendirilmesi lazımdır (Moles, 2016: 23).

Risk ölçümü yapılmasının ardından uygulama aşamasına geçilmelidir. Bu aşamada, riskin ortaya çıkması halinde vereceği zararın en az düzeye indirilmesi hedeflenmelidir. Ölçümü yapılmış ve olası sonuçları değerdendirilmiş olan risklerin gerçekteşmemesi için koruyucu tedbirlerin alınması da, gerçekteşen riskin en az düzeyde zarar ile atlatılması için gerçekteşirilen faaliyetler de uygulama aşamasında atılacak adımlardır. Riskten kaçınma, riskin azaltılması veya riskin değeriştirilmesi (transfer edilmesi) gibi risk yönetim araçları bu adımda hayata geçirilmeye başlanmaktadır. Risk azaltım veya transferinde kullanılabilcek yöntemler için kullanılacak olan araçların ne kadar katkı sağlayacağı üzerinde düşünölmelidir. Bu aşamada hangi risklerin azaltılabileceği ve hangilerinin başka risklere dönüştürebileceği konusunda emin olunmalıdır. Kimi uygulama adımlarında riskin üstlenilmesi, daha yeni ve tehlikeli durumların ortaya çıkmaması adına bir seçenek haline getirilmektedir. Çünkü her riskten korunmak ya da bunun etkilerini azaltmak mümkün olmayacaktır. Hangi seçeneğin tercih edileceği, risk yönetiminin hangi amaca hizmet ettiği ile yakından ilişkilidir. Karar vericiler amaçlarda önem sıralaması yaptıkları takdirde, risk yönetiminin uygulama adımlarında da daha net bir tabloya kavuşabileceklerdir (Sayılğan, 1995: 330).

Bir sonraki adım, yapılanların ne kadar etkili olduğunun kontrol edilmesidir. Her risk yönetim süreci aslında bir tür öğrenme sürecidir. Seçilen alternatif uygulamaya konulduktan sonra seçilen çözüm tarzının amaca hizmet edip etmediği ve beklenen sonuçları verip vermediği izlenmeli, bundan sonraki risk yönetim süreçleri için veri toplanmalıdır. Takip ve değerdendirme süreci yöneticilere hatalarının ağır sonuçlar doğurmadan tekrardan gözden geçirilmesini sağlayacaktır (Sayılğan, 1995: 333).

### **2.3.1. Finansal Risk Yönetiminin Amacı**

İşletme yönetimleri, beklentileri, içinde buldukları pazar ve teknolojik gelişmeler gibi pek çok yeni durum, yeni risklerin oluşması anlamına gelmektedir. Tanımlanan her yeni risk, risk yönetimi kavramını da geliştirmekte ve genişletmektedir. Dolayısıyla, risk yönetimi kavramı ve süreci için dinamik bir yapısı

vardır demek yanıltıcı olmayacaktır (Sayılğan, 1995: 325). Ancak her aşama için risk yönetimi biçimlerinin şu amaçlara hizmet ettiğini söylemek mümkündür (İbiş, 2015: 26):

i. Örgütün temel ve stratejik hedeflerine yönelik risklerin neler olduğunun saptanması, bunların ölçülerek kontrol edilmesi, karar vericiler ve yararlanıcı tarafların değerlerinin korunmasının sağlanması.

ii. Örgütün tüm faaliyetlerinin olumsuz iç ve dış etkenlerden korunması, sürekliliğinin sağlanması ve güvenli üretim düzeyinin altına inilmesinin engellenmesi,

iii. Örgütte tüm çalışanları etkileyen ve tüm çalışanların etkilediği etkin bir risk kültürü ve risk iletişimi kurulmasının sağlanması,

iv. Risk ve kazançların arasında optimum bir dengenin kurulması, şirketin sahip olduklarını en etkin şekilde değerlendirmesinin sağlanması,

v. Risk araştırmaları esnasında yeni fırsatların yakalanması ve örgüt için alternatif stratejilerin geliştirilmesi

vi. Yöneticilere rahatça düşünme ortamı ve bilgi akışının sağlanması,

vii. Kazançta maksimum verimliliğin sağlanması ve giderlerin minimize edilmesi,

viii. Gelirlerin, faaliyetlerin ve üretimin sürekli ve istikrarlı hale getirilmesi

ix. Sürekli büyüme fırsatlarının elde edilmesi,

x. Sosyal sorumluluğun yerine getirilmesi, iyi imajın korunması.

### **2.3.2. Risk Yönetimi İhtiyacı**

Risklerin ortaya çıkması, işletmeleri maddi yönden zorlamasının yanı sıra onların personellerinin ve üretim süreçlerinin verimliliğini düşürmekte, prestijlerini azaltmakta ve hatta kapanmalarına dahi yol açabilmektedir. Küreselleşmenin etkisi ile risklerin sayısı da ortaya çıkma olasılıkları da artış göstermiştir. Rekabet daha yoğun hale geldiğinden firmaların da risklere karşı toleransları düşmüştür. İş hayatında yoğun rekabet ortamının yaşanması, piyasalardaki küreselleşme olgusu, sermayenin serbest dolaşımının hız kazanması ve zamanla ekonomilerin dışa açık hale gelmesi, işletmelerin döviz kuru riski, faiz oranı riski, kredi riski gibi birçok finansal riskle daha fazla karşı karşıya kalmalarına neden olmuştur (Sayılğan, 1995: 326).

### **2.3.3. Risk Yönetimi Süreci**

Riskler, işletmelerin faaliyetlerini doğrudan veya dolaylı olarak etkileyebilecek ve istenmeyen unsurlardır. Her işletme çeşitli riskler ile karşı karşıyadır. Bu riskler kazançların doğasında vardır. Risklerin bilinmesi, ölçülmesi ve gerçekleşmeleri durumunda atılacak adımların bilinmesi hedeflenen kazançla ulaşmanın da temel yoludur. Bu noktada risk yönetimi devreye girmektedir. Risk yönetimi ile işletmenin karşısına çıkabilecek riskleri ve bunların yaratacağı zarar ya da faydayı tahmin etmek ve risklerin gerçekleşme ihtimallerini istenen düzeyde tutmaya çalışmak mümkün hale gelmektedir (Köksal, 2013: 313).

Risk yönetiminin gerçekleştirilmesi, işletmenin olası riskleri tanımaya çalışması, onları değerlendirmesi, onların gerçekleşmesi halinde neler yapacağına dair fikirler belirlemesi, bu konuda sorumlu olan personelleri belirlemesi, hangi prosedürlerin uygulanacağına karar vermesi, denetlemeler gerçekleştirilmesi ve risklerin oluşması halinde ortaya çıkan sonuçları gözlemlemesi ve analiz ederek işletmeye bilgi sağlamayı ifade etmektedir. Risk yönetimi sürekli, dinamik ve çokça faaliyeti içinde barındıran süreçler bütünüdür. Risk yönetiminin gerçekleştirilebilmesi için atılması gereken ilk adım işletmenin karşılaşılabileceği risklerin neler olduğunu ayırt etmesidir. Sonrasında risk yönetim sürecinin diğer aşamalarına geçilir. Risklerin oluşması halinde atılacak olan adımların, tüm riskleri kapsamına uğraşılmalıdır. Bir başka deyişle riskler hem tek tek hem de bütünsel olarak değerlendirilmelidir (İbiş, 2015: 30).

#### **2.3.3.1. Risklerin Tanımlanması**

Risk yönetim süreci, firmanın karşılaşılabileceği risklerin neler olduğunu ayırt etme süreci ile başlamaktadır. Bu süreçte önemli olan çok küçük olan ve oluşması halinde ciddi hasarlar vermeyecek riskler ile önemli ve karşılaşılmaması durumunda firmayı derinden sarsacak risklerin ayırt edilmesi ve önem sırasının oluşturulmasıdır. Önemli risklerin tanınması, firmanın neler ile karşı karşıya kalabileceği bilincini de oluşturacaktır. Şirketler, kendileri için önemli olan risklere odaklanmalı, bunlara karşı önlemler alma eğiliminde olmalıdırlar. Dolayısıyla risklerin tanımlanması, risk yönetimi sürecinin ilk adımı olarak nitelendirilebilecektir. Risk tanımlanması

sürecinde elde edilen veriler, risk yönetimi sürecinin diğer aşamalarında da girdi oluşturacaklardır (İbiş, 2015: 31).

Risklerin tanımlanması esnasında firmanın öncelikle kendisini tanıması önemlidir. İçinde bulunduğu koşullar, faaliyet gösterilen sektör, bu sektörde meydana gelen eğilimler, müşterilerin beklentileri, politik durum, geçmişteki deneyimler, rakiplerin durumu gibi unsurlar firmanın içinde bulunduğu durumu analiz etme yeteneğini arttıracaktır. Dolayısıyla bu aşamada işletmenin kendisi ile doğrudan ve dolaylı olarak ilişkili durumları tespit edebilmesi ve bu hususta gerçekçi olması önemlidir. Gerçekçi olunmadığı takdirde, önemli risklerin atlanması ihtimali de artmaktadır. Bu aşamanın ardından, firmanın içinde bulunduğu koşullarda ve bu koşulların beklenen olasılıklarda değişmesi durumunda meydana gelebilecek ve firmayı sarsabilecek risklerin neler olduğu araştırılmalıdır. Risklerin ortaya çıkmaları halinde getirecekleri olumlu ve olumsuz durumlara ilişkin senaryolar üretilmelidir. Şayet bu aşamada hata yapılırsa, risklerin tespit edilmesi ve bunların meydana getireceği hasarın tahmin edilmesi de olanaksız hale gelecektir. Bu durum yeterli önlemlerin alınmasını engellediği gibi işletmenin yanlış kaynak kullanması anlamına da gelecektir (Bilge, 2011: 16; Emhan, 2009: 213).

Risklerin tanımlanması hangi durumların risk yaratabileceğinin anlaşılması anlamına gelmektedir. Bu durum aslında risklerin ortaya çıkmaması için neler yapılabileceğine de işaret etmektedir. Risklerin tanınması aşamasında bunların oluşma ihtimalini arttıran gizli durumların da anlaşılması için çalışılmalıdır. Yani bu aşamada belirsizlikleri ve onları yaratan unsurları da okumak lazımdır. Tüm bunları gerçekleştirebilmek için risk tanımlama sürecine sistematik biçimde yaklaşmak gerekmektedir. Her şeyden önce risk tanımlaması konusunda deneyimli kişilerin görevlendirilmesi şarttır. Risk yöneticileri bu aşamada sigorta kontrol listeleri, risk analiz soruları, akış işlem kartları ve mali durum analizleri gibi verilerden faydalanmalıdırlar. Ayrıca riskin ortaya çıkması halinde neler olabileceğinin simüle edilmesi de, süreci doğru anlamak için kullanılacak bir yöntemdir. Risk tanımlama süreci bunlarla sınırlı da değildir. Risklerin belirlenmesinin ardından bir risk bilincinin oluşturulması ve işletme içindeki her birimin bunlar konusunda bilgilendirilmesi lazımdır. Beyin fırtınasının gerçekleştirilmesi, akla gelmeyen risklerin neler olabileceğinin fark edilmesi ve bunlar karşısında kurumsal bir uygulama sürecinin başlatılması açısından da önem taşımaktadır (Emhan, 2009: 2013; İbiş, 2015: 32).

### 2.3.3.2. Ölçme

Risklerin neler olabileceğinin ortaya konmasının ardından bunların gerçekleşme olasılıklarının ve ortaya çıkaracakları zararların ölçümlerinin yapılması, riskleri doğru tanımak ve bunlara karşı doğru önlemleri almak açısından hayati öneme sahiptir. Risklerin ölçülmesi, işletmenin hangi adımları atması gerektiği konusunda da karar vericilere önemli bilgiler sunmaktadır. Bu noktada öncelikle risklerin ölçülmesinin ne ifade ettiğini açıklamak gerekmektedir. Risk ölçümü, olasılıkların sayılar ile ifade edilmeye çalışılmasıdır. Başka bir ifade ile risklerin büyüklüklerinin ve ortaya çıkaracakları koşulların matematiksel olarak açıklanmasına risklerin ölçülmesi adı verilmektedir. Bu matematiksel hesaplamalardan yola çıkarak örgüt ne tür durumlar ile karşı kaşıya kalabileceğini de tespit edecektir. Risklerin matematiksel ve istatistiksel olarak ifade edilmesi, pek çok belirsizliğin giderilmesi konusunda da önem taşımaktadır. Nitekim burada her riskin matematiksel olarak ölçülemeyeceğinin de altını çizmek gerekmektedir. Kimi riskleri nicel olarak ele almak mümkünken kimilerinin gerçekleşme ihtimali için bir matematik formülü kurmak güçtür. Bununla birlikte her ne kadar ölçme esnasında matematik işe yarasa da, kullanılan yöntemin geçerli ve güvenilir olduğundan da emin olunmalıdır. Bunun gerçekleştirilebilmesi için kullanılan yöntemlerin düzenli aralıklar ile test edilmesi önemlidir (Çokgör, 2016: 33; Dalbudak, 2014: 21).

Ölçme, riskin türüne ve şirketin durumuna göre şekillendirilmelidir. Her ölçüm yöntemi her risk için kullanılabilir değildir. Risklerini ölçmeyen ya da yanlış ölçen kurumların etkin bir risk yönetimi gerçekleştirdiğinden bahsetmek imkânsızdır. Kimi riskler için basit yöntemler yeterli iken, kimi riskler için birden fazla ve karmaşık ölçüm sistemleri kullanılmalıdır. Şirketler tarafından kullanılacak bazı risk ölçüm araçları duyarlılık analizleri, monte carlo simülasyonu, regresyon, value at risk (riske maruz değer), capital at risk (riske maruz sermaye), earnings at risk (riske maruz kazanç), cashflow at risk (riske maruz nakit akışı) şeklinde sayılabilecektir (İbiş, 2015: 33).

### 2.3.3.3. Uygulama

Risklerin tanımlanması ve ölçülmesi neticesinde uygulanabilecek faaliyetler ve bunların olası sonuçlarının değerlendirilmesi aşamasına geçilmektedir. Her risk için neler yapılabileceği, bunların kim tarafından gerçekleştirileceği ve bu

uygulamaların neticesinde ne tür sonuçların ortaya çıkabileceği anlaşıldıktan sonra, firma bünyesinde buna uygun bir plan oluşturulmalı ve faaliyetlere de bu plan dâhilinde devam edilmelidir. Uygulama aşamasında, uygulanan her yöntem için bir dizi sonuç ortaya çıkacağından, en uygun sonuçları verecek olan faaliyetlerin neler olduğuna dikkat edilmelidir. Bu nedenle uygulama aşaması takip ve değerlendirme aşaması ile iç içe geçmiş bir süreç olarak düşünülebilir. Gerçekleştirilen her bir uygulamanın firmanın performansı üzerinde etkilerinin olabileceği de unutulmamalıdır (Yang vd., 2018: 4).

#### **2.3.3.4. Takip ve Değerlendirme**

Riskler ile baş edebilmek için seçilen uygulama alternatifleri gerçekleştirilmeye başlandığında, bunun beklenen sonuçları yaratıp yaratmadığı konusunda kontrollerin yapılması gerekmektedir. Elde edilen çıktıları ve beklentileri sürekli olarak karşılaştıran karar alıcı, çözümün etkinliğini izlemelidir. Buna göre sonraki aşamalarda izlenecek yollar da belirlenmiş olacaktır. Şayet beklenen sonuçlar ile gerçekleşen sonuçlar arasında ciddi farklar söz konusu ise bu durum karar vericilerin yanlış uygulamalar gerçekleştirdiğinin bir göstergesi olarak kabul edilmelidir. Takip ve değerlendirmenin firmalar için önemli olmasının temelinde iki sebebi vardır. Bunları şu şekilde sıralamak mümkündür (Emhan, 2009: 216):

##### **i. Risklerin sürekli olarak gözden geçirilmesi:**

Riskler, bunların oluşma sebepleri ve riskler karşısında sergilenmesi gereken davranışlar sürekli olarak değişmektedir. İşletmelerin risk yönetim sürecinde attıkları adımları izlemeleri, yeni ortaya çıkan riskleri anlamalarına da yardımcı olmaktadır. Yeni risklerin fark edilmesi yeni durumların da anlaşılabilmesi anlamına gelmektedir. Pazar, müşteriler, rakipler, sosyal ve ekonomik faktörler sürekli değişim içindedir ve bu değişimin incelenmesi işletmenin geleceğine yönelik planlamaları için de bilgi akışının sağlanmasına vesile olmaktadır.

##### **ii. Hataların düzeltilmesi:**

Risklerin karşısında sergilenecek davranışlar için yanlış kararlar vermek olasıdır. Bu yanlış kararlar daha büyük riskler karşısında işletmeyi içinden çıkılmaz bir duruma sokabileceklerdir. Bu nedenle izleme, hataların önceden fark edilmesini ve çözümlenerek yeni davranış şekillerinin geliştirilmesini sağlayacaktır.

## 2.4. Riskten Korunma Yöntemleri

Kavramsal açıdan risk olgusunun geçmişi uzun yıllara dayansa da riskin ölçülebilirliği Harry Markovitz'in portföy seçimi çalışmasıyla riski istatistiki parametre olarak betimlemesiyle tartışılmaya başlanmıştır. Riski yönetebilmek için riskin ölçülebilir olması gerekmektedir. Dolayısıyla etkin olarak riski yönetebilme yaklaşımları için istatistiksel methodlar kullanılarak mümkün olmaktadır. Risk yönetimiyle riskler belirlenebilmekte, risk kaynakları bulunmakta, ölçülebilmekte ve buna göre riskten korunma stratejileri geliştirilebilmektedir. Risk yönetimindeki asıl amaç riski bütünüyle ortadan kaldırmak değildir. Alınacak risk düzeyini belirleyip buna göre faaliyetlerden sağlanan getiriyi maksimum düzeyde tutmaktır (Altay,2015:117).

Finansal risk kavramı yıllar içinde değişiklik gösterse de firmalar için firma yönetimlerinin her stratejik kararlarında ya da işlem düzeylerinde risklerini ve getirilerini gösteren disiplin olarak tanımlanmakla birlikte finansal risk yönetimi, firmaların uzun vadeli ve kısa vadeli getirileri için nasıl stratejiler uygulamasını gerektiğini göstermektedir. Günümüzde finansal risk yönetimi firmalar için riskleri geniş kapsamda değerlendirmek ve minimuma indirmeye çalışma tutumu olmakla birlikte firmalar için erken risk uyarı sistemi oluşturarak işletmelerin hayatta kalmasına olanak sağlamaktadır (Binici,2017:31).

Finansal risk genel olarak fiyat dalgalanmaları ve değişimleri durumunda firmalarda ya da bireylerin sahip olduğu aktiflerde veya pasif değerlerinde değişimin gerçekleşme riski olarak tanımlanmaktadır. Fiyatlardaki değişimler hammadde, döviz kurları, hisse senetleri ve faiz hadlerinde risk oluşturmaktadır. Dünyada ki en yaygın olan risk türü ise döviz kuru riski ve faiz kuru riskidir (Erdoğan, 1995:113).

Finansal piyasalarda karşılaşılabilecek riskler çok çeşitli olmakla birlikte bu risklerden korunmak için birçok türde finansal araç geliştirilmiştir. Riskten korunmak için amaca yönelik başta sigorta, aktif ve pasif yöntemi ile türev ürün sözleşmeleri en çok tercih edilen riskten korunma yöntemleridir. Doğal afet, hastalık, hırsızlık, yangın gibi risklerden sigorta yöntemi ile korunabilirken, likidite ve kredi riskinden aktif pasif yönetimi yöntemiyle, fiyat, faiz oranı, döviz kuru ve endeks riski gibi risklerden türev ürünler kullanılarak riskten korunabilir (Evin,2014: 25).

**a.Sigorta Yöntemi:** Çift taraflı olarak imzalanan bir sözleşme olan sigorta belirli prim karşılığında para ile ölçülebilen, yasayla korunmaya değer sigortalananın menfaatlerinin zarara uğrama durumunda bu zarara karşılık tutarda tazminat hakkı doğurmaktadır. Başka bir ifadeyle ani ve beklenmeyen risklere karşı, öncesinde ödenen bir prim karşılığında meydana gelecek risk oluşumunun sigorta şirketinin karşılayacağı çift taraflı sözleşmelerdir.

**b.Aktif – Pasif Yönetimi:** Büyük çaplı şirketler ile finans sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin aktifler ve pasifler üzerinde yapmış oldukları düzenlemelerle karı maksimize etmek amaçlanmaktadır. Yöntem bilançonun aktifinde likidite sağlam tutularak, pasif tarafta öz kaynaklar arttırılmaya çalışılıp dalgalanmalar minimuma indirilerek kar maksimizasyonu sağlanmaktadır. Ayrıca bu yöntem uzun vade için güvenli bir planlamayla uygulanması gerekmektedir.

**c.Türev Ürün Sözleşmeleri Yöntemi:** BrettonWoods sisteminin çökmesiyle ülke paralarının dolar karşısında dalgalanmaya başlamıştır. Bu sistemin sona ermesiyle mal ve hizmet fiyatlarında, faiz oranlarında ve döviz kurlarındaki dalgalanmalar karşısında uluslararası piyasalarda fiyat, kur ve faiz riskleri ortaya çıkmıştır. Bu risklerin ortaya çıkmasıyla piyasalarda yeni finansal araç arayışı başlamıştır. Türev ürünler bu yeni arayışın bir sonucudur. Temel olarak riskten korunma amaçlı türev ürünler kullanılmaktadır (Ceylan ve Korkmaz 2017: 488). Forward sözleşmeler, futures sözleşmeler, opsiyon sözleşmeleri ve swap sözleşmeleri türev ürünleri oluşturmaktadır. Bu ürünlerin fiyatları başka bir ürünün fiyatına bağlıdır.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### FİRMA DEĞERİ İLE İLGİLİ KAVRAMLAR VE FİRMA DEĞERİNİ BELİRLEMEDE KULLANILAN YÖNTEMLER

Firmalar amacının “kar maksimizasyonu” olduğu ifadesi günümüzde “değer maksimizasyonu” olarak değişmiştir. Kar maksimizasyonu kavramı risk olgusu içermemektedir. Öz sermayenin bedelsiz olduğunu kabul etmekte ve hissedarların beklentilerini göz ardı etmesi gibi nedenlerden dolayı bu kavramın yerini değer maksimizasyonu kavramı almıştır. Dolayısıyla muhasebe karının yerini piyasa koşullarına göre meydana gelen “firma değeri” kavramı yaygınlaştırmıştır (Ercan ve Ban, 2016: 11).

#### 3.1. Değer Kavramı

İktisadi açıdan değer, bazı durumlarda varlığın kullanım değeri (yararı) olarak ifade edilirken, bazı durumlarda ise varlığın sahip olduğu kişiye sunduğu değişim değeri (satın alma gücü) olarak ifade edilmektedir. Varlığın kullanım değerinin kişiden kişiye değişmesi subjektif bir değer olgusunu yaratmaktadır. Bir varlığın elde edilebilmesi için para ya da parayla ölçülebilen olgu olması ise değişim değerini yansıtmaktadır. Literatürdeki farklı tanımlarına bakıldığında ise işletme açısından firma yönetim biçimlerinin analizlerinde kullanılan bir araç olmakla birlikte bir varlığa karşılık alınabilecek değeri ifade etmektedir. Ayrıca işletmeler için firma değeri, marka değeri, hissedar ve müşteri değeri gibi ifadelerde kullanılmaktadır (Çam,2010:50).

Her varlık sahip olduğu özelliklere göre ve varlığa sahip olan kişiye göre değeri belirlenmektedir ve bu durum değer, sahibine sunacağı yararların sonucu olarak ortaya çıkmaktadır (Chamber,2009:5). Varlık veya yükümlülüğün değerinin kişiden kişiye değişmesi değer kavramının objektif ve subjektif iki yönünün bulunmasından kaynaklanmaktadır. Subjektif değer, kişiye ve isteklere göre değişen değerdir. Objektif değer ise varlığın maliyeti ve faydasına orantılı şekilde belirlenen değer olarak ifade edilmektedir.

Varlığın değerini belirleyebilmek için bir takım değerlendirme süreci faaliyetleri adımlarından oluşmaktadır. Değerleme tanım olarak; “Para dışındaki varlığın değerinin para karşılığı olarak belirlenmesidir. Ayrıca bir kurum ya da kişinin, bina, arsa, taşıt makine-teçhizat, stok ve benzeri toplam aktiflerin ve pasiflerin değerinin takdir ve tahmin edilmesidir.” olarak tanımlanmaktadır. Muhasebe açısından firmaların sahip oldukları varlık ve yükümlülüklerin ve diğer iktisadi kıymetlerin bir tarihteki değerinin parasal olarak ifadesi değerlendirme olarak tanımlanmaktadır. Finansal yönden değerlendirme ise, bir varlığın gelecekte beklenen nakit giriş – çıkışlarının riski ve bu risklere göre tahmin edilen beklenen getiri oranı ile üç girdi faktörünü kullanarak piyasa değerini belirleme sürecini kapsamaktadır (Can,2019:7).

Literatürde değere ilişkin birçok kavram vardır. Değerlemenin anlaşılması için aşağıda bu kavramlar açıklanmıştır.

### **3.1.1. Nominal Değer**

Nominal değer, bir varlığın kağıt üzerinde yer alan değeri olup, genelde hisse senedi ve tahvillerin üzerinde yazılı bulunan değeri ifade etmektedir. Bu değer sermaye miktarının belirlenmesi, hisse başına düşen kar payının hesaplanması ve muhasebe kayıtlarının yapılması için hisse senedine atfedilen değeri ifade etmektedir. Türkiye’de hisse senetlerinin nominal değerinin olması hukuki bir zorunluluk olup BİST’de işlem gören hisse senetlerinin nominal değeri 1 TL olarak kabul edilmektedir (Ercan vd., 2006: 4).

### **3.1.2. Defter Değeri**

Defter değeri, firmaların belirli bir tarihteki kayıtlarında yer alan varlıkların muhasebe kayıtlarından tespit edilmiş değeridir. Yüksek enflasyona sahip ülkelerde faaliyet gösteren firmalar, enflasyondan olumsuz bir şekilde etkilenebilmektedir. Yüksek enflasyonlu ülkelerde faaliyet gösteren firmaların defter değeri, o firmaların belirli bir tarihteki muhasebe değerini gösterdiği için mevcut firmaların ekonomik değerini göstermemektedir (Demirkol 2007:16).

Bir varlığın defter değeri, bilançoda görülen kayıtlı değeridir. Hisse başına defter değeri, bilançoda yer alan özsermaye tutarının hisse senedi sayısına bölünmesi ile hesaplanmaktadır. Defter değeri, hisse başına düşen net varlık tutarının ne olduğu konusunda yatırımcıya fikir verir, bilançodaki tarihi değerler üzerinden hesaplandığından cari değerleri yansıtmamaktadır (Ercan vd., 2006: 5).

### **3.1.3. Piyasa Değeri**

Bir varlığın piyasa şartlarında arz ve talebe göre belirlenmiş değeridir. Söz konusu olan varlık borsaya kote olduysa piyasada oluşan değeri o varlığın borsa değeri olmaktadır. Piyasa koşullarında oluşan değer, gerçek değerin altında ya da üzerinde oluşabilmektedir. Hisse senedinin piyasada oluşan değeri ile farklı yöntemlerle hesaplanan gerçek değeri karşılaştırılarak, ilgili hisse senedinin aşırı ya da düşük değerlendiğini belirlemek mümkün olabilmektedir (Ercan vd., 2006: 5).

### **3.1.4. Tasfiye Değeri**

Firmanın varlıklarının parçalar halinde belirli bir süre içerisinde zorunlu satışı ile sağlanabilecek değerinden, firmanın tüm borçları ödendikten sonra kalan tutarın hisse senedi sayısına bölünmesi sonucunda ulaşılan değerdir (Ercan vd., 2006: 5).

Firmanın zorunlu bir satış durumunu ifade ettiği için varlıkların piyasa değerlerini yansıtılmakta olup, kuramsal olarak firmanın piyasadaki en düşük değerini göstermekte ve hisse senedinin piyasa değeri ile ilgili alt sınırını oluşurmaktadır (Vergili, 2019:9).

### **3.1.5. İşleyen Teşebbüs Değeri**

Herhangi bir varlığın çalışır durumdaki değeridir. Firmanın bir bütün olarak faaliyetlerini sürdürürken, devredilmesi durumunda bulunacak değer, işleyen teşebbüs değeri olmaktadır (Ercan vd., 2006: 6).

Bir firmanın entelektüel sermaye ve şerefiye gibi maddi olmayan sabit varlıkları işleyen teşebbüs değerinin hesaplanmasında göz önünde bulundurulmasından dolayı, sağlanacak olan değer firmanın stratejik imknlarını yansıtacaktır (am 2010:72).

### **3.1.6. Gerçek Değer**

Bir varlığa ait piyasadaki bilgilerin tamamına dayalı olarak hesaplanan değere gerçek değer veya olması gereken değer denir. Hisse senedinin gerçek değeri, ait olduğu firmanın varlıkları, karlılık durumu, temettü politikası, sermaye yapısı gibi içsel ve sektörel yapı konjonktürel dalgalanmalar gibi dışsal değişkenlerden etkilenmektedir (Ercan vd., 2006: 6).

### **3.1.7. Aktif Değeri**

Bir firmanın varlıklarının değerinin toplamı olarak tanımlanmaktadır. Firmanın aktif toplamının hisse senedi sayısına bölünerek de hisse başına aktif değeri bulunmaktadır (Ercan vd., 2006: 6).

### **3.1.8. Net Aktif Değeri**

Firmanın aktiflerinin piyasa değerlerinin bulunması yolu ile hesaplanmaktadır. Net aktif değeri, firmanın varlıklarının mevcut piyasa koşullarında satılması durumunda elde edilecek tutardan, elden çıkarma giderleri düşölerek hesaplanmaktadır (Ercan vd., 2006: 6).

### **3.1.9. Hurda Değer**

Bir varlığın ekonomik ömrü sonunda net defter değerinin üzerinde bir bedelle satılması ile oluşan değerdir. Sermaye bütçelemesi kararlarında bir yatırımla ilişkin hurda değer tahmin edilebilmekte ise, bu değer yatırımın net bugünkü değerinin hesaplanmasında dikkate alınmaktadır (Ercan vd., 2006: 5).

## **3.2. Firma Değeri Kavramı**

Firma değeri, firma ortaklarını, kredi verenleri, yatırımcıları ve de rakipleri etkileyen önemli konulardan biridir. Firma değeri; firmanın özsermayesinin cari değerini ifade etmektedir.

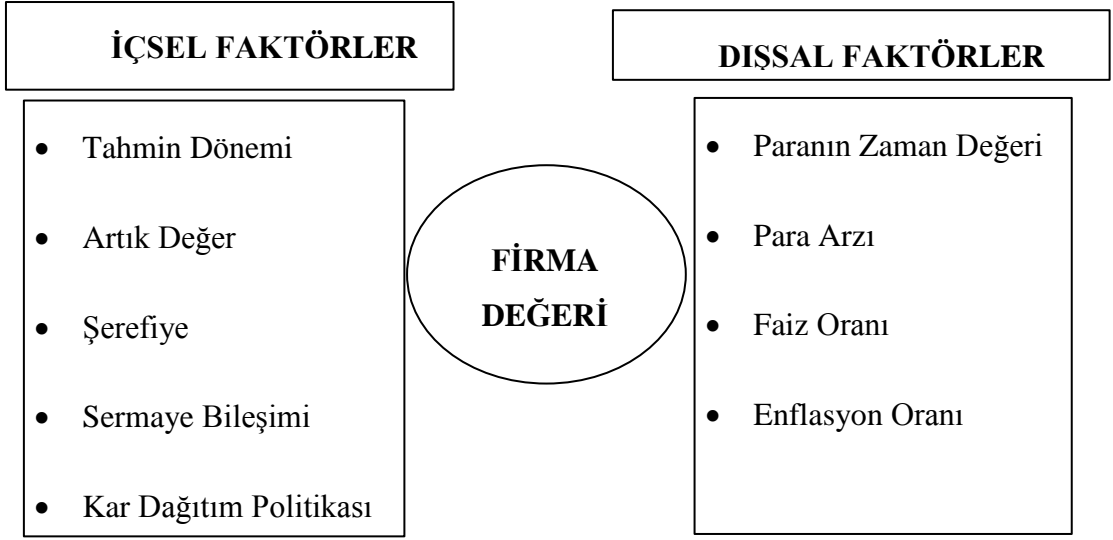
Firmanın sektörde bulunduğu konumu, rakip firmalar ile rekabeti ve satın alma ya da birleşme gibi durumlarda karar alınırken firma değeri göz önünde bulundurulmaktadır. Firmaların amacı firmanın net bugünkü değerini ortaklar açısından maksimum yapmak olarak tanımlanmaktadır. Bu amacın gerçekleşmesi için firmanın sahip olduğu varlıkların etkin bir şekilde kullanılıp amaca ulaştıracak katkıyı sağlar şekilde yönlendirilmelidir (İleri, 2016:29).

Firma değeri, hisse senetlerinin sayısı ile hisse senedinin değerinin çarpımıyla formüleştirilmektedir. Bu bağlamda hisse senetlerini etkileyen her türlü faktörün firma değeri üzerinde de etkisi olduğu görülmektedir. Hisse senedi değerini etkileyen faktörler; işletmenin yatırımları, bu yatırımların maliyeti, teknolojik şartlar, ekonominin genel durumu, sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyi ve yasalar gibi birçok neden hisse senetlerine olan arz ve talebi etkilemektedir. Dolayısıyla firma değeri kavramı bir işletmenin kuruluşu itibari ile şekil alan müşteri memnuniyeti, üretilen malların kalitesi, faaliyette bulunulan sektörün genel durumu ve ülke ekonomisinin genel durumu gibi bir çok faktörden etkilenmektedir (Şanlı,2018:32).

Firmaların hisse senetlerinin halka arzından itibaren piyasalardaki fiyatlarında aşırı değerler görülebilmektedir. Fiyatın belirlenmesinde kullanılacak yöntemlerin doğruluğu ile ilgili kaygılar ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla fiyatın belirlenmesi önemli olup titiz bir şekilde yapılması zorunlu olmaktadır. Firma değerinin belirlenmesi sadece hisse senetlerinin halka arzında değil hisse paylarının işlem gördüğü piyasalarda alım satım işlemi kararlarında da yapılmalıdır. Piyasalarda oluşan arz ve talebin koşullarına göre değerlendirilen hisse fiyatının, işletmenin gerçek durumunu ne ölçüde yansıttığını görmek için de firma değerinin doğru olarak hesaplanması gerekir (Karaca, 2007:39).

### **3.3. Firma Değerini Etkileyen Temel Unsurlar**

Firma değerini belirleyen birçok faktör bulunmaktadır ve bu faktörler içsel ve dışsal olarak gruplandırılmaktadır. Bu faktörler firma değeri üzerinde ayrı ayrı etki yaratmakla birlikte birbirleriyle olan ilişkileri de firma değerini belirlemede önemli rol oynamaktadır. Ayrıca, bu faktörlerin bazıları firmanın kontrolünde olmakta ve bazı önlemlerle firma değeri üzerinde olumlu etki yaratılabilmektedir. Ancak bazı faktörler firmaların kontrolünde olmayıp, firma değeri üzerinde olumsuz etki oluşturmaktadır (Aslan,2019:35).



Şekil 3. *Firma Değerini Etkileyen Faktörler*

Genel olarak bakıldığında firma değerini etkileyen içsel faktörler; tahmin dönemi, artık değer, şerefiye, sermaye bileşimi, kar dağıtım politikası, nakit akışı, finansal yapı, araştırma geliştirme ve yönetim yapısı faktörleridir. Dışsal faktörler ise; paranın zaman değeri, para arzı, faiz oranı ve enflasyon oranı faktörleri firma değeri üzerinde etki eden faktörlerdir (Aslan,2019:35).

### 3.3.1. Firma Değerini Etkileyen İçsel Faktörler

Sadece firmayı etkileyen içsel faktörler firmanın kontrolünde olup gerekli tedbirler alınarak firma değeri üzerindeki etkisi olumlu şekilde yönlendirilebilir.

- **Tahmin Dönemi:** Firma değeri hesaplanırken nakit akışlarının gelecek kaç yıl süre zarfında tahmin edilebileceği önemli olmakla birlikte nakit akışlarının tahmini süresi belirlenirken işletmenin yaşam eğrisinde dengede olduğu olgunlaşma yılına kadar olan süre tahmin edilecek dönem olarak alınmalıdır. Bu sürenin uzun olması değerlemede hata payının yükselmesine neden olacaktır. Nakit akışlarının süresinin tahmininde genellikle endüstrinin özellikleri dikkate alınarak bu süre en az 5 yıl olmalıdır. Tahmin süresi

zarfında firmanın sağlayacağı sermaye getirisinin sermaye maliyetinden büyük olacağı dönemi kapsamalıdır.

- **Artık Değer:** Artık değer, varlığın elde edilmesi maliyetinden birikmiş amortismanların çıkarılması ile elde edilen değer olarak tanımlanmaktadır (Aslan, 2019:36). Firmaların ömrü sonsuz kabul edilmektedir. Fakat firmaların nakit akışlarının sonsuza kadar tahmin edilmesi mümkün olmamaktadır. Bu nedenle belli bir döneme kadar nakit akışları tahmin edilebilmektedir. Bu dönem genellikle 10 yılı kapsamaktadır. 10 yıl üzerindeki nakit akımlarının bugünkü değeri artık değer olarak ifade edilmektedir. Artık değer işletme içerisinde %50'den fazla değere sahip değildir. Çünkü ilk yıllarda hesaplanan nakit girişleri sabit sermayenin ve işletme sermayesinin gerektirdiği nakit çıkışlarını eşitlemektedir ve böylelikle sonraki yıllar için daha fazla net nakit akımı yaratılmaktadır.
- **Şerefiye:** Firmaların hisse senetlerinin itibari değerini ve firmanın faaliyet değerini oluşturan bir değer olarak tanımlanmaktadır. Ayrıca şerefiye kavramı, firmanın ticari ilişkilerini, saygınlığını ve prestijinin getirdiği avantaj olarak da ifade edilmektedir (Akgün, 2009:19).
- **Sermaye Bileşimi:** İşletmeler faaliyetlerini sürdürebilmek için fona ihtiyaç duyar. İşletmelerin gerekli fon kaynaklarını yabancı kaynak ya da öz kaynak yoluyla sağlayabilmektedir. İşletme kullanacağı fonların ne kadarını yabancı kaynaklardan ne kadarını ise öz kaynaklardan sağlayacağı işletme açısından önemlidir. Çünkü kullanılan her kaynağın işletmeye ayrı ayrı maliyeti vardır. Optimal sermaye yapısını oluştururken ortalama sermaye maliyetlerinin en düşük olduğu sermaye yapısı işletme için en uygun düzeydir. Ayrıca borçlanmanın maliyeti öz kaynak maliyetinden düşüktür. Çünkü borçlanmanın getirdiği faiz yükümlülükleri vergi avantajı sağlamaktadır. Fakat işletmenin ihtiyaç duyduğu fonların tamamının yabancı kaynaklardan sağlanması işletmeyi ağır borç ödeme yükümlülüğü getirerek firmanın iflasına neden olabilmektedir. Bu nedenle firma oluşturacağı sermaye yapısında kazançlarını arttırmayı hedeflerken iflas riskini de azaltacak dengeli sermaye bileşimini bulmalıdır.
- **Kar Dağıtım Politikası:** Firmaların belli bir dönemde elde ettikleri karları ortaklara dağıtabileceği gibi işletmede bırakıp yeni yatırım fırsatlarını

değerlendirebilir. Firmanın yapacağı bu tercihlerden karın temettü olarak hisse sahiplerine dağıtılması, piyasadaki hisse senetlerinin fiyatını arttırarak firma değerini yükseltmektedir. Fakat gelecekteki yatırım fırsatlarının getireceği kazançtan vazgeçilmiş olacaktır. Bu durum firmanın değerini olumsuz yönde etkileyecektir. Dolayısıyla karın ne kadarının hisse sahiplerine dağıtılacağı ne kadarının ise işletmede bırakılacağı önemli bir karardır ve optimum tercihin yapılmasıyla firma değeri üzerinde olumlu etki sağlanacaktır.

- **Nakit Akışı:** Firma değeri belirlemede nakit akışları önemli bir faktördür. Nakit akışları, firmaların nakit ve benzeri varlık yaratma yeteneğini göstermektedir. Ayrıca bilgi kullanıcıları açısından firmanın nakit akışlarının ölçülmesi, diğer işletmeler ile karşılaştırma yapılabilmesi ve performans açısından da raporların kıyaslanması bakımından önem arz etmektedir (Aslan,2019:39). Firmaya borç sağlayanlar ve yatırımcılar firmaların nakit akış tahminleri üzerinden firmanın borçlarını ödeyebilme ve yatırımları karşılığında kar payı alabilme yeteneklerini görebilmektedir.
- **Finansal Yapı:** İşletmenin finansal yapısı aktifler, yabancı kaynaklar ve öz kaynaklardan oluşmaktadır. Firmanın sahip olduğu aktiflerin ne kadarının yabancı kaynaklardan ne kadarının ise öz kaynaklardan sağlandığı finansal yapı hakkında bilgi sunmaktadır. Finansal yapının analizi işletmelerin faaliyetlerini sürdürebilme etkinliğini, başarı derecesini ve işletmenin belirlenen hedeflere ulaşip ulaşamadığı konusunda bilgi sunmaktadır. Finansal yapı analizinde işletmeye ait finansal tablolardan (bilanço, gelir tablosu ve nakit akış tablosu) sağlanan veriler finansal tekniklerle analiz edilerek işletmenin mevcut durumu ve gelecekteki durumu hakkında bilgi sunmaktadır.
- **Ar – Ge:** firmalar için Ar – Ge çalışmaları önemli yatırım unsurudur. Ar –Ge çalışmalarına verilen önem sayesinde bilgi somut ürünlere dönüştürülerek entelektüel sermaye unsuru oluşturulmaktadır. Ar–Ge yatırımları firmaya kazanç sağlayıp sağlayamayacakları belirsiz olduğu için risk taşımaktadır.
- **Yönetim Yapısı:** İşletmenin sahip olduğu yönetim yapısının etkili ve verimli olmalı firmayı uzun vadede başarıya götürmektedir. Yönetim yapısının aldığı kararlar firma değerini direkt olarak etkileyen önemli faktördür.

### 3.3.2. Firma Değerini Etkileyen Dışsal Faktörler

Firma değerini etkileyen dışsal faktörler ekonomi ve endüstri ile ilgili faktörlerden oluşmaktadır. Bu faktörler genellikle firmaların kontrolünde olmayan faktörlerdir. Ekonomideki değişiklikler işletme faaliyetlerini etkilemektedir. Ekonomi içerisinde bulunan işletmelerin nakit giriş çıkışları, stokları, sermaye yapıları, borç-alacak düzeyi ve karlılıkları ekonomideki değişikliklerden etkilenmektedir. Dolayısıyla bu durum firma değerini üzerinde de değişikliğe neden olmaktadır. İşletmenin faaliyette bulunduğu endüstrinin durumu firma değeri üzerinde etkili olan bir diğer faktörleri barındırmaktadır. Sektörün dünyadaki durumu, ilerleme aşaması, teknolojik gelişmelerin sektörü ne kadar etkilediği, mal ve hizmete duyulan talep, emek ya da sermaye yoğun olma derecesi ve ihracat imkanları ile birlikte hammadde tedariki kolaylığı firma değeri üzerinde olumlu ya da olumsuz etki yaratabilmektedir (şanlı, 2018:40).

- **Paranın Zaman Değeri:** Firma yöneticilerinin alacağı finansal kararlarda göz önünde bulundurması gereken önemli bir kavramda paranın zaman değeridir. Paranın bugünkü değeri ile gelecekteki değeri arasında fark vardır. Paranın gelecekteki değeri faiz kavramıyla açıklanmaktadır. Paranın bugünkü değerinin gelecekte elde edilmiş olması durumunda değerinin ne olacağını gösterir. Paranın bugünkü değeri ise gelecekte gerçekte ödemelerin ya da elde edilecek nakit girişlerinin belirli bir iskonto üzerinden bugüne indirgenmesini ifade etmektedir.
- **Para Arzı:** Para arzı bir ekonomideki bir dönemde piyasada dolaşan para miktarı olarak tanımlanmaktadır. Emisyon hacminden daha büyük olan, emisyon hacminin yanında yani dolaşımdaki kağıt, madeni paralar ve banknotlara ek olarak mevduatlar, menkul kıymetler ve fonlar gibi para piyasası araçlarını kapsamaktadır. Kısaca bir ekonomi içerisinde bulunan ekonomik birimlerin kısa vadeli ödemelerini yapabilmesi için kullanabilecekleri dolaşımdaki toplam para miktarı para arzı olarak da tanımlanmaktadır. Ekonomilerde para arzı ile faiz oranları arasında ters orantılı bir ilişki bulunmaktadır. Para arzının azalması durumunda faiz oranları artış gösterecektir. Bu durum yatırım ve sermaye harcamalarının azalmasında

neden olacaktır. Dolayısıyla yatırımların azalması şirket karlılığını etkileyecektir ve kar payı dağıtımlarının azalmasıyla firma değeri azalacaktır.

- **Faiz Oranı:** Faiz oranlarının artması borçlanma maliyetlerini arttıracaktır. Borçlanma maliyetlerinin artması, işletme sermayesinin azalmasına neden olmakla birlikte üretimi de etkileyecektir. Buna ek olarak karlılık etkilenecektir. Bu bağlamda faiz oranlarının artışı firma değerini olumsuz yönde etkileyecektir.
- **Enflasyon Oranı:** Bir ekonomide fiyatlar genel seviyesindeki sürekli artış olarak tanımlanmaktadır. Enflasyon oranının artması paranın satın alma gücü üzerinde negatif yönlü etki etmektedir. Enflasyonist ekonomilerde firmalar finansman sorunlarıyla karşı karşıya kalır, faizler artarak maliyetlerin yükselmesine sebep olacaktır. Bu durum işletmelerin sahip oldukları varlıkları etkileyecektir.

### **3.4. Firma Değerini Belirlemede Kullanılan Yöntemler**

Firma değerini belirlemede pek çok yöntem kullanılmakta ve bu yöntemler farklı gruplar altında toplanmaktadır. Literatürde yaygın olarak kullanılan firma değerlendirme yöntemleri incelenmiştir. Bunlar içerisinden incelenen yöntemler; indirgenmiş nakit akımları yöntemi, net aktif değer yöntemi, defter değeri yöntemi ve tobin Q yöntemidir.

#### **3.4.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi**

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi'nde şirketlerin gelecekte yaratabilecekleri nakit akışlarının, değerlendirme yapıldığı gün itibariyle belli bir iskonto oranı üzerinden bugünkü değere indirgeyen yöntemdir. Bu yöntemde firmaların değeri; sermaye yapısı, geleceğe yönelik planlamalar, yaratıcılık gücü, marka değeri, kurumsal yönetim bakış açısı ve firmanın sahip olduğu entelektüel sermayesi gibi çok sayıda değere etki eden unsurlar göz önüne alınarak gelecekte yaratılacak nakit akımlarının tahmininde bugünkü değer hesabı bulunabilmektedir (Aydın, 2012:103).

İndirgenmiş nakit akımları yöntemi çok fazla veriye ve bilgiye dayanan bir yöntem olduğundan, diğer yöntemlere göre daha karışık olması ve geleceğe dair belirsizliklerin firma değerini etkilemesi bu yöntemin dezavantajıdır (Ercan vd., 2006:26).

Bu yöntemde geleceğe yönelik nakit akımlarına ilişkin risk oranı ile firma risk düzeyinin dikkate alınarak gelecekteki nakit akışlarının bugüne indirgenmesi yöntemin tercih edilme nedenidir. Fakat bu yöntemin dezavantajı; çok sayıda bilgi ve girdi içermesi, yöntemi kullanan kişinin varsayımları içermesi ve geleceğe dair belirsizlikleri barındırmasıdır. Bunun yanı sıra bu yöntem nakit akımları pozitif yönlü olan ayrıca kolay tahmin edilebilen firmalarda anlamlı sonuçlara ulaşılabilmektedir (Chambers, 2005: 118).

İndirgenmiş nakit akımları yönteminde kaynak olarak başlıca nakit akış tabloları kullanılmaktadır. Her dönemi kapsayan gelişmiş tahminle, mali tabloları detaylı şekilde analizi ile firmaların birçok açıdan incelenmesine olanak sağlayan bir yöntemdir.

Firma değerlemesinde indirgenmiş nakit akımları yöntemi iki yöntemle hesaplanmaktadır. Bu yöntemlerde firmanın serbest nakit akımları ve öz kaynak serbest nakit akımları bugüne indirilerek kullanılır. Firmaya ait serbest nakit akımlarının hesaplanmasında öncelikle faaliyetlerden oluşan nakit akımları hesaplanır. Sonrasında bu toplamdan mali borçlar ve diğer yükümlülükler kapsamı çıkarılır firmanın ortaklarına kalacak olan öz kaynakların değeri tespit edilir. Öz kaynak serbest nakit akımları yönteminde ise, doğrudan firma ortaklarına kalan öz kaynakların değeri bulunur (Elmas vd., 2017:1123).

### **3.4.2. Net Aktif Değer Yöntemi**

Net aktif değer yöntemi, firma kontrol payının, firma faaliyet ve aktifleri üzerinde tüm tasarruflara imkân sağlayacak bir anlaşmayla satılması durumunda, işletmenin değerinin hesaplanmasında kullanılan yöntemdir. Bu yöntem işletmenin aktiflerinin satılması halinde elde edilecek olan nakit miktarını göstermektedir. Varlıkların satılması halinde yapılan giderlerin çıkarılmasıyla net aktif değer bulunur. Başka bir ifade şekliyle, varlıkların tarihi maliyetlerinin cari değere dönüştürülmesini ifade eden değerdir. Cari değerlere çevrilen varlıklar işletme değerini yansıtırken, bu

değerden borç tutarının çıkarılmasıyla öz varlık değeri bulunmaktadır (Alkan ve Demireli, 2007:30).

### **3.4.3. Defter Değeri Yöntemi**

Defter değeri, varlıkların belirli bir tarihteki kayıtlarına göre belirlenen değerini ifade etmektedir. Bir başka tanımda ise, firmanın varlıklarından toplam yükümlülükleri çıkarıldığında elde kalan tutar defter değerini yansıtmaktadır. Farklı muhasebe tekniklerinin kullanılması defter değerinin farklılaşmasına neden olmaktadır. Birbirine benzemeyen amortisman yöntemleri ve stok değerlendirme yöntemleri, defter değeri bakımından farklı sonuçlar oluşturacaktır. Bu yöntem şirketin gelir yaratma potansiyelini dikkate almamaktadır. Dolayısıyla geleceğe yönelik gelir sağlama potansiyeli daha yüksek şirketlerin defter değeri yöntemini kullanması doğru seçim olmayacaktır (Gözen, 2019:202).

Bu yöntemin tercih edilmemesi nedenleri arasında; hesaplamada şirket sahip olduğu varlıkların maliyet değerlerini göz önüne alması ve mali tablolarda dönemde oluşan enflasyon, duran varlık değer artış / azalışları ve faiz artışları rakamlarını dikkate almaması yöntemi zayıf kılmaktadır. Ayrıca paranın zaman değeri ve mevcut piyasa koşullarının da göz ardı edilmesinden dolayı bu yöntem sık tercih edilmemektedir. Fakat şirket yöneticileri firma performans ölçüsü olarak kullanmaktadır. Piyasa değeri ile karşılaştırıldığında, piyasa değerinin defter değerinden büyük olması şirketin katma değer yarattığının göstergesi olarak kabul edilmektedir (Karakoca, 2011:13-14).

### **3.4.4. Firma Değerinin Göreceli Değerleme Yöntemi ile Tespiti**

Göreceli değerlendirme yöntemi, benzer özellikteki firmaların karşılaştırılmasına dayanan bir analiz yöntemidir. Bu yöntemde değerlendirilecek firma, dahil olduğu sektördeki benzer firmalar ile kazançlar, nakit akımları, defter değerleri ya da satışlar gibi değişkenlere bağlı olarak karşılaştırılabilir, çeşitli çarpanlar ya da finansal oranlar yardımı ile değerlemeye tabi tutulmaktadır (Ercan vd., 2006: 43)

Göreceli değerlendirme yönteminde, kullanılacak uygun oranlar ve karşılaştırılabilir firmalar seçilerek karşılaştırmalar yapılır ve firmaların göreceli değerleri bu karşılaştırmalar sonucunda bulunmaktadı (Ercan vd., 2006: 46).

Çalışmamızda gıda sektöründeki firmalar seçilmiş olup firmaların piyasa değeri/ defter değeri oranı ile tobin Q oranları ele alınarak çalışmamıza yön verilmiştir.

#### **3.4.4.1. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı**

Enflasyonist ekonomilerde firmaların açıklanmış olduğu karla ilgili rakamlar gerçeği yansıtmadığı için bu yöntem tercih edilmektedir. Piyasa değerinin özkaynaklara bölünmesiyle bulunur. Ayrıca bu yöntemle firmaların varlıklarını en etkin şekilde kullandığı varsayımı altında kabul görmektedir. Dolayısıyla yöntemin zayıflığı her firmanın kendine özgü özelliklerinin olması ve varlıkları üzerinde farklı etkinlik düzeylerine sahip olmalarıdır (Oymak, 2009:36).

Özsermaye getirisi, firmaların piyasa değeri/defter değeri oranını etkileyen ana değişkenlerdendir. Özsermaye getirisi yükseldikçe piyasa değeri / defter değeri oranı da yükselecektir (Ercan vd., 2006: 26).

Piyasaların firmanın kazanma gücü ve nakit akışına yönelik beklentileri özsermayenin piyasa değerini yansıtmaktadır. Firmaların aktif toplamından borçların defter değerinin çıkartılmasıyla da özsermayenin defter değeri bulunmaktadır (Ercan vd., 2006: 26).

Yatırımcılar sıklıkla piyasa değeri/ defter değeri oranını kullanırlar. Defter değerinin piyasa değeri ile karşılaştırılma yapılmasının daha güvenilir, istikrarlı ve sezgisel düşünmeyi öne çıkaran bir değer ölçüsü olması ve fiyat/kazanç oranı yöntemi kullanılarak değerlendirilmesi yapılamayan negatif kazanç sonucu çıkan firmaların piyasa değeri/defter değeri oranı ile değerlendirilmesinin yapılabilmesi bu oranın sıklıkla kullanılmasının nedenleri olarak gösterilebilmektedir (Ercan vd., 2006: 26).

#### **3.4.4.2. Tobin Q oranı**

James Tobin 1969 yılında kendi adıyla q oranını ortaya koymuştur. Bu oran firma değerini, firmanın sahip olduğu varlıklarının cari dönemde yerine koyma maliyetine bölerek elde edilmektedir. Oranın 1'den büyük olması firmanı elinde bulundurduğu kıt kaynakları etkin kullandığını göstermektedir. Diğer yandan ise oranın 1'in altında olması firmanın kaynaklarını etkin kullanmadığını gösterir (Canbaş vd., 2004:58).

Tobin Q oranı iki ana değişken çerçevesinde şekillenmektedir. Bunlardan ilki piyasa değeri iken diğeri varlıkların yenileme değeridir. Enflasyonist ortamlarda varlıkların yenileme maliyetleri artış gösterecektir. Enflasyonun etkisiyle varlıkların yenileme maliyetlerinin arttığı ya da teknolojik gelişmelerin etkisiyle yenileme maliyetlerinin azaldığı durumlarda, Tobin Q oranı varlıkların değerleri hakkında piyasa değeri / defter değeri oranına göre daha sağlıklı bir ölçüt olmaktadır. Varlıklarını etkin kullanamayan negatif artık gelire sahip olan firmaların tobin Q oranı 1'den düşük olacaktır. Varlıklarını etkin bir şekilde kullanan bunlardan fayda sağlayan firmalar için ise tobin Q oranı 1'den büyük olacaktır. Tobin Q oranı aşağıdaki formülle bulunmaktadır (Ercan vd., 2006: 26).

(Kısa vadeli yabancı kaynaklar+Uzun vadeli yabancı kaynaklar+ Piyasa Değeri) /  
Toplam Aktif

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### FINANSAL RİSK YÖNETİMİNİN FİRMA DEĞERİ ÜZERİNE ETKİLERİ: BİST GIDA, İÇECEK VE TÜTÜN SEKTÖRÜNDE BİR UYGULAMA

Bu bölümde literatürde yer alan çalışmalara yer verilmiştir. Ayrıca bu çalışmanın önemine, yöntemine yer verilerek elde edilen bulgular ve analiz sonuçlarıyla beraber öneriler sunulmuştur.

#### 4.1. Literatür Taraması

Finansal riskler ve işletmenin yönetiminin yarattığı yönetsel riskler bir araya geldiklerinde, firmanın karlılığı ciddi anlamda düşebilmektedir. Bu sebeple işletmelerin risk yönetimlerini hem finansal açıdan hem de yönetsel açıdan bir arada ele alarak gerçekleştirmeleri gereklidir (Öztürk ve vd., 2016: 535).

Çalışmanın bu bölümünde firma değeri ile ilgili bilimsel hakemli dergilerde yayımlanan ulusal ve uluslararası akademik çalışmalar ile tezler incelenerek özetlenerek sunulmuştur. Firma değeri üzerine literatürde yer alan birçok çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmalarda risk türleri, sermaye yapıları, kurumsal yönetim uygulamaları ve kar payı dağıtım politikaları gibi birçok değişkenin firma değeri üzerinde etkilerinin incelendiği görülmüştür.

Aslan (2019), çalışmasında BİST’te işlem gören gıda sektöründe bulunan firmaların 2008 – 2018 dönemindeki finansal performans ve firma değeri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Araştırmada borçluluk, karlılık, verimlilik, Tobin Q oranları bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. GMM yönetiminin kullanıldığı bu çalışmada sonuç olarak karlılık, likidite ve Tobin Q oranlarının firma değeri üzerinde etkisi olduğu görülmüştür.

Yaldız (2019), yapmış olduğu çalışmada temettü dağıtımları ile firma değeri arasındaki ilişki incelenmiştir. Bu kapsamda BİST – 30 endeksindeki şirketlerin 2007-2017 yılları arasındaki firma verileri incelenmiştir. Bu kapsamda bağımlı değişken olarak piyasa değeri/defter değeri oranı kullanılırken, performans ölçüsü olarak da primlerdeki büyüme baz alınarak Tobin Q oranı firma değeri ölçütü olarak

kullanılmıştır. Araştırma sonucuna göre PD/DD oranı için negatif anlamlı etki gösterirken özkaynak karlılık ve fiyat kazanç oranına anlamlı pozitif yönlü etkisi olduğu görülmüştür. Ayrıca Tobin Q, firmaların kar dağıtımını ödeme durumlarının aktif karlılık ve özkaynak karlılık oranı ve fiyat kazanç oranı gösteren değişkenler firma değeri üzerinde pozitif anlamlı etki göstermiştir.

Korkmaz ve Dilmaç (2018), çalışmalarında Borsa İstanbul'da işlem gören 12 banka ve 5 sigorta şirketinin karlılık, sermaye yapısı ve büyüme oranı gibi faktörlerinin firma değeri üzerine etkilerini incelenmişlerdir. 2008-2015 dönemlerine ait 3'er aylık veriler kullanarak panel regresyon analizinden yararlanmışlardır. Çalışmada PD/DD ve Tobin Q oranı bağımlı değişken olarak, likidite, öz kaynak karlılığı, büyüklük, kaldıraç oranı, maddi olmayan duran varlık ve aktif büyüme oranları bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Sigorta firmalarının kaldıraç oranının PD/DD oranını pozitif yönde, öz sermaye karlılık oranının ise negatif yönde etkilediği sonucuna ulaşmışlardır. İncelenen bankaların kaldıraç ve büyüklük değişkenlerinin PD/DD oranını negatif yönde, öz sermaye karlılığının ve maddi olmayan duran varlıkların ise pozitif yönde etkilediğini gözlemlemişlerdir.

Binici (2017), çalışmasında firmaların maruz kaldığı finansal risklerin yöneltmesi ile firma değeri arasındaki ilişki incelenmiştir. Bu amaç doğrultusunda, toplam sekiz sektörde finansal analizler gerçekleştirilmiştir. BIST'te işlem gören metal, sınaî, gıda içecek, kimya petrol plastik, orman kağıt basım ve taş toprak sektörlerinin verileri panel analizi yöntemiyle incelenmiştir. Analiz sonucunda metal sektörü dışındaki sektörlerin finansal risk yönetiminin firma değeri üzerinde anlamlı etkisi olduğu görülmüştür. Bu sektörlerden Sınaî, Gıda içecek, Kimya petrol plastik, Orman kağıt basım ve Taş toprak sektörleri için sermaye riskinin pozitif yönlü olduğu ayrıca Metal eşya makine, Orman kağıt basım ve Taş toprak sektörleri için piyasa riskinin pozitif yönlü olduğu belirlenmiştir. Kimya petrol plastik, Metal eşya makine ve Orman kağıt basım sektörlerinin likidite riskiyle firma değeri arasında negatif yönlü ilişki olduğu sonucuna varılmıştır.

Şenol ve Karaca (2017), yapmış oldukları çalışmada firmaların finansal riskleriyle firma değeri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Bu amaçla İstanbul Sanayi Odası tarafından yayımlanan 2015 yılının ilk 500 firma içerisinde BIST'te işlem gören 35 firmanın 2008 -2015 yıllarına ait verileri panel analizi yöntemiyle analiz edilmiştir. Bağımlı değişkenler; Tobin Q ve PD/DD oranı olarak belirlenmiştir. Bağımsız değişkenler ise finansal kaldıraç oranı, kredi, kur ve likidite riski olarak belirlenmiştir.

Analiz sonuçlarına göre, kaldıraç oranı ve kredi riskleri ile firma değeri arasında pozitif yönlü ilişki bulunurken, kur riski ve likidite riski ile firma değeri arasında negatif yönlü ilişki olduğu sonucuna varılmıştır.

Uğur (2011), çalışmasında işletmelerin finansal risk yönetimleriyle firma değeri arasındaki ilişkiyi incelemek amaçlamıştır. Bu kapsamda BIST’te işlem gören 31 halka açık sanayi sektöründeki şirketlerin 2007 – 2008 yıllarına ait verileri analiz edilmiştir. Firma değeri olarak Fiyat/Kazanç oranı kullanılmıştır. Araştırma sonuçlarına göre firma değeri ile sermaye arasında ilişki olmadığı sonucuna varılmıştır.

Hull (1999), yaptığı çalışmada ABD’deki 338 firmanın kaldıraç oranlarının sektör ortalamasına göre ayarlanmasının firma değeri üzerindeki ilişkiyi incelemiştir. Bu kapsamda firmaların 1970 – 1988 dönemlerine ait verilerle regresyon analizi yapılmıştır. Analiz sonuçlarına göre firmanın kaldıraç oranının sektör ortalamasından uzaklaştıkça firma değeri üzerinde negatif yönlü etki yaptığı sonucuna varılmıştır. Sektör ortalamasına yakın kaldıraç oranına sahip firmaların ise firma değeri arasındaki ilişkinin negatif yönlü olsa da etki olarak küçük olduğu tespit edilmiştir.

## **4.2. Araştırmanın Önemi**

Finansal risk ve firma değeri konuları geçmişte ve günümüzde varlığı sonsuz kabul edilen firmaların sürdürülebilirlikleri için önemli bir konudur. Yaşanılan finansal sıkıntıların sonucunda öz değerlendirme yapıldığında firmalar, finansal riskin ne denli yönetilebildiğine bakmaktadır.

İmalat sanayi sektörü içinde yer alan gıda, içecek ve tütün sanayi hem makineleşmenin hem de insan gücünün yoğun olduğu bir alandır. Bu bakımdan finansal arz ve talebin fazlaca görüldüğü sektörlerdendir. Dolayısıyla finansal risk kalemlerinden doğrudan etkilenecek alanlardandır.

Bu çalışmada finansal risk yönetiminin firma değeri üzerindeki etkilerinin ölçülmesi konusunda, finansal riskin doğrudan etkileneceği sektörlerden biri olan imalat sanayi sektörü içinde yer alan gıda, içecek ve tütün sanayi sektörü seçilmiştir. Bu çalışmanın sektörel alandaki gelişime ve literatüre katkı sağlaması amaçlanmıştır.

### 4.3. Araştırmanın Yöntemi

Çalışma kapsamında işletmelerin finansal riskleri ile firma değerlerinin analizi kapsamında BIST İmalat sektöründeki Gıda Yiyecek ve Tütün sektöründeki firmaların 2010 ile 2020 dönemlerine ait finansal verileri kullanılmıştır. Gıda, Yiyecek-İçecek ve Tütün sektöründe toplam 28 firma bulunmaktadır. Finansal veriler şirketlerin internet sitelerinden ve Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)'tan elde edilmiştir. Verilerine ulaşamayan 5 şirket, analiz kapsamına dâhil edilmemiştir. Analizi yapabilmek için literatürde yaygın olarak firma değeri belirlemede kullanılan oranlar ile finansal risk oranları hesaplanarak toplam 7 oran hesaplanmıştır. Bu oranlar; firma değeri belirlemede Tobin Q oranı ve PD/DD oranı iken finansal risk ölçmede kredi riski oranı, kur riski oranı, likidite oranı, faiz riski oranı ve sermaye riski oranı olarak belirlenmiştir. Veriler Panel veri analizi STATA programında analiz edilmiştir. Panel veri setinin bazı faydaları bulunmaktadır. Bunlar (Şenol ve Karaca, 2017: 9);

- Panel verilerde birey, firma ve ülkeler farklı olsa bile kontrol sağlanabilmektedir.
- Daha fazla bilgilendirici veri sunmakla birlikte daha fazla sayıda değişken ve değişkenler arasında daha da az eş doğrusallık ile etkinlik yaratmaktadır.
- Panel veri ile yatay kesitle birlikte zaman serisi verileri daha karmaşık, kapsamlı yapılardaki modellerin anlaşılmasına olanak sağlar.

Zaman serisi ve yatay kesit verilerinin birleştirildiği panel veri analizinden ilk olarak; Balestra ve Nerlove (1966), Swamy (1970), Grunfeld ve Griliches (1960), Hildreht (1950), Zellner (1962), Kuh (1959) gibi çalışmalarda söz edilmiştir. Fakat bugünkü uygulamalı anlamda çalışmalar, 1990'lı yıllardan sonra başlamıştır.

*“Zaman boyutuna sahip yatay kesit veriler bir başka ifade ile panel veriler kullanılarak oluşturulan panel veri modelleri yardımıyla ekonomik ilişkilerin tahmin edilmesi yöntemine “panel veri analizi” ismi verilmektedir”* (Tatoğlu, 2018: 3).

Genel olarak panel veri modeli;

$$Y_{it} = a_{it} + \beta_{it}X_{it} + u_{it} \quad i = 1, \dots, N, t = 1, \dots, T \quad (1)$$

ifade edilir.

Formülde; bağımlı değişken: Y, bağımsız değişkenler:  $X_k$ , sabit parametre:  $a$ , eğim parametreleri:  $\beta$ , u hata terimidir. t zamanı i birimleri ifade eder. Parametrelerin ve değişkenlerin hata teriminin i ve t ifadelerini bulundurması, veri setinin panel veri olduğunu ifade etmektedir. Yukarıda yer alan modelde eğim ve sabit parametreleri hem zamana hem de birimlere göre değer almaktadır.

Panel veri analizinin en sade biçimi, modelde bulunan katsayıların tamamı yatay kesit olduğu için sabit tutulur. Söz konusu varsayım (2) numaralı formülde ifade edilmektedir:

$$Y_{it} = \beta_1 + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Yukarıdaki denklemin öngörüsü, bütün bağımsız değişkenlerin, yatay kesitteki birimleri aynı derecede etkilediğidir. Fakat bağımsız değişkenler, bütün birimleri farklı şekilde etkiliyorsa bu denklem yetersizdir. Buradaki temel problem başlama noktasının belirlenmesidir. Başlangıç noktası bütününü için sabit tutulabilir veya sınırlama olmadan her bir yatay kesit için farklı başlangıç noktası belirlenebilir. Başlangıç noktasının belirlenmesinde sabit ve tesadüfi (rassal) etkiler modelleri kullanılmaktadır. Eğer katsayılar zamana göre ve birimlere göre değişiyor ise bu modele sabit etkiler modeli denir (Tatoğlu, 2018: 79). Sabit etkiler modeli aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir:

$$Y_{it} = \beta_1 + \alpha_i + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_k X_{kit} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Yukarıda yer alan denklemde;

$\beta_1$  = bağımlı değişken

$\alpha_i$  = ortalama sabit terim

$X_{it}$  = i kesiti için ortalama sabit terimden farklılık

i = bağımsız değişkenler

t = yatay kesit birimini ve zaman

$\varepsilon_{it}$  = hata terimini ifade etmektedir.

Sabit etkiler modelinin kullanılması hata terimleri ile açıklayıcı değişkenler arasındaki ilişkiye bağlıdır. Sabit etkiler modelinin sapsız tahminicileri vardır. Eğer kesit sayısı az ve gözlem sayısı çok ise yine sabit etkiler modeli kullanılır.

Hata bileşenleri yaklaşımı olarak da bilinen model Tesadüfi (rassal) etkiler modelidir. Model, tüm kesitler için farklı trend değerlerinin olduğu, trend değerlerinin sabit olarak zaman periyodunda yer aldığı ve tanımlayıcı değişkenlerin arasında sürekli olmayan yatay kesit ilişkisinin olduğunu söylemektedir. Tesadüfi etkiler modeli aşağıdaki yer alan formülde ifade edilmiştir (Tatoğlu, 2018: 102).

$$Y_{it} = \beta_1 + \beta_2 X_{1it} + \dots + \beta_k X_{kit} + \alpha_i + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Tesadüfi etkiler modelinde  $\alpha_i$  sabit etkilerdeki gibi elemine edilmemiş açıklayıcı değişkenler ile ilişkisiz olduğu varsayılmıştır. Bu durum aşağıdaki formül gibi ifade edilebilir.

$$Cov(X_{ij}, \alpha_i) = 0 \quad t = 1, 2, \dots, J \quad j = 1, 2, \dots, k \quad (5)$$

Tesadüfi etkiler modeli ayrıca sabit etkiler modelinin varsayımlarını da içerisinde bulundurmaktadır.

#### 4.4. Bulgular

BIST'te işlem gören gıda, yiyecek, içecek ve tütün sektöründe faaliyet gösteren 28 firmanın listesi Tablo 2'de yer almaktadır. Fade Gıda Yatırım Sanayi Ticaret A.Ş., Kervan Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş., Ulusoy A.Ş., Oylum Sınai ve Yatırımlar A.Ş. ve Tazekuru Gıda A.Ş. firmaları, verilerinin eksik olması nedeniyle analize dâhil edilmemiştir. Analiz dönemini kapsayan 2010-2020 yılları arasında faaliyet gösteren ve eksiksiz verilerine ulaşılan 23 firma kullanılmıştır.

**Tablo 2***Firma Listesi*

|    | <b>Firma</b>   | <b>BIST Kodu</b> |
|----|--|------------------|
| 1  | ANADOLU EFES BİRACILIK VE MALT SANAYİİ A.Ş.                    | AEFES            |
| 2  | A.V.O.D. KURUTULMUŞ GIDA VE TARIM ÜRÜNLERİ SANAYİ TİCARET A.Ş. | AVOD             |
| 3  | BANVİT BANDIRMA VİTAMİNLİ YEM SANAYİİ A.Ş.                     | BANVT            |
| 4  | COCA-COLA İÇECEK A.Ş.  | CCOLA            |
| 5  | DARDANEL ÖNENTAŞ GIDA SANAYİ A.Ş.                              | DARDL            |
| 6  | EKİZ KİMYA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.                              | EKIZ             |
| 7  | ERSU MEYVE VE GIDA SANAYİ A.Ş.                                 | ERSU             |
| 8  | FADE GIDA YATIRIM SANAYİ TİCARET A.Ş.                          | FADE             |
| 9  | FRİGO-PAK GIDA MADDELERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.                | FRIGO            |
| 10 | KENT GIDA MADDELERİ SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.                    | KENT             |
| 11 | KEREVİTAŞ GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.                          | KERTV            |
| 12 | KERVAN GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.                             | KRVGD            |
| 13 | KONFRUT GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.                            | KNFRT            |
| 14 | KRİSTAL KOLA VE MEŞRUBAT SANAYİ TİCARET A.Ş.                   | KRSTL            |
| 15 | MERKO GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.                              | MERKO            |
| 16 | OYLUM SINAİ YATIRIMLAR A.Ş.                                    | OYLUM            |
| 17 | PENGUEN GIDA SANAYİ A.Ş.                                       | PENGD            |
| 18 | PINAR ENTEGRE ET VE UN SANAYİİ A.Ş.                            | PETUN            |
| 19 | PINAR SU VE İÇECEK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.                      | PINSU            |
| 20 | PINAR SÜT MAMULLERİ SANAYİİ A.Ş.                               | PNSUT            |
| 21 | SELÇUK GIDA ENDÜSTRİ İHRACAT İTHALAT A.Ş.                      | SELGD            |
| 22 | TAT GIDA SANAYİ A.Ş.   | TATGD            |
| 23 | TAZE KURU GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.                          | TKURU            |
| 24 | TUKAŞ GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.                              | TUKAS            |
| 25 | TÜRK TUBORG BİRA VE MALT SANAYİİ A.Ş.                          | TBORG            |
| 26 | ULUSOY UN SANAYİ VE TİCARET A.Ş.                               | ULUUN            |
| 27 | ÜLKER BİSKÜVİ SANAYİ A.Ş.                                      | ULKER            |
| 28 | VANET GIDA SANAYİ İÇ VE DIŞ TİCARET A.Ş.                       | VANGD            |

Genel olarak literatürde yaygın kullanılan firma değeri belirlemek için iki oran TobinQ ve PD/DD oranı ile finansal risk oranlarından beş tanesi hesaplanmıştır. Analiz kapsamında kullanılan oranlar ve değişkenler Tablo 3’te gösterilmektedir.

Tablo 3

*Oran Hesaplama Yöntemleri*

|                      | <b>Oranlar</b> | <b>Hesaplama Yöntemi</b>  |
|----------------------|----------------|---|
| <b>Firma Değeri</b>  | Tobin Q        | ( Piyasa Değeri + Kısa vadeli yabancı kaynaklar + Uzun vadeli yabancı kaynaklar ) / Toplam Aktif  |
|                      | PD/DD          | Piyasa Değeri / Defter Değeri   |
| <b>Finansal Risk</b> | Kredi Riski    | (Kısa vadeli ticari alacaklar + İlişkili taraflardan alacaklar+ Kısa vadeli diğer alacaklar + İlişkili uzun vadeli alacaklar+ Diğer uzun vadeli alacaklar) / Öz sermaye |
|                      | Kur Riski      | Net yabancı para pozisyonu / Öz Sermaye   |
|                      | Likidite Riski | Kısa vadeli yabancı kaynaklar / Dönen varlıklar   |
|                      | Faiz Riski     | Değişken faizli yükümlülükler / Öz sermaye  |
|                      | Sermaye Riski  | (Yabancı Kaynak Toplamı - Nakit ve Nakit Benzerleri) / (Öz sermaye + Yabancı Kaynaklar toplamı - Nakit ve Nakit Benzerleri)   |

Çalışmada firma değeri oranları bağımlı değişken olarak kullanılırken finansal risk oranları ise bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Bu bağlamda firma değeri ile finansal riskler arasındaki ilişkinin analizi için araştırma kapsamında iki model oluşturulmuştur. Bunlar;

$$\text{Model 1: } TQ_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it} KRED_{it} + \beta_{2it} KUR_{it} + \beta_{3it} LIKIDITE_{it} + \beta_{4it} FAİZ_{it} + \beta_{5it} SERMAYE_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

$$\text{Model 2: } PD/DD_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it} KRED_{it} + \beta_{2it} KUR_{it} + \beta_{3it} LIKIDITE_{it} + \beta_{4it} FAİZ_{it} + \beta_{5it} SERMAYE_{it} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

İki denklemde,  $i = 1, 2, 3, \dots, N$  yatay kesitlerin birimlerini belirtmekte,  $t = 1, 2, 3, \dots, T$  ise zaman boyutunu ifade etmekte,  $\epsilon$  panel hata terimini göstermektedir.

Değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler Tablo 4’te yer almaktadır

Tablo 4

### Tanımlayıcı İstatistikler

| Değişken | N   | Ortalama  | Standart Sapma | Minimum Değer | Maksimum Değer |
|----------|-----|-----------|----------------|---------------|----------------|
| Tobin Q  | 264 | 1.924545  | 4.051026       | -2.46         | 61.58          |
| PDDD     | 264 | 2.311186  | 7.040229       | -39.29        | 96.77          |
| Kredi    | 264 | 0.4686742 | 1.288696       | -8.48         | 10.41          |
| Kur      | 264 | 0.4034783 | 5.91689        | -20.74        | 87.69          |
| Likidite | 264 | 0.9509881 | 1.239484       | 0.10000       | 13.54          |
| Faiz     | 264 | 0.0537154 | 1.054286       | -11.86        | 7.3            |
| Sermaye  | 264 | 0.6339921 | 1.013187       | -1.62         | 9.93           |

Tablo 4 incelendiğinde; firma değeri belirlemede kullanılan Tobin Q oranının 1'den büyük olması firmanın geleceğe ilişkin beklentilerinin pozitif olduğunu göstermektedir. Bu çalışmada ise söz konusu oranın 1.92 olması ayrıca diğer firma değeri belirleme oranı PD/DD'nin ortalama 2.31 olması firmaların piyasadaki değerlerinin nominal değerlerinin üzerinde olduğunu göstermektedir. Finansal risk ölçütleri olarak kullanılan risk oranlarına bakıldığında kredi riskinin ortalama 0.46 olması firmanın var olan öz sermayesinin büyük ölçüde alacaklarla bağladıklarını ve alacak riskliliğinin yüksek olduğu göstermektedir.

Likidite oranının ortalama 0.95 olarak gerçekleşmesi kısa vadeli yükümlülüklerin toplamının döner varlık toplamına yakın olduğunu ve bu durumun likidite riskini arttırdığı görülmüştür. Firmaların kısa vadede yükümlülüklerini yerine getirme gücünün düşük olduğunu ve finansal sıkıntı yaşayabilme durumunu ortaya çıkarmaktadır. Kur riski 0.40 olarak gerçekleşmesi firmaların öz sermayesinde 0.40 oranında net yabancı para pozisyonu olduğu görülmektedir. Firmaların değişken faizli borç kullanımlarının az olması nedeniyle faiz riski düşük çıkmıştır.

Firma değeri ile finansal riskler arasındaki ilişkilerin analiz edilmesinde panel veri analizinden yararlanılmıştır. Birimler ile zaman serilerinden meydana gelen panel veri doğru çıkarım yapabilmek için serinin zamana bağlı ortalamasında ve varyansında değişimler olmamalıdır. Seri hakkında güvenli çıkarım yapabilmek için

durağanlık koşulunun sağlanması gerekir diğer bir deyişle birim kök içermemesi gerekmektedir. Ayrıca yatay kesit bağıllığının da olmaması panel veri analizinin uygunluğu için gereklidir.

Ekonometrik analiz için serilerin durağan olması gerekir. Söz konusu durum için birim kök analizleri yapılmış ve Tablo 5’te sunulmuştur.

Tablo 5

*Birim Kök Testi Sonuçları*

| <b>Değişkenler</b> | <b>Levin, Lin &amp; Chu t*</b> | <b>P</b> |
|--------------------|--------------------------------|----------|
| <b>TobinQ</b>      | -18.5060                       | 0,0000** |
| <b>PP/DD</b>       | -24.2897                       | 0,0000** |
| <b>Kredi</b>       | -23.8331                       | 0,0000** |
| <b>Kur</b>         | -9.8983                        | 0,0000** |
| <b>Likidite</b>    | -10.4995                       | 0,0000** |
| <b>Faiz</b>        | -6.6820                        | 0,0000** |
| <b>Sermaye</b>     | -6.5900                        | 0,0000** |

Olasılık değerleri 0,05 ten küçük olduğu için birim kök içermediği sonucuna ulaşılmıştır. Sonuç olarak modelde durağan olmayan seri yoktur.

Panel veri analizinin güvenilir sonuçlar verebilmesi için temel varsayımlardan biri kullanılan değişkenler arasında yüksek korelasyon olmamalı ve çoklu doğrusal bağlantı bulunmamalıdır. Analizde kullanılan değişkenler arasındaki korelasyon katsayıları ve diğer varsayım çoklu doğrusal bağlantı analizi Tablo 6’da yer almaktadır.

Tablo 6

*Korelasyon Analizi ve Çoklu Doğrusal Bağlantı Analizi*

| <b>Model 1</b>  |                |              |            |                 |             |                |            |
|-----------------|----------------|--------------|------------|-----------------|-------------|----------------|------------|
|                 | <b>Tobin Q</b> | <b>Kredi</b> | <b>Kur</b> | <b>Likidite</b> | <b>Faiz</b> | <b>Sermaye</b> | <b>VIF</b> |
| <b>Tobin Q</b>  | 1              |              |            |                 |             |                |            |
| <b>Kredi</b>    | -0.0316        | 1            |            |                 |             |                | 1.73       |
| <b>Kur</b>      | -0.0085        | 0.1992       | 1          |                 |             |                | 1.72       |
| <b>Likidite</b> | 0.1021         | 0.0141       | 0.0074     | 1               |             |                | 1.49       |
| <b>Faiz</b>     | -0.0174        | 0.5401       | 0.0332     | -0.0266         | 1           |                | 1.43       |
| <b>Sermaye</b>  | 0.1228         | -0.0396      | 0.0100     | 0.6463          | -0.0492     | 1              | 1.05       |
| <b>Model 2</b>  |                |              |            |                 |             |                |            |
|                 | <b>PDDD</b>    | <b>Kredi</b> | <b>Kur</b> | <b>Likidite</b> | <b>Faiz</b> | <b>Sermaye</b> | <b>VIF</b> |
| <b>PDDD</b>     | 1              |              |            |                 |             |                |            |
| <b>Kredi</b>    | 0.2640         | 1            |            |                 |             |                | 1.73       |
| <b>Kur</b>      | 0.0649         | 0.1992       | 1          |                 |             |                | 1.72       |
| <b>Likidite</b> | -0.0513        | 0.0141       | 0.0074     | 1               |             |                | 1.49       |
| <b>Faiz</b>     | 0.3382         | 0.5401       | 0.0332     | -0.0266         | 1           |                | 1.43       |
| <b>Sermaye</b>  | -0.0719        | -0.0396      | 0.0100     | 0.6463          | -0.0492     | 1              | 1.05       |

Modellerin korelasyon ve VIF (Variance Inflation Factor) analizleri incelendiğinde, değişkenler arasındaki en yüksek korelasyon katsayısının 0.6463 olduğu görülmektedir. Korelasyon bir problem teşkil etmemektedir. Bir diğer varsayımda Varyans Şişirme Faktör (VIF) değerleri 1.05 ile 1.73 arasında olduğu tespit edilmiştir (Tatoğlu, 2018:120). Bu durumda modellerde çoklu doğrusal bağlantı

sorunu olmadığı görülmektedir. Her iki analiz sonucuna göre değişkenler arası ilişkilerin analiz için varsayımlara uygun olduğu belirlenmiştir.

Yatay kesit bağımlılık testi yapılmış Tablo 7’de sunulmuştur.

Tablo 7

*Yatay Kesit Bağımlılık Test Sonuçları*

| <b>Model</b>  | <b>Pesaran Test İstatistiği</b> | <b>P</b> |
|---------------|---------------------------------|----------|
| <b>TobinQ</b> | -1.305                          | 0.1918   |
| <b>PP/DD</b>  | 0.753                           | 0.4513   |

Tablo 7 incelendiğinde her iki modelinde yatay kesit bağımlı olmadığı anlaşılmaktadır. Bağımsız değişkenler arasında ilişkinin olmaması panel veri analizinin önemli varsayımlarındandır. Yapılan otokorelasyon analiz sonuçları Tablo 8’de sunulmuştur.

Tablo 8

*Otokorelasyon Test Sonuçları*

| <b>Model</b>  | <b>Wooldridge Test İstatistiği</b> | <b>P</b> |
|---------------|------------------------------------|----------|
| <b>TobinQ</b> | 4.655                              | 0.0484   |
| <b>PP/DD</b>  | 8.952                              | 0.0065   |

Tablo 8 incelendiğinde her iki modelde de otokorelasyon probleminin olduğu görülmektedir. Bu problemin çözümü için her iki modelde bağımlı değişkenlerin gecikmeleri eklenecektir.

Değişen varyans problemi test edilmiş Tablo 9’da sunulmuştur.

Tablo 9

*Değişen Varyans Test Sonuçları*

| Model  | Modified Wald test İstatistiği | P      |
|--------|--------------------------------|--------|
| TobinQ | 0.0063006                      | 0.0000 |
| PP/DD  | 0.0210006                      | 0.0000 |

Tablo 9 incelendiğinde her iki modelde de değişen varyans olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuca göre her iki modelinde hatalarının düzeltilmiş şekil sonuçları, yani robust sonuçları verilecektir.

Tablo 10

*Model 1 Tahmin Sonuçları*

| Bağımlı Değişken     | Tobin Q              |                            |
|----------------------|----------------------|----------------------------|
| Bağımsız Değişkenler | <i>Katsayılar</i>    | <i>Katsayılar (Robust)</i> |
| Kredi                | -0.05060 (0.498)     | -0.050628 (0.112)          |
| Kur                  | 0.00590 (0.641)      | 0.00590 (0.044) **         |
| Likidite             | - 0.37421 (0.000)*** | -0.37421 (0.031)**         |
| Faiz                 | -0.02907 (0.810)     | -0.02907 (0.414)           |
| Sermaye              | 0.37281 (0.000)***   | -0.37281 (0.219)           |
| Sabit                | 1.757141 (0.000)     | 1.757141 (0.000)           |
| R <sup>2</sup>       | 0.9489               | 0.9489                     |
| F istatistiği        | 61.73 [0.0000]       |                            |
| Hausman              | 0.7413               |                            |
| Model                | RE                   |                            |
| Gözlem Sayısı        | 264                  |                            |

**Not:** Tabloda, parantez dışındaki değerler katsayıları, parantez içerisinde verilen değerler ise anlamlılık düzeylerini göstermektedir.

Finansal risklerin firma değerine etkisini tespit etmek amacıyla kullanılan iki modelden birincisi olan Tobin Q modeline ait tahmin sonuçları Tablo 10'da sunulmuştur. Tablo 10 incelendiğinde Tobin Q modelinde robustsuz sonuçlara göre likidite ve sermayenin anlamlı olduğu görülmektedir. Bu durum robust sonuçlarında değişmekte olup sermayenin etkisi anlamsız hale gelirken kur etkisi anlamlı hale gelmiştir. Likidite riski firma değerini negatif etkilerken kur riski pozitif yönde etkilemektedir. F istatistiği olasılık değerinin 0,01 anlamlılık düzeyinde geçerli

olduğu ayrıca bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkendeki değişimlerin açıklama oranı 0.9489 ( $R^2$ ) olarak belirlenmiştir.

Tablo 11

*Model 2 Tahmin Sonuçları*

| <b>Bağımlı Değişken</b>     | <b>PP/DD</b>        |                            |
|-----------------------------|---------------------|----------------------------|
| <b>Bağımsız Değişkenler</b> | <b>Katsayılar</b>   | <b>Katsayılar (Robust)</b> |
| <b>Kredi</b>                | 0.65165 (0.000)***  | 0.65165 (0.010)**          |
| <b>Kur</b>                  | -0.39052 (0.000)*** | -0.39052 (0.000)***        |
| <b>Likidite</b>             | -0.17286(0.265)     | -0.17286 (0.210)           |
| <b>Faiz</b>                 | 0.41024(0.060)*     | 0.41024 (0.319)            |
| <b>Sermaye</b>              | 0.00594 (0.973)     | 0.00594 (0.958)            |
| <b>Sabit</b>                | 1.6883 (0.000)      | 1.6883 (0.000)             |
| <b>R<sup>2</sup></b>        | 0.9188              | 0.9188                     |
| <b>F istatistiği</b>        | 37.95 [0.0000]      |                            |
| <b>Hausman</b>              | 0.2986              |                            |
| <b>Model</b>                | RE                  |                            |
| <b>Gözlem Sayısı</b>        | 264                 |                            |

**Not:** Tabloda, parantez dışındaki değerler katsayıları, parantez içerisinde verilen değerler ise anlamlılık düzeylerini göstermektedir.

Model 2’de firma değeri için Piyasa değeri/Defter değeri (PP/DD) oranı bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Robustsuz sonuçlara göre PD/DD değerini kredi ve kur riski % 1 düzeyinde etkilerken faiz riski %10 düzeyinde etkilemektedir. Kur riski negative yönde etkilerken kredi ve faiz riski pozitif yönde etkilemektedir. Robustlu sonuçlara göre faiz riskinin etkisi kaybolmakta kredi ve kur riskinin etkisi aynı yönde devam etmektedir. F istatistiği olasılık değerinin 0,01 anlamlılık düzeyinde geçerli olduğu ayrıca bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkendeki değişimlerin açıklama oranı 0.9188 ( $R^2$ ) olarak belirlenmiştir.

## SONUÇ VE ÖNERİLER

Çalışmada; payları BIST'te işlem gören gıda sektöründeki işletmelerin 2010-2020 dönemlerini kapsayan finansal verilerinden yararlanılarak firma değeri ve finansal riskler arasındaki ilişkinin incelenmesi amacıyla, firmaların firma değerleri ve finansal riskleri belirlenmiştir. Bu amaç doğrultusunda, firma değeri için Tobin Q ve PD/DD oranı hesaplanmıştır. Finansal riskler olarak kredi riski, kur riski, likidite riski, faiz oranı riski ve sermaye riski hesaplanmıştır. Bu ilişkinin analiz edilebilmesi için Stata programı yardımıyla panel veri analizi yapılmıştır. Analizde çoklu doğrusal bağlantı, otokorelasyon ve varsayımlar test edilmiştir. Sonuç olarak değişkenlerin zaman serilerinde çoklu doğrusal bağlantı sorunu olmadığı ve VIF değerlerinin analiz yapmada uygun olduğu gözlemlenmiştir.

Model 1, Tobin Q modelinde robustuz sonuçlara göre likitide ve sermayenin anlamlı olduğu görülmektedir. Bu durum robust sonuçlarında değişmekte olup sermayenin etkisi anlamsız hale gelirken kur etkisi anlamlı hale gelmiştir. Likidite riski firma değerini negatif etkilerken kur riski pozitif yönde etkilemektedir. F istatistiği olasılık değerinin 0,01 anlamlılık düzeyinde geçerli olduğu ayrıca bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkendeki değişimlerin açıklama oranı 0.9489 ( $R^2$ ) olarak belirlenmiş olup anlamlı bir sonuca ulaşılmıştır.

Model 2, PD/DD modelinde robustuz sonuçlara göre PD/DD değerini kredi ve kur riski % 1 düzeyinde etkilerken faiz riski %10 düzeyinde etkilemektedir. Kur riski negatif yönde etkilerken kredi ve faiz riski pozitif yönde etkilemektedir. Robustlu sonuçlara göre faiz riskinin etkisi kaybolmakta kredi ve kur riskinin etkisi aynı yönde devam etmektedir. F istatistiği olasılık değerinin 0,01 anlamlılık düzeyinde geçerli olduğu ayrıca bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkendeki değişimlerin açıklama oranı 0.9188 ( $R^2$ ) olarak belirlenmiş olup anlamlı bir sonuca ulaşılmıştır.

Sonuç olarak; Tobin Q modelinde kur riskinde meydana gelen bir birimlik değişim firma değerini negatif yönde yaklaşık 0.0059 oranında etkilemektedir. Likidite değişkeninde meydana gelen her bir birimlik değişim Tobin Q değerini negatif yönde 0.374 oranında etkilemektedir. PD/DD modelinde ise kredi değişkenindeki bir birimlik değişim 0.6516 oranında etkilerken, kur değişkeninde meydana gelen bir birimlik değişim PD/DD değerini negatif yönde 0.3905 oranında

etkilemektedir. Yatırımcılar çalışmada kullanılan şirketlere yatırım yapmadan önce söz konusu risk değişkenlerini göz önünde bulundurmalıdır.

Çalışmamızda elde ettiğimiz sonuçlar ile literatürde yer alan çalışmalar karşılaştırıldığında, Aslan (2019) yaptığı çalışmada karlılık, likidite ve Tobin Q oranlarının firma değeri üzerinde etkisi olduğu sonucuna ulaşmıştır. Bizim çalışmamızda da likidite firma değeri üzerinde anlamlı sonuçlanmıştır.

Şenol ve Karaca (2017), yapmış oldukları çalışmada analiz sonuçlarına göre, kaldıraç oranı ve kredi riskleri ile firma değeri arasında pozitif yönlü ilişki bulunurken bizim çalışmamızda da kredi riski anlamlı olarak sonuçlanmıştır. Yine Şenol ve Karaca (2017) kur riski ve likidite riski ile firma değeri arasında negatif yönlü ilişki olduğu sonucuna ulaşmış olup, kur riski ve likidite riski ile PD/DD modeline göre firma değeri arasındaki negatif yönlü ilişki iki çalışmada da aynı sonuçlanmıştır. Tobin Q modeline göre ise kur riski negatif sonuçlanmıştır.

Binici (2017) yaptığı çalışmasında sektörlerin finansal risk yönetiminin firma değeri üzerinde anlamlı etkisi olduğu görülmüştür. Binici (2017) sermaye riskinin pozitif yönlü bulmuş olup bizim çalışmamızda sermaye riskinin anlamlı bir etkisi bulunmamıştır. Likidite riskiyle firma değeri arasında negatif yönlü ilişki bulunmakta olup iki çalışmada da aynı sonuca varılmıştır.

Uğur (2011), çalışmasında işletmelerin finansal risk yönetimleriyle firma değeri arasındaki ilişkiyi incelemiş bulduğu sonuçlar çalışmamızla aynı yönde bulunmuştur. Sermaye değişkeni hem Uğur (2011) çalışmasında hem bu çalışmada anlamsız bulunmuştur.

Günümüzde firmaların amacının kar maksimizasyonu olması anlayışının yerini firma değeri maksimizasyonu almıştır. Dolayısıyla firmalar varlıklarını sürdürebilmek, rekabet gücünü elinde tutmak için firma değerini maksimize etme amacını önemsemelidir. Finansal riskler firma değeri üzerinde olumlu ya da olumsuz bir çok etkiye sahiptir. Amacı, firma değerini maksimize etmek olan şirketler, karlılığı ve rekabet gücünü olumsuz şekilde etkileyen finansal risklerinin etkisini azaltmalıdır. İyi şekilde yönetilen finansal riskler firmaya katkı sağlayacaktır. Firmaların çalışma koşulları birbirlerinden farklı olduğu için firmalar faaliyet gösterdikleri ekonomi ve sektörlere özgü finansal risklerini doğru bir şekilde belirlemeli ve kapsamlı bir şekilde inceleyerek gerekli önlemleri almalıdır.

Çalışmada kullanılan ölçütler finansal riskleri kapsamaktadır. Fakat işletmelerin içerisinde bulunduğu ekonomi ve sektörde karşılaşılabileceği çok farklı

risk grupları da yer almaktadır. Analiz kapsamı, finansal risklerle diğer risk gruplarının da analize dâhil edilmesiyle genişletilebilir.



## KAYNAKÇA

- Aksu, D. (2016). "İmalat Sektöründe Kur Riskinin Birincil ve İkincil Etkileri ve Kur Riskine Karşı Çözüm Önerileri". Muhasebe ve Finansman Dergisi (71), 149-164.
- Altay, E. (2015). *Bankacılıkta Risk*. İstanbul: Derin Yayınları.
- Al-Thani, F., & Merna, T. (2000). *Corporate Risk Management 2nd Edition*. Canada: Wiley Publishing.
- Altuner, Ö. R. (2019). *Kurumsal Risk Yönetiminin İç Denetime Olan Etkisi: hizmet Sektöründe Vaka Çalışması*. İstanbul: Bahçeşehir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Anbar, A., & Eker, M. (2012). *Bireysel Yatırımcıların Finansal Risk Algılamalarını Etkileyen Demografik ve Sosyoekonomik Faktörler*. Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi , 130.
- Aslan, İ. (2019). *Finansal Performansın Firma Değeri Üzerine Etkisi Bist'te Gıda Sektörü Üzerine Amprik Bir Çalışma*. Gaziantep: Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Bansal, A., Kauffman, J. R., Mark, M. R., & Peters, E. (1991). *Financial Risk and Financial Risk Management Technology (RMT): Issues and Advantages*. New York: New York University.
- Bilge, G. (2011). *Bankalar Açısından Risk Yönetiminin Önemi ve BASEL-II sürecinin Risk Yönetimi Üzerindeki Etkileri*. Isparta: Süleyman Demirel Üniversitesi.
- Binici, Ö. (2017). *Finansal Risk Yönetiminin Firma Değeri Üzerine Etkileri: Bist Sınai Ve Alt Sektörlerinde Bir Uygulama*. Erzurum: Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Can, R. (2019). *Birleşme Ve Satın Almalarda Yönetici Aşırı Güveninin Firma Değeri Üzerindeki Etkisi*. Niğde: Niğde Ömer Halis Demir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Candoğan, M. A., & Altan, M. (2014). Bankaların Finansal Performanslarının Değerlendirilmesinde Geleneksel ve Gri İlişki Analizi: Katılım Bankalarında Karşılaştırmalı Bir Uygulama. *Selçuk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi ve Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 374-396.
- Ceylan, Ali, Turhan Korkmaz. (1998). *Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi*. (3. Baskı). Bursa: Ekin Kitabevi Yayınları.
- Çam, A. (2014). Politik Riskin Firma Değeri İle İlişkisi: İMKB'ye Kayıtlı Firmalar Üzerinde Bir Uygulama, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 109-122.

- Çokgör, O. (2016). *Risk Yönetimi*. Ankara: TMMOB Makine Mühendisleri Odası, Risk Yönetimi Bilgilendirme Seminer.
- Dalbudak, İ. Z. (2014). *Portföy Riskinin Ölçülmesine İstatistiksel Bir Yaklaşım: Riske Maruz Değer Analizi ve Farklı Portföyler Üzerine Uygulama*. Eskişehir: Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Demirkol, İsmet (2007). Entellektüel Sermayenin Firma Değerine Etkisi ve İMKB’de Sektörel Uygulamalar (1. Baskı). Sermaye Piyasası Kurulu. Ankara.
- Emhan, A. (2009). Yönetim Süreci ve Risk Yönetiminde Kullanılan Teknikler. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 209-220.
- Ercan, M. K., M. B. Öztürk, İ. Küçükkaplan, E. S. Başçı Ve K. Demirgüneş (2006), Firma Değerlemesi: Banka Uygulaması, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Erdoğan, N. (1995). *Uluslararası İşletmelerde Mali Risk ve Yönetimi ve Çağdaş Finansman Teknikleri*. Ankara: Kent Matbaacılık.
- Evin, K. (2014). *İşletmelerde Finansal Risk Yönetimi Ve İmkb İşlem Gören Çimento Şirketine Yönelik Bir Uygulama*. İstanbul: Okan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Hacıhasanoğlu, Erk (2003), Menkul Kıymet Piyasalarında Volatilitenin Modellenmesi: İMKB İçin Bir Deneme, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No: 139, Ankara.
- Hull, R. M. (1999). Leverage Ratios, Industry Norms and Stock Price Reaction: An Empirical Investigation of Stock For Debt Transactions. *Financial Management*, 32-45.
- İbiş, A. (2015). *İşletmelerde Risk Yönetimi ve Türev Ürünlerin Kullanımı Üzerine BİST’de Bir Uygulama*. Balıkesir: Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- İleri, Ş.F., (2016). *Nakit Kar Payı Ödemesinin Firma Değeri Üzerine Etkisi: Türkiye’de Otomotiv Sektörü Üzerine Bir Uygulama*. Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Korkmaz, Ö., Dilmaç, M. (2018). Firma Piyasa Değerini Etkileyen Finansal Faktörler: Banka Ve Sigorta İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 179-201.
- Köksal, A. G. (2013). 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Kapsamında Risklerin Tespiti ve Yönetilmesine İlişkin Bağımsız Denetçinin Sorumluluğu. *Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 307-325.
- Moles, P. (2016). *Financial Risk Management Sources of Financial Risk and Risk Assessment. (1st Edition)*. Edinburg: Edinburg University.
- Myers, S. C., & Majkef, N. S. (1984). *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information the Investors Do Not Have*. Cambridge: National Bureau of Economic Research.

- Oymak, O. (2009). *Firma Değerlemesi ve Bankacılık Uygulaması*. İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Özsoy, A. (2019). *Kurumsal Yönetişim Ve Firma Değeri Etkileşimi: BIST İmalat Sektöründe Bir Uygulama*. Kayseri: Nuh Naci Yazgan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Özdemir, Emre “Türk Sermaye Piyasasında Menkul Değerler Analizi ve Piyasa Zamanlaması Etkinliğinin Ölçülmesi” (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Atılım Üniversitesi SBE, 2007).
- Öztürk, B. M., Şahin, E. E., & Aktan, C. (2016). Relationship Between Financial Risk and Business Risk With Firm Values in the Logistics Industry: An Analysis on Bricks-T Countries. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 532-547.
- Perez - Gonzalez, F., & Yun, H. (2010). Risk Management and Firm Value: Evidence From Weather Derivaties. *The Journal of Finance*.
- Rose, P. S., Hudgins, S. C. (2008). *Bank Management & Financial Services*. Singapore: McGraw-Hill/Irwin.
- Quon, K. T., Zeghala, D., & Maingota, M. (2012). Enterprise Risk Management and Firm Performance. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 263-267.
- Sayılgan, G. (1995). *Finansal Risk Yönetimi*. Ankara: Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi.
- Sevil, G. Başar M. Ve Coşku, M. (2013). *Finansal Yönetim-II*. Editör: Nurhan Aydın. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi.
- Şenol, Z., & Karaca, S. S. (2017). Finansal Risklerin Firma Değeri Üzerine Etkisi: BIST Örneği. *Gazi İktisat ve İşletme Dergisi*, 1-18.
- Tanrıöven, C., & Aksoy, E. E. (2011). Sistemik Riskin Belirleyicileri: İMKB’de Sektörel Karşılaştırma. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 119-138.
- Uğur, S. (2011). *Finansal Risk Yönetiminin Firma Değeri Üzerine Etkileri*. İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Usta, Ö. (2008). *İşletme Finansı Ve Finansal Yönetim*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Usta, Ö., & Demirelli, E. (2010). Risk Bileşenleri Analizi: İMKB’de Bir Uygulama. *Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 25-36.
- Vergili, G. (2019). *Sosyal Medya Ağ Firmalarının Değerlemesi: Twitter Uygulaması*. Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Yaldız, B. (2019). *Nakit Temettü Ödemelerinin Firma Değeri Üzerine Etkilerinin Panel Veri Yöntemi İle Analizi Bist 30 Üzerine Bir Uygulama (2007-2017)*. Sivas: Sivas Cumhuriyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Yang, S., Ishtiaq, M., & Anwa, M. (2018). Enterprise Risk Management Practices and Firm Performance, the Mediating Role of Competitive Advantage and the Moderating Role of Financial Literacy. *Journal of Risk Financial Management*, 1-17.

- Yılmaz, H. (2015). *Firmalarda Sermaye Yapısının Firma Değeri Ve Performansı Üzerindeki Etkisi*. Sivas: Cumhuriyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Yücel, Tülay, Evrim Mandacı, Gülizar Kurt. (2007). İşletmelerin Finansal Risk Yönetimi Ve Türev Ürün Kullanımı: İMKB 100 Endeksinde Yer Alan İşletmelerde Bir Uygulama. *Muhasebe Ve Finansman Dergisi*. Sayı: 36. s.



