

FAALİYET RİSKİ VE FİNANSAL RİSKİN YATIRIMCI KARARLARI ÜZERİNE ETKİSİ

Çağatay MİRGEN¹

Özet

Bu çalışma, faaliyet ve finansal risk faktörlerinin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkilerini araştırmaktadır. Yatırımcıların kararlarını etkileyen çeşitli unsurlar arasında ekonomik göstergeler, şirket performansları ve piyasa trendleri bulunmaktadır. Hisse senedi risk barındıran bir yatırım aracı olması nedeniyle yatırımcıların bu risklere göre yatırım kararı vermesi yatırımdan elde edecekleri getiriler üzerinde de etkili olacaktır. Risk kavramı, sistematik ve sistematik olmayan riskler olarak ikiye ayrılmaktadır. Sistematik riskler, makroekonomik faktörlerden kaynaklanırken, sistematik olmayan riskler işletme düzeyindeki yönetim, faaliyet ve finansal riskleri içermektedir. Bu nedenle işletme tarafından sistematik olmayan risklerden kaynaklanacak olumsuzlukların önüne geçilmesi sağlanabilmektedir. Bu bağlamda, bu çalışma hisse senedi fiyatlarını etkileyen faaliyet ve finansal risk faktörlerini ele almakta ve yatırımcıların daha bilinçli ve etkili kararlar almalarına yardımcı olmayı amaçlamaktadır. Panel veri analizi ile 2000-2023 yılları arasındaki 96 çeyreklik dönemi kapsayan analiz sonuçlarına göre hisse senedi fiyatlarını etkileyen değişkenlerin; ROIC, FAVÖK/Aktifler, Aktif Kârlılık, Aktif Devir Hızı, Dönen Varlık Devir Hızı, MDV Devir Hızı, Nakit Döndürme Süresi, Stok Devir Süresi, Esas Faaliyet Gideri /Net Satışlar olduğu saptanmıştır. Bu kapsamda faaliyet riski göstergesi olarak belirlenen değişkenlerin büyük çoğunluğunun hisse senedi fiyatlarını istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde etkilediği fakat finansal risk göstergesi olarak seçilen değişkenlerin anlamlı bir etkisinin olmadığı tespit edilmiştir. Çalışmanın bulguları, yatırımcıların riskleri en aza indirmeleri ve portföylerini çeşitlendirmeleri için önemli bilgiler sunmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Sistematik Olmayan Riskler, Faaliyet Riski, Finansal Risk

Jel Kodları: F65, G11, G32, C33

¹ Dr. Öğr. Üyesi, Milli Savunma Üniversitesi, Kara Astsubay Meslek Yüksekokulu, İşletme Yönetimi Bölümü, cmirgen@msu.edu.tr, ORCID: 0000-0002-0970-0121.

IMPACT OF OPERATIONAL RISK AND FINANCIAL RISK ON INVESTOR DECISIONS

Çağatay MİRGEN²

Abstract

This study investigates the effects of activity and financial risk factors on stock prices. Various factors affecting investors' decisions include economic indicators, company performance and market trends. Since stocks are an investment instrument that involves risks, investors' investment decisions according to these risks will also have an impact on the returns they will obtain from the investment. The concept of risk is divided into two as systematic and unsystematic risks. While systematic risks arise from macroeconomic factors, unsystematic risks include management, operational and financial risks at the enterprise level. For this reason, the enterprise can prevent the negativities that may arise from unsystematic risks. In this context, this study addresses the activity and financial risk factors affecting stock prices and aims to help investors make more conscious and effective decisions. According to the analysis results covering the 96 quarter period between 2000-2023 with panel data analysis, the variables affecting stock prices are; ROIC, EBITDA/Assets, Return on Assets, Asset Turnover, Current Asset Turnover, Fixed Asset Turnover, Cash Conversion Cycle, Inventory Turnover Cycle, Operating Expense/Net Sales were found. In this context, it was found that the majority of the variables determined as operational risk indicators affected stock prices statistically significantly, but the variables selected as financial risk indicators did not have a significant effect. The findings of the study provide important information for investors to minimize risks and diversify their portfolios.

Key Words: Unsystematic Risks, Operational Risk, Financial Risk.

Jel Codes: F65, G11, G32, C33

² Department of Business Administration, National Defence University, e-mail: cmirgen@msu.edu.tr, ORCID: 0000-0002-0970-0121.

GİRİŞ

Hisse senedi piyasaları, yatırımcı kararlarının etkisi altında dinamik bir yapıya sahiptir. Yatırımcıların aldığı kararlar, hisse senedi fiyatlarının dalgalanmasına doğrudan etki etmektedir. Yatırımcıların kararları, genellikle ekonomik göstergeler, şirket performansları, piyasa trendleri ve psikolojik faktörlerden etkilenmekte ve hisse senedi fiyatlarını yukarı ya da aşağı yönde hareket ettirebilmektedir. Örneğin, güçlü bir ekonomik büyüme beklentisi, yatırımcıların daha fazla risk almasına ve hisse senetlerine olan talebin artmasına neden olabilmektedir. Bunun sonucunda, hisse senedi fiyatları yükselmektedir (Bodie, Kane ve Marcus, 2014). Yatırımcı davranışları üzerinde yapılan çalışmalar, yatırımcıların bazen rasyonel olmayan kararlar alabildiğini de göstermektedir. Kahneman ve Tversky'nin (1979) öne sürdüğü "Beklenti Teorisi", yatırımcıların risk algılamalarının kazanç ve kayıp durumlarında farklılaştığını ve bu durumun yatırım kararlarını etkilediğini belirtmektedir. Bu teoriye göre, yatırımcılar potansiyel kazançlardan ziyade kayıplardan daha fazla etkilenmektedir ve bu durum, hisse senedi fiyatlarında volatiliteye yol açmaktadır. Bir başka önemli faktör, yatırımcı duyarlılığıdır. Baker ve Wurgler (2006), yatırımcı duyarlılığının hisse senedi getirileri üzerinde önemli bir etkisi olduğunu öne sürmüştür. Yüksek yatırımcı duyarlılığı dönemlerinde, hisse senedi fiyatlarının piyasa temellerinden sapma eğiliminde olduğunu ve bunun da fiyat balonlarına yol açabileceğini belirtmişlerdir. Bu balonlar, nihayetinde patladığında ise büyük fiyat düzeltmelerine sebep olmaktadır. Sermaye piyasalarının geliştiği ülkelerde; işletmelerin başına başarılı profesyonel yöneticilerin getirilmesi de, hisse senedi fiyatları üzerinde olumlu etkileri olduğu gözlenmiştir. İşletmenin finansal başarısı, işletme verimliliği, kârlılığı gibi bazı performans kriterlerinde iyi sonuçlara ulaşılması yönetimin niteliğiyle yakından ilgili olmaktadır (Sayılğan, 2017: 589). Şirketlerin finansal performansları da yatırımcı kararları üzerinde belirleyici bir rol oynamaktadır. Şirketlerin kârlılık oranları, büyüme potansiyelleri ve finansal sağlıkları gibi faktörler, yatırımcıların yatırım kararlarını etkilemektedir. Özellikle yüksek kârlılık oranlarına sahip şirketlerin hisse senetleri, yatırımcılar tarafından daha

çok tercih edilmektedir. Bu da hisse senedi fiyatlarının yükselmesine neden olmaktadır (Ross, Westerfield ve Jaffe, 2013).

Finansal piyasalarda risk kavramı, yatırımcıların kararlarını etkileyen önemli faktörlerden biridir. Risk, genellikle sistematik ve sistematik olmayan risk olarak iki ana kategoriye ayrılmaktadır. Sistematik risk, piyasanın genelini etkileyen ve çeşitlendirme yoluyla azaltılamayan risk türüdür. Bu tür riskler, ekonomik durgunluk, enflasyon, faiz oranlarındaki değişimler, siyasi olaylar ve doğal afetler gibi makroekonomik faktörlerden kaynaklanmaktadır. Sistematik riskler, piyasanın genel performansını etkilediği için tüm yatırım araçlarını benzer şekilde etkilemektedir (Muiruri, 2014). Sistematik olmayan risk her işletmenin kendi özellikleri nedeniyle karşılaşılan risk çeşitleridir. Bunlar; yönetim riski, faaliyet (işletme) riski, finansman riskinden oluşmaktadır (Sayılğan, 2017: 588). Ayrıca sektör (endüstri) riskide bu gruba dahil edilebilmektedir. Sistematik ve sistematik olmayan risklerin her ikisi de yatırım kararlarını önemli ölçüde etkilemektedir. Sistematik riskler, piyasa geneline yayıldığı için daha geniş kapsamlı önlemler gerektirirken, sistematik olmayan riskler, spesifik ve hedefe yönelik stratejilerle yönetilebilmektedir. Yatırımcılar, portföylerini oluştururken bu iki risk türünü de göz önünde bulundurmalı ve risk yönetimi stratejilerini buna göre şekillendirmelidirler (Heidarpoor ve Shahriyar, 2015). Sistematik riskler, küresel veya ulusal ekonomik değişimlerden kaynaklanması nedeniyle öngörülmesi zordur. Yatırımcılar, sistematik riskleri azaltmak için genellikle makroekonomik verileri analiz etmekte, piyasa trendlerini takip etmekte ve ekonomik haberleri sürekli izlemektedirler (Heydari, Xiaohu, Lai ve Yuxi, 2020). Örneğin, faiz oranlarının yükselmesi, genellikle hisse senedi piyasalarında düşüslere yol açmaktadır, çünkü yatırımcılar daha güvenli limanlara yönelmeyi tercih etmektedir. Sistematik olmayan risklerin yönetiminde ise, şirketlerin finansal performanslarını, yönetim yapısını ve sektör dinamiklerini dikkatle incelemek önem arz etmektedir (Karakostas ve Tessaromatis, 2006).

Sonuç olarak, yatırımcı kararları ile hisse senedi fiyatları arasında güçlü ve dinamik bir ilişki bulunmaktadır. Ekonomik göstergeler ve şirket performansları gibi faktörleri içeren sistematik ve sistematik olmayan riskler ile yatırımcı

psikolojisi ve duyarlılığı yatırımcıların kararlarını şekillendirerek hisse senedi fiyatlarını doğrudan etkilemektedir. Hisse senetlerinin riskli bir yatırım aracı olması nedeniyle yatırımcılar karşılaştıkları riskleri ortadan kaldırmak veya en az düzeye indirmek amacıyla hisse senetlerini etkileyen faktörleri bilmeleri de önem arz etmektedir. Çünkü yatırımcılar yatırım kararı alırken hisse senetlerinin getiri ve riskini dikkate almaktadırlar. Hisse senedi fiyatlarını etkileyen risklerin tespit edilmesi yatırımdan elde edilecek getiriyi de etkileyecektir. Bu kapsamda çalışmanın amacı bu risk unsurlarından faaliyet riski ve finansal risk faktörlerinin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisinin araştırılmasıdır.

1. Literatür Taraması

İşletme yöneticileri, yatırımcılar ve birçok kurum tarafından hisse senedi piyasaları yakından takip edilmektedir. Gelişen hisse senedi piyasası ile işlem hacimlerinin artması, hisse senedi fiyatlarının artmasına, şirketlerin piyasa değerlerinin yükselmesine ve yatırımcılar için kazanç imkanı sağlamaktadır (Şenol vd., 2018:119). Bu kapsamda literatürde hisse senedi fiyatı üzerine etki eden değişkenleri ele alan ve bu çalışma kapsamındaki değişkenleri içeren çalışmalar araştırılmıştır. İlgili literatüre ait bilgiler aşağıda sırasıyla açıklanmaktadır.

Ahmetoğulları (2024), bankacılık sektörü üzerine gerçekleştirdiği çalışmasında hisse senedi fiyatlarını etkileyen finansal göstergeleri 2009-2023 yıllarındaki çeyrek dönemlerde ARDL yöntemi ile araştırmıştır. Çalışma kapsamında katılım ve geleneksel bankacılığı temsilen İş bankası ve Albaraka Türk Bankası'nı seçmiştir. İlgili iki banka için yapılan analizler sonucunda hisse senedi fiyatına etki eden unsur olarak İş Bankası için net kâr ve Albaraka Türk Bankası için öz sermaye kârlılığını tespit etmiştir.

Adıgüzel (2023), enerji sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin hisse senedine etki eden mikroekonomik ve makroekonomik faktörleri tespit etmek amacıyla 2002-2021 yılları arasındaki çeyrek dönemlik veri seti ile panel veri analizi gerçekleştirmiştir. Mikroekonomik faktörler için finansal yapı oranları, faaliyet oranları, kârlılık oranları, borsa performans ve likidite oranlarından

yararlanmıştır. Özkaynak kârlılığı, kısa vadeli borç/toplam borç ve PD/DD (piyasa değeri/defter değeri)'nin hisse senedi fiyatları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkileri olduğunu ortaya koymuştur.

Sukesti vd. (2021), çalışmalarında borç öz sermaye oranı, net kâr marjı ve büyüklüğün hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi incelenmiş olup, şirket performansını aktif kârlılık oranı (ROA) ile ölçmüşlerdir. Örneklem olarak 2014-2018 döneminde Endonezya Borsası'nda (IDX) işlem gören 136 üretim şirketini dikkate almışlardır. Sonuçlar, borç öz sermaye oranı, net kâr marjı ve ROA'nın hisse senedi fiyatı üzerinde önemli bir pozitif etkiye sahip olduğunu fakat büyüklük ile hisse senedi fiyatı arasında anlamlı bir ilişki tespit edilemediğini belirtmişlerdir.

Yılmaz ve Kale (2021), hisse senedi getirilerini etkileyen işletme içi ve dışı faktörleri tespit etmek amacıyla 2005-2019 yılları arasında çeyreklik dönemi kapsayan veri seti ile Panel Doğrusal Olmayan Gecikmesi Dağıtılmış Otoregresif Model'i kurgulamıştır. BIST imalat sanayindeki 103 işletme için hisse senedi getirileri ile toplam borç oranı, cari oran, nakit döngüsü, öz sermaye kârlılığı ve sanayi üretim endeksini kullanmışlardır. Öz sermaye kârlılığı ile hisse senedi getirileri arasında uzun dönemde asimetrik bir ilişki olduğu tespit etmişlerdir.

Şenol vd. (2018), Borsa İstanbul (BIST) bünyesinde, 2010-2017 yıllarında çeyreklik dönemlerde, Metal Eşya, Makine ve Gereç Bakımı sektöründe kesintisiz faaliyette bulunan ve verilerine ulaşılabilen 23 firmanın verileri kullanılarak dinamik panel veri analizi uygulamışlardır. Çalışmada aktif kârlılık oranı, cari oran ve kaldıraç oranının hisse senetleri fiyatlarını pozitif yönde etkilediğini ortaya koymuşlardır.

Dizgil (2017) çalışmasında hisse senedi fiyatlarını etkileyen işletme düzeyindeki faktörleri araştırmıştır. BIST/KOBİ sanayi endeksinde yer alan işletmeler için panel veri analizi gerçekleştirmiştir. Hisse senedi fiyatlarının bağımlı değişken ve kaldıraç oranı, karlılık oranları, likidite oranları, faaliyet oranları ise bağımsız değişkenler olarak ele aldığı çalışmasındaki analiz sonuçlarına göre alacak devir hızı, stok devir hızı, PD/DD, cari oran, hisse başına

kâr, kısa vadeli borçların hisse senedi fiyatları üzerinde anlamlı etkilerini tespit etmiştir.

Sharif vd. (2015), finans piyasasında hisse senedi fiyatlarını etkileyen ana belirleyicileri 2006-2010 dönemi için tespit etmek amacıyla gerçekleştirdikleri çalışmalarında Bahreyn borsasında listelenen 41 şirkete panel veri analizi uygulamışlardır. Öz sermaye getirisi, hisse başına defter değeri, hisse başına kazanç, hisse başına temettü, temettü getirisi, fiyat kazanç oranı, toplam borç/varlıklar ve şirket büyüklüğü tarafından kontrol edilen sekiz şirkete özgü değişken, ilgili pazardaki hisse senedi piyasa fiyatı üzerindeki etkilerini ortaya koymaya çalışmışlardır. Sonuç olarak, öz sermaye getirisi, hisse başına defter değeri, hisse başına temettü, temettü getirisi, fiyat kazanç oranı ve şirket büyüklüğü değişkenlerinin Bahreyn pazarındaki hisse senedi fiyatlarının önemli belirleyicileri olduğunu tespit etmişlerdir.

İncelenen literatür için hisse senedi fiyatlarına etki eden faktörler özetlenecek olursa; Ahmetoğulları (2024), net kâr, öz sermaye kârlılığının önemli olduğunu Adıgüzel (2023), özkaynak kârlılığı, kısa vadeli borç/toplam borç ve PD/DD'nin önemli olduğunu, Sukesti vd. (2021) ise borç/öz sermaye oranı, net kâr marjı ve ROA'nın pozitif etkisi üzerinde durmuşlardır. Şenol vd. (2018) ise, aktif kârlılık oranı, cari oran ve kaldıraç oranının hisse senetleri fiyatlarını pozitif yönde etkilediğini ortaya koymuşlardır. Son olarak, literatürde yer alan çalışmalar, çeşitli sektörlerde ve farklı dönemlerde yapılan analizlerle desteklenmektedir.

2. Veri Seti ve Metodoloji

Bu çalışma, Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlere ait faaliyet riski ve finansal risk faktörlerinin hisse senedi fiyatlarına etkisini incelemektedir. Yatırımcıların almış olduğu kararlar doğrultusunda hisse senedi fiyatları artış veya azalış göstermektedir. Bu nedenle bağımlı değişken olarak hisse senedi fiyatları seçilmiştir. Sistemik olmayan risklerden yönetim riskinin diğer iki riske göre (faaliyet ve finansal) ölçülmesi daha zordur. Her ne kadar işletme kârlılığı yönetimin bir başarı göstergesi olsa da kârlılığa ait değişkenlerin faaliyet

riski olarak değerlendirilmesinin daha uygun olduğu düşünülmektedir. Yönetici özellikleri, yönetim kadrosunun deneyimi veya uzmanlığı, yönetim kurulu yapısı ve bağımsızlığı, yönetim ekibinin hisse senedi sahipliği, iç kontrol ve risk yönetimi uygulamaları, yönetici eğitim programları gibi faktörler yönetim başarısını göstermede daha uygun birer değişken olabilecektir. Fakat ilgili değişkenlere ulaşım kısıtlı veya mümkün olmayabilmektedir. Bu nedenle çalışmaya yönetim riski dahil edilememiştir. Bu bağlamda çalışma kısıtlarından biri yönetim riskine ait değişkenlerin eklenememesi olarak ifade edilebilir. Çalışma kapsamında Borsa İstanbul'da işlem gören 561 şirket incelenmiştir. Fakat yeni veya yakın zamanda halka arz olmuş şirketlerin bulunması veya incelenen değişkenlere ait verilerin devamlılık arz etmemesi nedeniyle analiz için zaman ve veri bakımından eksiksiz olan 21 şirket dikkate alınmıştır. Faaliyet riskini ölçmek için faaliyet oranları ve finansal riski ölçmek içinse finansal yapı oranlarından yararlanılmıştır. Analiz kapsamında kullanılan şirketlere ait hisse senedi kodu ve şirket adına ait bilgiler aşağıdaki Tablo 1'de verilmiştir.

Tablo 1: Analiz Kapsamında Kullanılan Şirketler

Sıra Nu.	Hisse Senedi Kodu	Şirket Adı
1	ALCAR	Alarko Carrier Sanayi ve Ticaret A.Ş.
2	ATEKS	Akın Tekstil A.Ş.
3	BAGFS	Bagfaş Bandırma Gübre Fabrikaları A.Ş.
4	BOSSA	Bossa Ticaret ve Sanayi İşletmeleri T.A.Ş.
5	BTCIM	Batıçim Batı Anadolu Çimento Sanayii A.Ş.
6	BUCIM	Bursa Çimento Fabrikası A.Ş.
7	CIMSA	Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.
8	CLEBI	Çelebi Hava Servisi A.Ş.
9	CMBTN	Çimbeton Hazır beton ve Prefabrik Yapı Elemanları Sanayi ve Ticaret A.Ş.
10	DOKTA	Döktaş Dökümcülük Ticaret ve Sanayi A.Ş.
11	EGGUB	Ege Gübre Sanayii A.Ş.
12	EGPRO	Ege Profil Ticaret ve Sanayi A.Ş.
13	EREGL	Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş.

14	FRIGO	Frigo-Pak Gıda Maddeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.
15	GOLTS	Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.
16	KARSN	Karsan Otomotiv Sanayii ve Ticaret A.Ş.
17	KRSTL	Kristal Kola ve Meşrubat Sanayi Ticaret A.Ş.
18	KUTPO	Kütahya Porselen Sanayi A.Ş.
19	SARKY	Sarkuysan Elektrolitik Bakır Sanayi ve Ticaret A.Ş.
20	TBORG	Türk Tuborg Bira ve Malt Sanayii A.Ş.
21	TUKAS	Tukaş Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Bağımlı değişken olarak kullanılan hisse senedi fiyatlarına ait kapanış değerlerinin yanında faaliyet riski ve finansal risk göstergesi olarak seçilen 16 adet bağımsız değişkene yer verilmiştir. İlgili değişkenlere ait açıklamalara Tablo 2'de yer verilmiştir.

Tablo 2: Değişkenlere Ait Açıklamalar

Değişken Türü	Değişken Adı	Kısaltma	Açıklama
Bağımlı Değişken	Hisse Senedi Fiyatı	lnHF	İlgili hisse senedi için çeyreklik dönemde son işlem gününe ait kapanış fiyatının doğal logaritmasını ifade etmektedir.
Bağımsız Değişkenler Faaliyet Riski	Özsermaye Kârlılığı	ÖKA	Bir şirketin kendi özsermayesine oranla ne kadar kâr elde ettiğini göstermektedir.
	Yatırılan Sermayenin Getirisi	ROIC	Yatırılan sermayenin ne kadar verimli kullanıldığını göstermektedir. Yatırılan sermayenin getirisidir.
	FAVÖK/Aktifler	FAVÖK/A	Şirketin faaliyetlerinden elde ettiği kârı, aktiflerine oranlayarak şirketin verimliliğini ve kârlılığını değerlendirmeye yardımcı olmaktadır.

	Aktif Kârlılık	AK	Şirketin varlıklarını ne kadar etkili kullanarak kâr elde ettiğini göstermektedir.
	Brüt Kâr Marjı	BKM	Satışlardan elde edilen brüt kâr oranını gösterir, maliyet yönetimi hakkında bilgi vermektedir.
	Aktif Devir Hızı	AKDH	Şirketin varlıklarını ne kadar hızlı satışa dönüştürdüğünü göstermektedir.
	Alacak Devir Hızı	ALDH	Şirketin alacaklarını ne kadar hızlı tahsil ettiğini göstermektedir.
	Dönen Varlık Devir Hızı	DVDH	Dönen varlıkların ne kadar verimli kullanıldığını göstermektedir.
	MDV Devir Hızı	MDVD V	Maddi duran varlıkların ne kadar verimli kullanıldığını göstermektedir.
	Nakit Döndürme Süresi	NDS	Şirketin nakit dönüşüm sürecinin etkinliğini ölçmektedir.
	Stok Devir Süresi	SDS	Stokların ne kadar sürede satıldığını göstermektedir.
	Alacak Tahsil Süresi	ATS	Alacakların ne kadar sürede tahsil edildiğini göstermektedir.
	Esas Faaliyet Gideri/ Net Satışlar	EFG/NS	Şirketin operasyonel giderlerini ve maliyet kontrolünü göstermektedir.
Finansal Risk	Toplam Borç/ Özsermaye	TB/Ö	Şirketin borç finansmanı kullanımını değerlendirmektedir.
	KVYK/Toplam Borç	KVYK/T B	Kısa vadeli borçların toplam borçlara oranını göstermektedir, likidite riskini değerlendirmektedir.
	KVYK/Toplam Aktif	KVYK/T A	Kısa vadeli borçların toplam aktiflere oranını göstermektedir.

Çalışma kapsamında veri seti 2016 gözlemden oluşmaktadır. 21 şirkete ait çeyreklik veriler 2000-2023 yılları arasındaki 96 dönemi kapsamaktadır. Ahmetoğulları (2024), Adıgüzel (2023) ve Şenol vd. (2018)'nin çalışmalarında hisse senedi fiyatları için çeyreklik dönemi kapsayan veri seti kullandığı görülmektedir. Analiz için ele alınan 16 değişken ilgili zaman aralığında eksiksiz veri ve hem zaman hem de birim boyutunu oluşturması bakımından dengeli panel veri setini içermektedir. Adıgüzel (2023), Şenol vd. (2018), Dizgil (2017), Sharif vd. (2015)'de çalışmalarında panel veri analizini kullanmışlardır. Bu kapsamda tanımlayıcı istatistiklere ait diğer sonuçlar Tablo 3'de gösterilmektedir.

Tablo 3: Tanımlayıcı İstatistikler

Değişken	Gözlem	Ortalama	Standard Sapma	En Küçük Değer	En Büyük Değer
Hisse Senedi Fiyatı	2016	25.126	167.765	0.005	4402.5
Özsermaye Kârlılığı	2016	8.423	52.301	-863.878	1235.577
Yatırılan Sermayenin Getirisi	2016	13.571	33.07	-28.373	786.393
FAVÖK/Aktifler	2016	16.238	73.472	-642.268	2549.385
Aktif Kârlılık	2016	5.223	11.394	-51.67	93.408
Brüt Kâr Marjı	2016	21.966	11.681	-24.447	58.699
Aktif Devir Hızı	2016	1.14	0.671	0.269	7.162
Alacak Devir Hızı	2016	8.386	14.966	0.626	283.016
Dönen Varlık Devir Hızı	2016	2.241	1.109	0.466	9.612
MDV Devir Hızı	2016	4.522	6.047	0.445	78.81
Nakit Döndürme Süresi	2016	100.746	79.768	-103.799	542.329
Stok Devir Süresi	2016	80.083	50.297	1.419	307.216

Alacak Tahsil Süresi	2016	81.033	59.991	1.29	583.483
Esas Faaliyet Gideri /Net Satışlar	2016	13.975	9.558	0.964	74.273
Toplam Borç/ Özsermaye	2016	138.209	632.047	- 20612.29	6031.553
KVYK/Toplam Borç	2016	1.856	1.242	0.21	13.282
KVYK/Toplam Aktif	2016	35.024	17.080	3.398	100.347

Kurgulanan panel veri modeli aşağıda gösterilen denklem ile ifade edilmektedir. Denklemde lnHF bağımlı değişkeni, Tablo 2’de de kısaltmaları verilen diğer değişkenler bağımsız değişkenleri; α , sabit parametre; β , eğim parametrelerini ve u hata terimini göstermektedir. Birimler i ile zaman boyutu ise t ile ifade edilmektedir.

$$\ln HF_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 \text{ÖKA}_{it} + \beta_2 \text{ROIC}_{it} + \beta_3 \text{FAVÖK/A}_{it} + \beta_4 \ln AK_{it} + \beta_5 \text{BKM}_{it} + \beta_6 \text{AKDH}_{it} + \beta_7 \text{ALDH}_{it} + \beta_8 \text{DVDH}_{it} + \beta_9 \text{MDVDV}_{it} + \beta_{10} \text{NDS}_{it} + \beta_{11} \text{SDS}_{it} + \beta_{12} \text{ATS}_{it} + \beta_{13} \text{EFG/NS}_{it} + \beta_{14} \text{TB/Ö}_{it} + \beta_{15} \text{KVYK/TB}_{it} + \beta_{16} \text{KVYK/TA}_{it} + u_{it} \quad (1)$$

3. Analiz ve Bulgular

Değişkenler arasındaki ilişkinin varlığının tespit edilmesinde korelasyon matrisi yardımcı bir analiz olmaktadır. Bu matris, her bir değişkenin diğer değişkenlerle olan doğrusal ilişkisini göstermektedir ve böylece değişkenler arasındaki güçlü veya zayıf ilişkilerin tespit edilmesine olanak tanımaktadır. Wooldridge (2010) ve Gujarati ve Porter (2009) değişkenler arasında yüksek korelasyonun modeli etkileyeceği ve doğruluğu hakkında şüphe uyandıracağına değinmişlerdir. Bu kapsamda Ek-1’de Korelasyon Matrisine yer verilmiştir. Buna ek olarak değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantının test edilebilmesi için VIF (Variance Inflation Factor) değeri de kullanılabilir. VIF değeri 3.16 olarak tespit edilmiştir. Değerin 10’un üzerinde olması çoklu doğrusal bağlantı

sorununu göstermektedir. Elde edilen VIF değerine göre bu sorunun olmadığı anlaşılmaktadır.

Modele ait regresyon analizine geçmeden önce değişkenlerin birim kök içerip içermediğinin test edilmesi önem arz etmektedir. Bu kapsamda birinci veya ikinci kuşak birim kök testlerinden hangisinin kullanılacağına saptanması amacıyla Peseran (2004) CD test gerçekleştirilmiş ve tüm değişkenler için ikinci kuşak birim kök testlerinin kullanılmasının uygun olduğu tespit edilmiştir. Test'e ait olasılık değerinin 0.05'ten küçük olması ikinci kuşak birim kök testlerinin kullanılmasını uygun kılmaktadır (Tatoğlu, 2018, 105). Bu kapsamda Peseran (2004) CD test sonuçlarına göre tüm değişkenlere ait olasılık değerinin 0.05'ten küçük olduğu tespit edilmiştir. Birim kök olup olmadığının test edilmesi amacıyla Levin, Lin ve Chu (2002) (LLC), Harris ve Tzavalis (1999)(HT), Im, Pesran ve Shin (2003) (IPS) testleri kullanılmıştır. Ayrıca Maddala ve Wu (1999) ve Choi (2001) panel verilerdeki birim kök testleri için Fisher yöntemini önermiştir. Bu nedenle Fisher Philips Perron (Fisher PP) ve Fisher Genişletilmiş Dickey Fuller (Fisher ADF) testleri de kullanılmıştır. Aşağıdaki Tablo 4'de panel birim kök testlerine ait sonuçlara yer verilmiştir. Buna göre hisse senedi fiyatına ait değişken tüm birim kök testleri sonuçlarına göre düzeyde durağan olmadığı tespit edilmiştir. Tablo 3'de de görüleceği üzere hisse senedi fiyatlarına ait en küçük değer ve en büyük değer arasında çok büyük bir fark bulunmaktadır. Bu durumu ortadan kaldırmak adına değişkene ait değerlerin doğal logaritması alınmıştır. Adıgüzel (2023)'de çalışmasında hisse senedi fiyatlarının doğal logaritmasını kullanmıştır. Doğal logaritmik hali alınan hisse senedi fiyatı değişkeni için tüm birim kök testleri tekrarlanmıştır. Buna göre Fisher PP ve IPS birim kök testlerinde %5 anlam düzeyinde, LLC ve HT birim kök testlerinde ise %1 anlam düzeyinde durağan olduğu saptanmıştır. Birim kök testlerinden elde edilen sonuçlar doğrultusunda araştırma kapsamında analize konu tüm değişkenlerin durağan olduğu belirlenmiştir. Fakat "Alacak Tahsil Süresi" değişkeninin HT ve Fisher PP birim kök testlerine göre durağan olmadığı ancak LLC, IPS ve Fisher ADF birim kök testlerine göre düzeyde durağan olduğu tespit edilmiştir. Üç teste birden değişkenin durağan olduğunun saptanması nedeniyle

Alacak Tahsil Süresi değişkeni de durağan kabul edilmiş ve farkı alınmadan analize dahil edilmiştir.

Tablo 4: Panel Birim Kök Testleri

Değişkenler	LLC t (p değeri)	HT z (p değeri)	IPS W-t-bar (p değeri)	Fisher PP chi- squared (p değeri)	Fisher ADF chi- squared (p değeri)
Hisse Senedi Fiyatı	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000
Hisse Senedi Fiyatının Doğal Logaritması	0.0048	0.0001	0.0112	0.0290	0.0768
Özsermaye Kârlılığı	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Yatırılan Sermayenin Getirisi	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
FAVÖK/Aktifler	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Aktif Kârlılık	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Brüt Kâr Marjı	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Aktif Devir Hızı	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Alacak Devir Hızı	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Dönen Varlık Devir Hızı	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
MDV Devir Hızı	0.0101	0.0000	0.0011	0.0000	0.0136
Nakit Döndürme Süresi	0.0022	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Stok Devir Süresi	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Alacak Tahsil Süresi	0.0414	0.5245	0.0053	0.6476	0.0406
Esas Faaliyet Gideri/Net Satışlar	0.0036	0.0000	0.0002	0.0014	0.0002

Toplam Özsermaye	Borç/	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
KVYK/Toplam Borç		0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
KVYK/Toplam Aktif		0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

Panel birim kök test sonuçlarına göre değişkenler birim kök içermediği sonucuna ulaşılmıştır. Sonraki adımda panel veri analizi kapsamında uygun regresyon modelinin kurulması kapsamında bir takım ön testlerinin gerçekleştirilmesi gerekmektedir. Bu kapsamda F Testi ve LR Testi, Hausman Testi, Değiştirilmiş Wald Testi, Durbin-Watson Testi ve Friedman'ın Testleri uygulanmıştır. F testi ile klasik modelin uygun olup olmadığı test edilmektedir (Tatoğlu, 2018b: 168). LR (Olabilirlik Oranı) Testi, klasik modeli tesadüfi etkiler modeline karşı sınamaktadır (Tatoğlu, 2018: 173). Hausman Testi ile tesadüfi etkiler yöntemi sabit etkiler yöntemine karşı sınamak için kullanılan "tesadüfi etkiler yöntemi uygundur" şeklindeki H_0 hipotezi test edilmektedir (Tatoğlu, 2018: 187). Bu testlere ek olarak, modele ait temel varsayımların sınanması kapsamında Değiştirilmiş Wald Testi ile heteroskedasite, otokorelasyon olup olmadığı Bhargava, Franzi ve Narendranathan'ın Durbin-Watson Testi ile ve son olarak birimler arası korelasyon Friedman'ın Testi ile sınanmıştır. Tüm bu testlere ait sonuçlar aşağıdaki Tablo 5'de verilmiştir.

Tablo 5: Uygun Regresyon Modelinin Belirlenmesi İçin Gerçekleştirilen Testler

Testler		Olasılık Değeri/ Kritik Değer
F Testi	Birim etki	0.0000
	Zaman etki	0.0000
LR Testi	Birim etki	0.0000
	Zaman etki	0.0000
Hausman Testi		0.0000
Değiştirilmiş Wald Testi	Heteroskedasite	0.0000

Durbin-Watson Testi	Otokorelasyon	Durbin-Watson = 0.14325893 Baltagi-Wu LBI = 0.2484967
Friedman'ın Testi	Birimler Arası Korelasyon	0.0000

F testi Olasılık değeri 0.05'ten küçük ise H_0 hipotezi reddedilmektedir. Bu durum birim/zaman etkilerin olduğunu göstermektedir ve klasik modelin uygun olmadığını ifade etmektedir (Tatoğlu, 2018: 172). Aynı şekilde LR testine ait sonuçlarda klasik modelin uygun olmadığını göstermektedir. Buna göre Sabit Etkiler Tahmincisi ile Tesadüfi Etkiler Tahmincisi arasında seçim yapmaya yarayan Hausman testi sonuçlarına göre Sabit Etkiler Tahmincisinin uygun olduğu tespit edilmiştir. Son olarak Heteroskedasite, Otokorelasyon ve Birimler Arası Korelasyon testleri gerçekleştirilmiştir. Bhargava, Franzi ve Narendranathan'ın Durbin-Watson Testi için elde edilen değerlerin 2'nin altında olması otokorelasyon olduğunu ifade etmektedir (Tatoğlu, 2018: 226). Sonuçlar modelde üç durumunda (Heteroskedasite, Otokorelasyon ve Birimler Arası Korelasyon) mevcut olduğunu göstermektedir. Bu kapsamda bu sorunları dikkate alan Driscoll Kraay dirençli tahmincisi ile regresyon modeli kurularak tahmin gerçekleştirilmiş sonuçlar Tablo 6'da sunulmuştur.

Tablo 6: Regresyon Modeli Sonuçları

Değişkenler	Katsayı	Std. Hata	t	P>t
Özsermaye Kârlılığı	0.002	0.001	1.620	0.110
Yatırılan Sermayenin Getirisi	-0.012	0.002	-6.410	0.000*
FAVÖK/Aktifler	-0.001	0.000	-3.340	0.001*
Aktif Kârlılık	0.035	0.010	3.550	0.001*
Brüt Kâr Marjı	0.013	0.011	1.190	0.239
Aktif Devir Hızı	-1.148	0.511	-2.250	0.027**
Alacak Devir Hızı	0.004	0.004	1.100	0.274
Dönen Varlık Devir Hızı	0.329	0.116	2.830	0.006*
MDV Devir Hızı	0.127	0.024	5.180	0.000*
Nakit Döndürme Süresi	-0.005	0.002	-2.770	0.007*
Stok Devir Süresi	0.015	0.004	3.980	0.000*

Esas Faaliyet Gideri /Net Satışlar	-0.058	0.011	-5.040	0.000*
Alacak Tahsil Süresi	0.004	0.002	1.870	0.065
KVYK/Toplam Borç	-0.005	0.047	-0.110	0.916
Toplam Borç/ Özsermaye	0.000	0.000	0.120	0.908
KVYK/Toplam Aktif	0.005	0.010	0.550	0.582
Sabit	-0.019	0.620	-0.030	0.976
Gözlem Sayısı (N)	2016			
R ² Değeri	0.2707			
Prob > F	0.0000			

Not: * p<0.01; ** p<0.05

Elde edilen sonuçlara göre bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama gücü %27,07 olarak saptanmıştır (R² Değeri: 0.2707). Model ise %1 anlam düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır (Prob > F: 0.0000). 2016 gözlem sayısına sahip modelde ROIC, FAVÖK/Aktifler, Aktif Kârlılık, Dönen Varlık Devir Hızı, MDV Devir Hızı, Nakit Döndürme Süresi, Stok Devir Süresi, Esas Faal Gid. /Net Satışlar ile hisse senedi fiyatları arasında %1 anlam düzeyinde ve Aktif Devir Hızı ile %5 anlam düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu saptanmıştır. Özsermaye Kârlılığı, Brüt Kâr Marjı, Alacak Devir Hızı, Alacak Tahsil Süresi, KVYK/Toplam Borç, Toplam Borç/ Özsermaye, KVYK/Toplam Aktif ile hisse senedi fiyatları arasında ise istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Elde edilen bulgular ilişki yönü bakımından Dizgil (2017)'in kısa vadeli borç/toplam borç oranının hisse senedi fiyatlarını negatif etkilediği, Şenol vd. (2018)'nin aktif kârlılık oranının hisse senedi fiyatlarını pozitif etkilediğini belirtmesi bakımından benzerlik taşımaktadır. Ayrıca Ahmetoğulları (2024)'ün İş Bankası için özsermaye kârlılığın hisse senedi fiyatları üzerine anlamlı bir etkisinin olmadığı tespiti ile benzer sonuç elde edilmiştir. Sukesti vd. (2021)'in aktif karlılığın hisse senedi fiyatı üzerine pozitif etkisi açısından da benzerlik taşımaktadır. Adıgüzel (2023), özsermaye kârlılığı ve kısa vadeli borç/toplam borcun oranının hisse senedi fiyatlarını etkilediğini belirtmiştir. Fakat bu çalışmada elde edilen bulgular ilgili değişkenler arasında istatistiksel olarak anlamlı ilişki göstermektedir. Bu nedenle Adıgüzel (2023)'in çalışmasından farklılık taşımaktadır.

Bu çalışmaların bulguları, hisse senedi fiyatlarını etkileyen faktörlerin karmaşık ve çok boyutlu olduğunu göstermektedir. Dolayısıyla, yatırımcıların, hisse senedi fiyatlarını değerlendirirken sadece faaliyet ve finansal risk unsurları ile değil, aynı zamanda piyasa dinamiklerine ve ekonomik koşullara da dikkat etmeleri gerekmektedir. Bu yaklaşım, daha sağlıklı ve kapsamlı yatırım kararlarının alınmasına yardımcı olacaktır.

SONUÇ

Bu çalışma, faaliyet ve finansal risk faktörlerinin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkilerini kapsamlı bir şekilde ele almaktadır. Sistemik olmayan risklerin yönetimi, başarılı bir yatırım stratejisi için kritik öneme sahiptir. Yatırımcılar, bu risk türlerini dikkate alarak portföylerini dengeli bir şekilde oluşturmalı ve risk yönetimi stratejilerini sürekli olarak gözden geçirmelidirler. Sistemik risk, çeşitlendirilemez bir risk unsurudur ve etkisi sektöre özgü değildir. Fakat sistemik olmayan risk çeşitlendirilebilmektedir. Yatırımcılar, hisse senetlerinin getiri ve riskini dikkate alarak yatırım kararlarını almaktadırlar. Bu nedenle faaliyet riski ve finansal risk faktörlerinin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi, yatırımcı kararlarını şekillendiren önemli unsurlar arasında yer alabilmektedir. Yönetim riski analize dahil edilememiştir. Bu kapsamda, faaliyet riski ve finansal risk faktörlerinin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisinin araştırılması, yatırımcıların daha bilinçli ve etkili kararlar almasına katkı sağlayacaktır. Çalışmanın bulguları, yatırımcıların karşılaşacakları riskleri en aza indirmeleri ve portföylerini çeşitlendirme stratejilerini geliştirmeleri açısından önemli bilgiler sunmaktadır.

Çalışma kapsamında elde edilen sonuçlar göre hisse senedi fiyatları ile Aktif Kârlılık, Aktif Devir Hızı, Dönen Varlık Devir Hızı, MDV Devir Hızı ve Stok Devir Süresi arasında pozitif ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Aktif Kârlılık (ROA), bir şirketin toplam varlıklarının kârlılığını göstermektedir. Hisse senetlerinin ROA ile pozitif bir ilişkiye sahip olması, şirketin varlıklarını verimli bir şekilde kullanarak yüksek kârlılık elde etmesinin hisse senedi fiyatlarını artırdığını göstermektedir. Yüksek ROA, yatırımcıların bu şirketlere olan güvenine olumlu katkı sunmaktadır. Aktif Devir Hızı ise bir şirketin varlıklarını ne kadar verimli kullandığını göstermektedir. Hisse senetlerinin aktif devir hızı

ile pozitif bir ilişkiye sahip olması, yüksek devir hızının şirketin operasyonel verimliliğini ve dolayısıyla hisse senedi performansını olumlu etkilediği ile açıklanabilmektedir. Dönen Varlık Devir Hızı, bir şirketin dönen varlıklarını ne kadar verimli kullandığını ölçmektedir. Hisse senetlerinin bu oran ile pozitif bir ilişkiye sahip olması, dönen varlıkların etkin kullanımının hisse senedi performansını artırdığını göstermektedir. Maddi Duran Varlık (MDV) Devir Hızı, bir şirketin sabit varlıklarını ne kadar verimli kullandığını göstermektedir. Hisse senetlerinin MDV devir hızı ile pozitif bir ilişkiye sahip olması, sabit varlıkların etkin kullanımının hisse senedi performansını olumlu etkilediğinin göstergesi olabilmektedir. Stok Devir Süresi, bir şirketin stoklarını ne kadar hızlı sattığını göstermektedir. Hisse senetlerinin bu oran ile pozitif bir ilişkiye sahip olması, yüksek stok devir hızı sayesinde stokların çabuk yenilendiğini, şirketlerin satış performansının yüksek olduğunu ve bu durumun hisse senedi fiyatlarını olumlu etkilediğini göstermektedir.

Diğer sonuçlar ise ROIC, FAVÖK/Aktifler, FAVÖK /Aktifler, Nakit Döndürme Süresi ve Esas Faaliyet Gideri/Net Satışlar değişkenleri ile hisse senedi fiyatları arasında negatif ilişkinin varlığını ortaya koymuştur. ROIC (yatırılan sermayenin getirisi), bir şirketin yatırımlarından elde ettiği getiriyi ölçmektedir. Hisse senetlerinin ROIC ile negatif bir ilişkiye sahip olması, şirketin yatırım verimliliğinin düşük olmasının hisse senedi fiyatlarını olumsuz etkilediğini göstermektedir. Yatırımcılar, düşük ROIC'ye sahip şirketlerin gelecekte düşük getiri sağlayacağını düşünerek bu tür hisse senetlerinden kaçınabilmektedirler. FAVÖK /Aktifler için elde edilen sonuca göre yatırımcılar, düşük FAVÖK /Aktifler oranına sahip şirketleri daha riskli ve potansiyel olarak daha az kârlı olarak değerlendirebildikleri yorumu yapılabilir. Bu durumda hisse senedi fiyatlarını olumsuz etkilediği ifade edilebilir. Nakit Döndürme Süresi, bir şirketin nakit dönüşüm sürecini ne kadar hızlı tamamladığını ölçmektedir. Hisse senetlerinin bu oran ile negatif bir ilişkiye sahip olması, uzun nakit döndürme süresinin hisse senedi fiyatlarını olumsuz etkilediğini göstermektedir. Daha uzun nakit döndürme süreleri, şirketin likidite sorunları yaşayabileceğine işaret etmektedir. Esas Faaliyet Gideri/Net Satışlar oranı, bir şirketin ana faaliyetlerinden elde ettiği gelirler ile bu faaliyetlerin giderleri arasındaki ilişkiyi

göstermektedir. Hisse senetleri ile bu oran arasında negatif bir ilişkinin olması, yüksek faaliyet giderlerinin hisse senedi performansını olumsuz etkilediğini gösterebilir. Yüksek oran, düşük operasyonel verimlilik ve kârlılık anlamına gelmektedir. Bu da yatırımcının hisse senedi tercihleri üzerinde etkili olacaktır.

Borç/özsermaye oranı, şirketin finansal riskini değerlendirmede kullanılmaktadır. Yüksek borç/özsermaye oranı, şirketin finansal riskinin yüksek olduğunu göstermektedir ve bu durum hisse senedi fiyatlarını olumsuz etkileyebilmektedir (Modigliani ve Miller, 1958). Fakat çalışma kapsamında istatistiksel olarak anlamlı bir sonuca ulaşılamamıştır. Ele alınan tüm finansal risk değişkenleri ile hisse senedi fiyatları arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Finansal riskler ile hisse senedi fiyatları arasında bir ilişki olmamasının nedenleri, finansal piyasaların karmaşıklığı ve çeşitli faktörlerin hisse senedi fiyatlarını etkilemesi gibi bir dizi unsura bağlı olabilmektedir. Yatırımcıların tüm finansal riskleri tam olarak değerlendirebilmek için gerekli bilgiye sahip olmaması (bilgi asimetrisi), finansal risklerin hisse senedi fiyatlarına yansımamasına neden olabilecektir. Ayrıca makroekonomik faktörler, yatırımcı davranışları, sektörel farklılıklar, politik faktörlerin etkileride göz ardı edilmemelidir. Yatırımcıların risk algısı ve psikolojisi, finansal risklerin hisse senedi fiyatlarına yansımalarını etkileyebilmektedir. Örneğin, aşırı iyimserlik veya karamsarlık dönemlerinde yatırımcılar finansal riskleri göz ardı edebilmektedirler. Enflasyon, faiz oranları, ekonomik büyüme gibi makroekonomik faktörler, finansal risklerin etkisini bastırabilmektedir. Yatırımcılar portföylerini çeşitlendirerek veya türev ürünler kullanarak finansal riskleri yönetebilmektedirler. Bu durumda, finansal risklerin hisse senedi fiyatlarına doğrudan yansımaması olağan karşılanabilecektir.

Sonuç olarak, faaliyet ve finansal risk faktörlerinin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkilerinin araştırılması, yatırımcıların daha bilinçli ve etkili kararlar almasına katkı sağlayacaktır. Çalışmanın bulguları, yatırımcıların karşılaşacakları riskleri en aza indirmeleri ve portföylerini çeşitlendirme stratejilerini geliştirmeleri açısından önemli bilgiler sunmaktadır. Çalışma kapsamında sistematik olmayan risklerden yönetim riskinin veri kısıtı nedeniyle analizlere dahil edilememesi nedeniyle bundan sonra yapılacak çalışmalarda

yöneticiler üzerine yapılabilecek anketler ile bu risk faktörünün ölçülmesine yönelik eksikliğin tamamlanması önerilebilir. Yine veri kısıtı nedeniyle BIST'te işlem gören tüm şirketler dikkate alınamamıştır. Dengesiz veri ile çalışmaya uygun olabilecek analizler ile şirket sayısı artırılarak daha geniş bir örneklem elde edilebilir. Zaman aralığı buna uygun şekilde yeniden ele alınabilir. Sektör bazında daha özele inilerek çalışma gerçekleştirilebilir. Farklı sektörlerin kıyaslaması yapılabilir. Yatırımcılar, belirli bir şirketin risklerini değerlendirirken, o şirketin geçmiş performansı, mevcut rekabet durumu ve gelecekteki büyüme potansiyelini analiz etmektedirler. Ayrıca, portföy çeşitlendirmesi yaparak, belirli bir şirkette veya sektörde oluşabilecek olumsuz gelişmelerin etkisini minimize edebileceklerdir.

KAYNAKÇA

- Adıgüzel, İ. (2023), "Enerji Sektöründe Faaliyet Gösteren İşletmelerin Finansal Rasyolarının Pay Senedi Üzerinde Etkisi: Panel Veri Analizi", *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 24(2), s. 305-322. DOI: 10.31671/doujournal.1250512.
- Ahmetoğulları, K. (2024), "Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen Finansal Göstergelerin Saptanması: Katılım ve Konvansiyonel Bankacılık Sektörü Uygulaması", *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 20(1), 265-282.
- Baker, M., ve Wurgler, J. (2006), "Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns", *The Journal of Finance*, 61(4), 1645-1680.
- Baltagi, B. H., ve P. X. Wu. (1999), "Unequally spaced panel data regressions with AR(1) disturbances", *Econometric Theory* 15: 814-823.
- Bhargava, A., L. Franzini, ve Narendranathan, W. (1982), "Serial correlation and the fixed effects model", *Review of Economic Studies* 49: 533-549.
- Bodie, Z., Kane, A., ve Marcus, A. J. (2014), *Investments* (10th ed.), McGraw-Hill Education.
- Choi, I. (2001). "Unit Root Tests For Panel Data", *Journal of International Money and Finance*, 20(2), 249-272.
- Dickey, D. A., ve W. A. Fuller. (1979), "Distribution of The Estimators for Autoregressive Time Series With a Unit Root", *Journal of the American Statistical Association* 74: 427-431
- Dizgil, E. (2017). "Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen İşletme Düzeyindeki Faktörler: Bist Kobi/ Sanayi Endeksinde Yer Alan İşletmeler Üzerine Bir Uygulama", *Vol:3, Issue:17; pp: 265-276 (ISSN:2149-8598)*.
- Driscoll, J. C., ve Kraay, A. C. (1998), "Consistent Covariance Matrix Estimation with Spatially Dependent Panel Data", *Review of Economics and Statistics*, 80(4), 549-560.

- Gujarati, D. N. ve Porter, D. C. (2009), *Basic Econometrics (Fifth Edition)*, New York, USA: McGraw-Hill Irwin
- Harris, R. D., ve Tzavalis, E. (1999), "Inference for Unit Roots in Dynamic Panels Where the Time Dimension is Fixed", *Journal of Econometrics*, 91(2), 201-226.
- Hausman, J.A. (1978). Specification Tests in Econometrics. *Econometrica*, 46(6), 1251-1271.
- Heidarpoor, F., & Shahrivar, F. S. (2015), "Unsystematic Risk and Internal Control Quality Impact on the Earning Quality By Using Volatility Profits Index in Tehran Stock Exchange", *Indian Journal of Science and Technology*, 8(11), 1-6. DOI: 10.17485/ijst/2015/v8i11/71800, June 2015.
- Heydari, M., Xiaohu, Z., Lai, K. K., ve Yuxi, Z. (2020), "The Effect Of Systemic Risk On Corporate Returns", *Proceedings of National Aviation University*, 85(4). DOI: 10.18372/2306-1472.85.15139.
- Im, K. S., Pesaran, M. H., ve Shin, Y. (2003), "Testing For Unit Roots in Heterogeneous Panels". *Journal of Econometrics*, 115(1), 53-74.
- Kahneman, D., ve Tversky, A. (1979), "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk", *Econometrica*", 47(2), 263-291.
- Karakostas, S., ve Tessaromatis, N. (2006), "The Effect of the Introduction of Derivatives on the Systematic and Unsystematic Risk in the Greek Equity Market", *Investment Management and Financial Innovations*, (3, Iss. 2), 125-137.
- Levin, A., Lin, C. F., ve Chu, C. S. J. (2002), "Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite-Sample Properties", *Journal of Econometrics*, 108(1), 1-24.

- Maddala, G. S., ve Wu, S. (1999), "A Comparative Study of Unit Root Tests With Panel Data and a New Simple Test", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 61(S1), 631-652.
- Modigliani, F., ve Miller, M. H. (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, 48(3), 261-297. <https://www.jstor.org/stable/1809766>.
- Muiruri, P. M. (2014), "Effects of Estimating Systematic Risk in Equity Stocks in the Nairobi Securities Exchange (NSE)(An Empirical Review of Systematic Risks Estimation)", DOI: 10.6007/IJARAFMS/v4-i4/1341.
- Pesaran, M. H. (2004), "General Diagnostic Tests for Cross Section Dependence in Panels", Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=572504> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.572504>.
- Phillips, P. C. B., ve P. Perron. (1988), "Testing for a Unit Root in Time Series Regression", *Biometrika* 75: 335-346.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. (2013), *Corporate Finance* (10th ed.), McGraw-Hill Education.
- Sayılğan, G. (2017). *Soru ve Yanıtlarıyla İşletme Finansmanı*, Siyasal Kitabevi, 7. Baskı, Ankara.
- Sharif, T., Purohit, H., & Pillai, R. (2015), "Analysis of Factors Affecting Share Prices: The Case of Bahrain Stock Exchange", *International Journal of Economics and Finance*, 7(3), 207-216.
- Sukesti, F., Ghozali, I., Fuad, F. U. A. D., Kharis Almasyhari, A., ve Nurcahyono, N. (2021), "Factors Affecting the Stock Price: The Role of Firm Performance", *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(2), 165-173.

- Şenol, Z., Koç, S., ve Şenol, S. (2018), "Hisse Senetleri Fiyatlarını Etkileyen Faktörlerin Dinamik Panel Veri Analiziyle İncelenmesi", Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 9(25), 119-135.
- Tatoğlu, F.Y. (2018), Panel Veri Ekonometrisi: Stata Uygulamalı, Beta Basım Yayın Dağıtım, İstanbul
- Wald, J.K. (1999), "How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An International Comparison", Journal of Financial Research, Vol. 22 No. 2, pp. 161-87."
- Wooldridge, J. M. (2010), "Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data". MIT press.
- Yılmaz, K., & Kale, S. (2021), "Finansal Oranlar ve Sanayi Üretim Endeksi ile Getiri Arasındaki Asimetrik İlişki: BİST İmalat Sanayii Uygulaması", Finans Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergisi, 6(4), 933-943

Ek-1. Korelasyon Matrisi

Değişkenler	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
(1) lnHF	1.000															
(2) ÖKA	0.173	1.000														
(3) ROIC	0.030	0.276	1.000													
(4) FAVÖK/A	-0.046	0.077	0.139	1.000												
(5) AK	0.191	0.614	0.573	0.124	1.000											
(6) BKM	0.102	0.138	0.346	0.078	0.400	1.000										
(7) AKDH	0.037	0.155	0.259	0.087	0.218	-0.251	1.000									
(8) ALDH	0.010	0.055	0.052	0.031	0.048	-0.108	0.026	1.000								
(9) DVDH	0.075	0.187	0.150	0.050	0.186	-0.269	0.731	0.181	1.000							
(10) MDVDV	0.206	0.135	0.258	0.037	0.206	-0.155	0.726	-0.047	0.344	1.000						
(11) NDS	-0.160	-0.143	-0.139	-0.069	-0.130	0.159	-0.267	-0.315	-0.542	0.048	1.000					
(12) SDS	-0.199	-0.122	-0.109	-0.036	-0.129	0.184	-0.414	0.006	-0.539	0.214	0.589	1.000				
(13) EFG/NS	-0.038	-0.302	-0.126	-0.053	-0.260	0.494	-0.263	-0.188	-0.369	-0.142	0.374	0.253	1.000			
(14)	0.0	-	-	-	-	0.0	-	-	-	-	0.7	0.0	0.3	1.0		

ATS	28	0.1 57	0.1 50	0.0 82	0.1 80	85	0.2 28	0.3 51	0.4 76	0.0 25	01	53	60	00		
(15) KVYKT B	- 0.0 04	0.0 53	0.0 32	- 0.0 31	0.1 16	0.0 32	- 0.0 97	- 0.1 26	- 0.2 85	0.0 18	0.4 12	0.0 40	0.0 64	0.3 62	1.0 00	
(16) TB/Ö	0.0 39	0.1 29	- 0.0 01	0.0 09	0.0 08	- 0.0 49	0.0 23	0.0 21	0.0 47	0.0 25	- 0.0 80	- 0.0 29	- 0.1 01	- 0.0 62	- 0.0 90	1.0 00
(17) KVYKT A	- 0.0 42	- 0.2 19	- 0.0 20	0.0 63	- 0.2 56	- 0.0 86	0.3 40	- 0.0 31	0.1 10	0.3 06	- 0.0 71	- 0.0 10	0.1 20	0.0 78	- 0.5 88	0.0 44