

## POLİTİK RİSKİN DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR ve PAY PİYASASI ENDEKS GETİRİLERİNE ETKİSİ: G7 ÜLKELERİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Emre Esat TOPALOĞLU<sup>1</sup>, Turhan KORKMAZ<sup>2</sup>

### ÖZET

**Amaç:** Sistematik risk unsurlarından biri olarak kabul edilen politik risk, bir ülkenin ekonomik büyüme ve finansal istikrar gibi faktörlerini doğrudan etkileyebilmektedir. Bu bağlamda, ülke riskinin temel belirleyicisi olarak görülebilen politik risk ile doğrudan yabancı yatırımlar ve pay piyasası getirileri arasındaki ilişkinin araştırılması önem arz etmektedir. Bu çalışmada, politik riskin, doğrudan yabancı yatırımlara ve pay piyasa getirilerine olan etkisinin ortaya çıkarılması amaçlanmıştır.

**Yöntem:** Çalışmanın uygulama kısmında G7 ülkelerinin 2002-2017 dönemindeki majör pay piyasası endeks verileri, doğrudan yabancı yatırım tutarları ve Uluslararası Ülke Risk Rehberi (ICRG) endeks verileri esas alınmıştır. Politik risk ile doğrudan yabancı yatırım ve pay piyasa getirisi arasındaki ilişki Panel Veri Analiz Yöntemi ile araştırılmıştır.

**Bulgular:** Araştırma sonucunda, politik risk ile doğrudan yabancı yatırımlar arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif ilişki tespit edilirken, politik risk ile pay piyasa getirileri arasında ise istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif ilişki tespit edilmiştir.

**Özgünlük:** G7 ülkelerindeki doğrudan yabancı yatırımlar ve pay piyasa getirilerindeki politik risk etkisinin panel veri formunda grup etkisi üzerinden incelenmesi açısından bu çalışmanın özgünlük sunduğu ve alan yazınına katkı sağladığı düşünülmektedir.

**Anahtar Kelimeler:** Politik Risk, Doğrudan Yabancı Yatırım, Pay Piyasa Getirisi, G7 Ülkeleri, Panel Veri Analizi.

## THE EFFECT of POLITICAL RISK on DIRECT FOREIGN INVESTMENTS and EQUITY MARKET INDEX RETURNS: AN APPLICATION on G7 COUNTRIES

### ABSTRACT

**Purpose:** Political risk, which is considered as one of the systematic risk factors, can directly affect the factors such as economic growth and financial stability of a country. In this context, it is important to investigate the relationship between political risk, which can be the main determinant of a country risk, and foreign direct investment and equity market returns. In this study, it is aimed to determine the effect of political risk on foreign direct investments and equity market returns.

**Methodology:** In the application of this study, the major equity market index data of G7 countries, the amount of foreign direct investments and International Country Risk Guide (ICRG) index data were used for the period of 2002-2017. The relationship between political risk and foreign direct investments and return on equity markets was investigated by Panel Data Analysis.

**Findings:** As a result of the research, a statistically significant and negative relationship was found between political risk and foreign direct investments while statistically significant and positive relationship was found between political risk and equity market returns.

**Originality:** In the panel data form, foreign direct investments in G7 countries and the political risk impact on stock market returns were analyzed through group effect. In this respect, this study has original value and contributes to the literature.

**Keywords:** Political Risk, Foreign Direct Investment, Stock Market Return, G7 Countries, Panel Data Analysis.

<sup>1</sup> Doç. Dr., Şirnak Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, emresatopal@sirnak.edu.tr, ORCID: 0000-0001-8771-779X (Sorumlu Yazar-Corresponding Author)

<sup>2</sup> Prof. Dr., Mersin Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, tkorkmaz@mersin.edu.tr, ORCID: 0000-0001-5468-2279

## 1. GİRİŞ

Küreselleşme ile birlikte ülke ekonomileri ve pay piyasaları arasındaki sınırların kalkması sonucunda, yeni yatırım olanakları ortaya çıkabilmekte ancak diğer taraftan belirsizlik ve riskli durumlar ile karşı karşıya kalılabilmektedir. Rasyonel davranış sergilemeleri beklenen yatırımcıların da değişkenlik gösterebilecek riskli koşullara daha fazla önem vermeleri gerekmektedir. Bu bağlamda, yüksek getiri düzeyinde minimum risk bekleyen yatırımcıların sistematik, sistematik olmayan ve sistemik risk unsurlarını dikkate alarak yatırım kararlarını almaları önem arz etmektedir (de Bandt ve Hartmann, 2000: 11). Ulusal ve uluslararası politik koşullarda meydana gelebilecek değişimler sonucunda pay piyasalarında veya yatırım getirilerinde ortaya çıkabilecek olası kayıpları yansıtan ve ülke riskinin en önemli belirleyicisi konumunda olan ve tüm risk faktörlerini doğrudan etkilediği düşünülen politik risk unsurunun ölçülmesi, ülkelerin ekonomik gelişimleri açısından önemlidir (Holt, 1998: 126; Baker, 1998: 121).

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında uluslararası ticaretin hızlanması ile birlikte finansal piyasaların ve ekonominin gelişimi gibi faktörler, yabancı yatırımların ülke piyasalarına çekilebilmesinde belirleyici olabilmektedir. Yabancı yatırımlar, ülkelerin sermaye piyasalarına ve ekonomilerine önemli katkılar sunabilmektedir. Yatırımcılar, farklı ülkelere doğrudan yabancı yatırım veya portföy yatırımları yaparak daha yüksek kazanç sağlamayı hedeflerler. Portföy yatırımları daha çok pay, tahvil ve bono piyasalarında gerçekleşmektedir. Yabancı yatırımcılar başka bir ülkede yatırımda bulunurken birçok riske maruz kalabilirler. Bu risklerden bazıları sistematik risk unsurları olarak bilinen döviz kuru riski, enflasyon riski, faiz riski ve politik risktir. Bu bağlamda yatırımcıların yatırım kararları alırken göz önünde bulundurması gereken birtakım etkenler söz konusudur. Ülke riskinin belirleyicilerinden biri olan politik risk unsurunun doğrudan yabancı yatırımlar ve pay piyasa getirilerine olan etkisinin ortaya konması son derece önemlidir.

Pay piyasalarının yüksek düzeyde risk içermesi ve doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki olumlu etkisi, politik riskin belirlenebilmesi ve ölçülmesini daha da önemli hale getirmektedir. Diğer taraftan ekonomik entegrasyonla birlikte politik, sosyal, finansal ve ekonomik gelişmeler ve bu faktörler doğrultusunda hesaplanan risk primleri ülkeleri ve firmaları etkileyebilmektedir. Ülke risk primlerinin hesaplanmasında esas unsurlardan biri olan politik risk, finansal krizler sonrasında önemini daha da artırmıştır. Politik istikrarsızlık olarak ifade edilebilen politik risk; hükümet istikrarı, askeri kanadın siyasetteki rolü, sosyoekonomik koşullar, yatırım profili, iç ve dış çatışmalar, yolsuzluk (rüşvet), dinsel gerilimler, kanun ve düzenlemeler, etnik gerilimler, demokratik hesap verilebilirlik ve bürokrasi kalitesi bileşenlerinden oluşmaktadır. Politik risk ile pay piyasa getirileri arasındaki ilişki, pay piyasalarının reel ekonomik değişkenlerden önemli ölçüde etkileniyor olmasından kaynaklanmaktadır.

Ulusal ve uluslararası politik koşullardaki değişimler sonucunda ortaya çıkan politik risk, yabancı yatırım hareketlerini ve yatırımcı kararlarını doğrudan etkileyebilmektedir. Bir ülkede politik riskin artması ya da azalması başta firmalar olmak üzere genel ekonomik düzeni de etkileme potansiyeline sahiptir (Ayaydın, 2015: 65). Ayrıca, finansal yapının sağlamlığı, reel sektör için gerekli olan kaynakların daha düşük maliyetle elde edilmesine, bu fonların üretime yönlendirilmesiyle sanayinin gelişmesine ve firma kârlılığının yükselmesine yol açabilmektedir (Kök ve diğerleri, 2015: 152). Dolayısıyla politik risk faktörlerinin pay piyasaları ve yatırımlar üzerindeki etkisinin araştırılması ülkeler açısından son derece önemli olabilmektedir.

Bu çalışmada, politik risk ile doğrudan yabancı yatırımlar ve pay piyasa getirisi arasındaki ilişkinin ortaya konulması hedeflenmiştir. Bu hedef doğrultusunda, G7 ülkelerinin 2002-2017 dönemindeki verileri araştırma kapsamında incelenmiştir. Çalışma; giriş, literatür taraması, metodoloji ve sonuç olmak üzere dört bölümden oluşmaktadır. Giriş bölümünde çalışmanın teorik altyapısına ve önemine ilişkin genel bilgiler sunulmaktadır. Literatür taraması bölümünde, konuyla ilişkili daha önce yapılan çalışmalarda ulaşılan bulgulara yer verilirken; metodoloji bölümünde ise politik risk ile doğrudan yabancı yatırımlar ve pay piyasa getirisi arasındaki ilişkiyi ortaya çıkarabilmek için gerçekleştirilen analizlere ve elde edilen bulgulara yer verilmiştir. Çalışmanın son bölümü olan sonuç bölümünde ise değerlendirme ve önerilere

değininmiştir. G7 ülkelerindeki doğrudan yabancı yatırımlar ve majör pay piyasa getirilerindeki politik risk etkisinin panel veri formunda grup etkisi üzerinden incelenmesi açısından bu çalışmanın özgünlük sunduğu ve alan yazınına katkı sağladığı düşünülmektedir.

## **2. LİTERATÜR TARAMASI**

Ulusal ve uluslararası literatürde farklı kaynaklardan sağlanan veriler doğrultusunda ülke riskini oluşturan ekonomik, finansal ve politik risk unsurları ile genellikle doğrudan yabancı yatırımlar, pay piyasaları ve ekonomik büyüme gibi makro faktörler arasındaki ilişkilerin incelendiği söylenebilir. Çalışmanın bu bölümünde ülke riskinin önemli göstergelerinden biri olan politik risk ile çeşitli faktörler arasındaki ilişki, farklı ülkeler ve ekonomik gruplar açısından incelenmiştir. Araştırma konusu ile ilgili önceki yıllarda gerçekleştirilen çalışmalarda elde edilen bulgular ulusal ve uluslararası çalışmalar olarak iki farklı grupta özetlenmektedir. Ulusal literatürde gerçekleştirilen çalışmalardan bazıları aşağıdaki gibidir.

Kaya ve Yılmaz (2003), 1970-2000 yıllarını kapsayan çalışmalarında, doğrudan yabancı yatırımları etkileyen faktörleri politik ve ekonomik değişkenler ile analiz etmişlerdir. Çalışmada kullanılan politik parametreler, siyasi istikrar ve askeri müdahale; ekonomik parametreler ise GSMH, asgari ücretteki değişimler, grevlerle kaybolan işgünü sayısı, sanayi sektörünün GSMH'deki payı, uluslararası net rezervler, enflasyon ve reel döviz kuru değişimleridir. Analiz sonucuna göre, doğrudan yabancı yatırımlara en çok etki eden parametreler asgari ücret değişiklikleri ve GSMH olarak bulunmuştur.

Emir ve Kurtaran (2005) tarafından yapılan çalışmada, yatırım yapılacak olan ülkenin politik riskinin doğrudan yabancı yatırım planlarının net bugünkü fiyatları üzerine etkisi araştırılmıştır. Politik risk, politik firma riski ve kamulaştırma riski olarak iki kısımda ele alınmıştır. Araştırma sonucunda, yabancı yatırımcıların yatırımlarının politik risk faktörünün en düşük olduğu yatırımlara aktarıldığı tespit edilmiştir.

Yapraklı ve Güngör (2007), çalışmalarında, hisseleri IMKB 100'de faaliyet gösteren firmaların verilerine etki eden politik, ekonomik ve ülke risklerini analiz etmişlerdir. Uluslararası Ülke Risk Rehberi'nden (International Country Risk Guide-ICRG) çalışmada kullanılacak olan ülke risk primleri elde edilmiştir. Borsa endeksi ile politik, ekonomik ve finansal riskler arasındaki eşbütünlüşme ilişkisi analiz edilmiştir. Analiz neticesinde politik risk ve ekonomik risk ile borsa endeksi arasında nedensellik ilişkisinin olduğu tespit edilirken, borsa endeksi ile finansal risk faktörü arasında uzun dönemli nedensellik ilişkisine rastlanılmamıştır. Diğer taraftan politik, ekonomik ve finansal risk faktörlerinin, pay senedi değerlerini negatif yönde etkilediği belirlenmiştir.

Sari ve diğerleri (2013) tarafından yapılan çalışmada, 2002-2010 döneminde Türkiye'de pay senedi fiyatları ile ülke risk faktörleri arasındaki ilişki araştırılmıştır. Analiz sonucuna göre, pay senedi fiyatları ile politik, finansal ve ekonomik riskler arasında ilişki tespit edilirken, pay senedi fiyatları ile politik ve finansal riskler arasında pozitif ilişkinin varlığı ortaya çıkarılmıştır.

Uysal ve diğerleri (2013), 1992-2010 yıllarını kapsayan çalışmalarında, makroekonomik parametreler ve ülke risk faktörleri ile doğrudan yabancı yatırım arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. İnceleme kapsamında doğrudan yabancı yatırımlar, ülke riski, reel döviz kuru, dışa açıklık oranı, politik risk, dış ticaret açığı ve GSYH parametreleri esas alınmıştır. Çalışma sonucunda, ülke riski ve GSYH değişkenleri doğrudan yabancı yatırımlar arasında pozitif ilişki tespit edilirken, dış ticaret açığı ve politik risk değişkenleri ile doğrudan yabancı yatırımlar arasında ise negatif ilişki tespit edilmiştir.

Çam'ın (2014) 2000-2009 dönemini kapsayan çalışmasında, IMKB'de işlem gören firmaların pay getirileri ile politik risk faktörü arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Analiz sonucuna göre politik risk ile firma değeri arasında anlamlı ve negatif bir ilişki olduğu belirlenmiştir.

Kaya ve diğerleri, (2014), 1998- 2012 döneminde BIST 100'de faaliyet gösteren firmaların pay senedi değerleri ile politik risk ile ilişkisini analiz etmiştir. Yapılan analiz sonuçlarına göre, borsa endeksi ile politik risk arasında uzun dönemli negatif ilişki tespit edilmiştir.

Kaya (2015) tarafından yapılan çalışmada, Ocak 1997-Aralık 2010 döneminde finansal, ekonomik ve politik risk ile yabancı portföy yatırımları arasındaki ilişki incelenmiştir. İnceleme neticesinde, finansal risk ile yabancı portföy yatırımları arasında pozitif ilişki tespit edilirken, politik risk ile yabancı portföy yatırımları arasında negatif ilişki tespit edilmiştir. Buna karşın ekonomik risk ile yabancı portföy yatırımları arasında anlamlı herhangi bir ilişkiye rastlanılmamıştır.

Kara ve Karabıyık (2015), 1999-2013 dönemini kapsayan çalışmalarında, ülke risk primleri ile BIST 100'de işlem gören pay senedi getirileri arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. İnceleme sonucuna göre; ekonomik, politik, ülke ve finansal risk primleri ile borsa değeri arasında negatif ilişkinin varlığı belirlenmiştir.

Bal ve Akça (2016) tarafından yapılan çalışmada, 2000-2013 döneminde Yeni Zelanda, Avustralya, Tayland, Çin, Singapur, Endonezya, Malezya, Filipinler, Japonya, Güney Kore ve Hong Kong ülkelerinde doğrudan yabancı yatırımları belirleyen etmenler analiz edilmiştir. Analiz sonucunda; doğrudan yabancı yatırımları etkileyen faktörlerin ticari açıklık, piyasa hacmi ve yığılma etkisi olduğu; buna karşın politik, altyapı ve makroekonomik istikrar faktörlerinin doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı belirlenmiştir.

Erkekoğlu ve Kılıçarslan (2016) tarafından yapılan çalışmada, 91 ülkenin 2002-2012 dönemindeki doğrudan yabancı yatırımları ile politik riskleri arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışma sonucunda, doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile politik risk arasında negatif ilişki tespit edilmiştir.

Tükenmez ve Kutay (2016) tarafından yapılan çalışmada, Türkiye ve Arjantin'e ait ülke riskleri ile pay senedi fiyatları arasındaki ilişki Ekim 1996-Aralık 2013 dönemi kapsamında araştırılmıştır. Araştırma neticesinde, finansal ve politik risk dereceleri ile borsa endeksi arasında uzun dönemli ilişki Türkiye için tespit edilirken, Arjantin için ise sadece finansal risk ile borsa değeri arasında uzun dönemli bir ilişki tespit edilmiştir. Buna ek olarak her iki ülke için finansal risk ile borsa endeksi arasında çift yönlü nedensellik ilişkisinin varlığı ortaya çıkarılmıştır. Regresyon Analizi sonucunda ise Türkiye için ekonomik, finansal ve politik riskler ile pay senedi fiyatları arasında negatif ilişki ortaya çıkarılırken, Arjantin için ise sadece finansal risk ile pay senedi fiyatları arasında negatif ilişki ortaya çıkarılmıştır.

Ayaydın ve diğerleri (2016), 2002-2015 döneminde pay senetleri BIST 100'de işlem gören firmaların pay senedi getirisi ile ekonomik, finansal ve politik risk arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. Analizlerden elde edilen sonuçlara göre; finansal, ülke, ekonomik ve politik riskler ile pay senedi getirisi arasında negatif ilişki tespit edilmiştir. Buna ek olarak ekonomik risk ile pay senedi getirisi arasında çift yönlü; ülke, finansal ve politik riskler ile pay senedi getirisi arasındaki ise tek yönlü nedensellik ilişkisi ortaya çıkarılmıştır.

Oral ve Yılmaz (2017) tarafından yapılan çalışmada, 1992-2014 döneminde finansal ve politik risk endeksleri ile BIST Sınai Endeksi arasındaki ilişki araştırılmıştır. Araştırma sonucunda, BIST Sınai Endeksi ile finansal, ekonomik, politik ve ülke riski arasında negatif ilişki tespit edilmiştir. Buna ek olarak pay senedi getirisi ile ekonomik risk arasında çift yönlü, pay senedi getirisi ve finansal risk, politik risk ile ülke riski arasında ise tek yönlü nedensellik ilişkisi belirlenmiştir.

Baltacı ve diğerlerinin (2017) çalışmalarında, Türkiye, Ukrayna, Brezilya, Mısır, Arjantin, Meksika, Filipinler, Kolombiya, Güney Afrika ve Hindistan ülkelerinde 2004-2015 dönemi için ülke risk faktörleri ile doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Analiz sonucunda, doğrudan yabancı yatırımlar ile politik risk arasındaki anlamlı ve pozitif ilişki tespit edilirken, ekonomik risk ile doğrudan yabancı yatırım arasında ise anlamlı negatif ilişki tespit edilmiştir.

Kaya ve diğerleri (2017) tarafından yapılan çalışmada, ülke risk faktörleri ile doğrudan yabancı yatırım ilişkisi incelenmiştir. Analiz sonucunda; gelişmekte olan ülkelere olan doğrudan yabancı yatırımlar ile ülke riski arasında anlamlı ve pozitif ilişki belirlenirken, gelişmiş ülkeler için ise anlamlı herhangi bir ilişki belirlenmemiştir.

Kaya (2019) tarafından yapılan çalışmada, 1997-2015 döneminde imalat sektörünün aktif kârlılığı ile finansal ve politik riskleri arasındaki ilişki araştırılmıştır. Araştırma sonucuna göre; imalat sanayi sektöründe ilgili dönemde aktif kârlılık ile finansal ve politik riskler arasında anlamlı ve negatif ilişki tespit edilmiştir.

Ulusal literatürde gerçekleştirilen çalışmalar genel olarak incelendiğinde, çalışmaların ağırlıklı olarak politik risk ve ülke riski bağlamında ele alındığı ve bu risk faktörleri ile yabancı yatırımlar ve pay piyasaları arasındaki ilişkilerin araştırıldığını söylemek mümkündür. Bu çalışmalarda elde edilen bulgulara göre politik risk faktörünün doğrudan yabancı yatırımları azaltan bir unsur olduğu söylenebilir. Diğer taraftan politik riskin pay senedi ve pay piyasa getirileri üzerinde farklı yönde etkilerinin olduğu da ifade edilebilir. Konu ile ilgili olarak uluslararası literatürde gerçekleştirilen çalışmalardan bazıları ise aşağıdaki gibidir.

Agarwal (1980) tarafından yapılan çalışmada, doğrudan yabancı yatırımların belirleyicilerini tespit etmek amaçlanmıştır. Bu amaç doğrultusunda ekonomik ve politik faktörleri ile doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişkiler incelenmiştir. İnceleme neticesinde, ekonomik ve politik risk unsurları ile doğrudan yabancı yatırımlar arasında anlamlı ilişkiler ortaya çıkarılmıştır.

Erb ve diğerlerinin (1996) 117 ülke esas alınarak gerçekleştirdikleri çalışmada, pay senedi getirileri ile ülke risk faktörleri arasındaki ilişki incelenmiştir. İnceleme sonucunda, pay senedi getirileri ile ülke riski arasında pozitif ilişki tespit edilmiştir.

Rajan ve Friedman (1997) tarafından yapılan çalışmada, yabancı yatırımlar ile ülke riski arasındaki ilişki analiz edilmiştir. 1981-1989 döneminde 600 ABD firması ve 557 yabancı firma analiz kapsamında incelenmiştir. Analiz sonucunda, uluslararası portföy yatırımlarının ülke riskinden etkilenme düzeyinin yüksek olduğu belirlenmiştir.

Tuman ve Emmert (1999) tarafından yapılan çalışmada, Japonya tarafından Latin Amerika'ya 1979-1999 döneminde yapılan doğrudan yabancı yatırımları etkileyen faktörler araştırılmıştır. Araştırma sonucuna göre; piyasa büyüklüğü, politik istikrarsızlık ve ekonomi uyum politikalarının Japon doğrudan yabancı yatırımlarını etkilediği belirlenmiştir.

Nordal (2001) tarafından yapılan çalışmada, petrol ihraç eden ülkelerde 1984-1996 döneminde doğrudan yabancı yatırımlar ile ülke riski arasındaki ilişki incelenmiştir. İnceleme neticesinde, doğrudan yabancı yatırımlar ile ülke riski arasında negatif ilişki tespit edilmiştir.

Chakrabarti (2001) tarafından 1994 yılında gerçekleştirilen çalışmada, gelişmiş ve gelişmekte olan 135 ülkenin doğrudan yabancı yatırımlarına etki eden faktörleri ile politik risk arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Analiz sonucunda, politik istikrar ile doğrudan yabancı yatırımlar arasında pozitif ilişki tespit edilmiştir.

Hassan ve diğerleri (2003) tarafından yapılan çalışmada, 1984-1999 döneminde 10 Orta Doğu ve Afrika (MEAF) ülkesinin pay senedi getirileri ile politik, ekonomik ve finansal riskleri arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Analiz sonucunda ülkelerin politik, ekonomik ve finansal riskleri ile pay senedi oynaklığı ve getirileri arasında ilişkiler olduğu tespit edilmiştir.

Sekkat ve Veganzones-Varoudakis (2004) tarafından yapılan çalışmada, Orta Doğu ve Kuzey Afrika (MENA) ülkelerinde doğrudan yabancı yatırımlar ile politik risk arasındaki ilişki incelenmiştir. Analiz sonucunda, doğrudan yabancı yatırımları ile politik risk arasında negatif ilişki tespit edilmiştir.

Shareef ve Hoti'nin (2005) yapmış olduğu, 1984-2001 dönemini kapsayan çalışmada, ülke risk primi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki incelenmiştir. İnceleme sonucunda, ekonomik büyüme ve ülke riski arasında pozitif ilişki belirlenmiştir.

Jensen ve McGillivray (2005) tarafından yapılan, 115 ülkenin 1975-1995 dönemindeki verilerini kapsayan çalışmada, doğrudan yabancı yatırımlar ile politik risk faktörleri arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Analiz

sonucuna göre, doğrudan yabancı yatırımlar ile politik risk arasında negatif ilişkinin varlığı ortaya çıkarılmıştır.

Beaulieu ve diğerleri (2005) tarafından yapılan çalışmada, Kanada firmalarının pay senedi getiri volatilitesi ile politik risk arasındaki ilişki araştırılmıştır. Araştırma neticesinde, pay senedi getiri volatilitesi ile politik risk arasında herhangi bir ilişki tespit edilmemiştir.

Gast ve Herrmann (2008) tarafından yapılan, 22 OECD ülkesinin 1991-2001 dönemindeki verilerini kapsayan çalışmada, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına etki eden faktörler belirlenmeye çalışılmıştır. Çalışma neticesinde, doğrudan yabancı yatırımlar ile ülke risk faktörleri arasında önemli düzeyde anlamlı bir ilişkinin varlığı belirlenmiştir.

Vijayakumar ve diğerleri (2009) tarafından yapılan çalışmada, 100 ülkenin 1990-1999 dönemindeki ülke riski ile doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişki incelenmiştir. Araştırma sonucunda elde edilen bulgulara göre, doğrudan yabancı yatırımların ülke riskinden önemli ölçüde etkilendiği tespit edilmiştir.

Krifa-Schneider ve Matei (2010) tarafından yapılan ve gelişmiş ve gelişmekte olan 33 ülkenin 1996-2008 dönemine ilişkin verilerini kapsayan çalışmada, doğrudan yabancı yatırımlar ile politik risk arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Çalışmada elde edilen bulgulara göre, doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile politik risk arasında negatif ilişki belirlenmiştir.

Samara (2012) tarafından yapılan çalışmada, ülke riski ile doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmadan elde edilen bulgulara göre; politik, ekonomik ve finansal risk faktörleri ile doğrudan yabancı sermaye yatırımları arasında anlamlı ilişkiler bulunmuştur.

Hammoudeh ve diğerleri (2013) tarafından yapılan çalışmada, BRICS ülkelerinin (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Güney Afrika Cumhuriyeti) 1999-2011 dönemindeki finansal, ekonomik ve siyasi riskleri ile pay senedi piyasaları arasındaki ilişki incelenmiştir. Analiz sonucunda, BRICS ülkelerinde politik ve ekonomik risklere göre finansal risklerin pay senedi piyasaları üzerindeki etkisinin daha yüksek düzeyde olduğu tespit edilmiştir.

Khan ve Akbar (2013) çalışmalarında, 1986-2009 dönemi için 94 ülkenin politik risk düzeyinin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisini araştırmıştır. Araştırma neticesinde, doğrudan yabancı yatırımlar ile politik risk arasında negatif ilişki tespit edilmiştir.

Asiri ve Hubail (2014) tarafından yapılan çalışmada, 2006-2011 döneminde 70 ülke analiz kapsamında incelenmiştir. Çalışmada, ülke riskini oluşturan faktörler analiz edilmiştir. Analiz sonucunda, ülke ekonomisinin politik riskten önemli ölçüde etkilendiği tespit edilmiştir.

Elleuch ve diğerleri (2015) tarafından yapılan çalışmada, 1990-2014 döneminde Tunus'ta doğrudan yabancı yatırımlar ile politik ve ülke riski arasındaki ilişki analiz edilmiştir. İnceleme sonucunda, doğrudan yabancı yatırımlar ile politik risk arasında negatif ilişki belirlenmiştir.

Mensi ve diğerleri (2016) tarafından yapılan çalışmada, BRICS ülkelerinin borsalarıyla finansal, ekonomik ve politik risklerle olan ilişkisi araştırılmıştır. Araştırma sonucuna göre, BRICS ülkelerinin pay senedi fiyatlarının ülke risklerinden etkilenme düzeylerinin alt ve üst rejimlerde değişim gösterdiği belirlenmiştir.

Uluslararası literatürde yapılan çalışmalar incelendiğinde, çalışmaların politik risk ve ülke riski çerçevesinde ele alındığı ve bu risk faktörleri ile yabancı yatırımlar ve pay piyasaları arasında anlamlı ilişkilerin elde edildiği belirlenmiştir. Bu çalışmalarda ulaşılan bulgulara göre politik risk ile doğrudan yabancı yatırımlar arasında negatif ilişkinin olduğuna dair bulgular elde edildiği söylenebilir. Diğer taraftan politik ve ülke riskinin pay senedi ve pay piyasa getirileri üzerinde ağırlıklı olarak pozitif etkisi olduğu da ifade edilebilir.

### 3. VERİ SETİ ve DEĞİŞKENLER

Sistematiik risk unsurlarından biri olan politik risk ile doğrudan yabancı yatırım ve pay piyasası getirileri arasındaki ilişkinin ortaya çıkarılmaya çalışıldığı çalışmada, en gelişmiş yedi ekonomiye sahip G7 ülkelerinin 2002-2017 dönemindeki verileri analiz kapsamında incelenmiştir. Ülkelere ilişkin pay piyasası verileri, www.investing.com; doğrudan yabancı yatırım verileri, data.worldbank.org ve politik risk verileri ise ICRG veri tabanlarından sağlanmıştır. Çalışmada incelenen ülkelere ait verilere 2002 yılı itibarıyla tam olarak ulaşılabilmesi ve 2017 sonrası verilere ulaşamadığı için 2002 öncesi ve 2017 yılı sonrası veriler analiz kapsamına dâhil edilememiştir. Araştırma kapsamında incelenen ülkeler ve kullanılan değişkenler Çizelge 1’de gösterilmiştir.

**Çizelge 1. E7 Ülkeleri ve Kullanılan Değişkenler**

Sıra	Ülke	Pay Piyasası
1	Kanada	S&P/TSX Composite (GSPTSE)
2	Almanya	DAX (GDAXI) DAX (GDAXI)
3	Fransa	CAC 40 (FCHI)
4	İtalya	FTSE MIB (FTMIB)
5	Japonya	NIKKEI 225 (N225)
6	İngiltere	FTSE 100 (FTSE)
7	ABD	S&P 500 (SPX)
Değişkenler ve Hesaplama Şekilleri		
Bağımlı Değişkenler	<b>Pay Piyasası Getirisi</b> (Logaritmik Sürekli Getirisi)	
	<b>Doğrudan Yabancı Yatırım,</b> Net Girişler (Ödemeler Dengesi), Cari USD	
Açıklayıcı Değişken	<b>Politik Risk,</b> International Report Dergisi editörleri tarafından geliştirilmiş ICRG	

Çalışmada, politik risk, ICRG ile temsil edilmektedir. ICRG endeksi; kurumsal yatırımcılar, finans ve ekonomi uzmanları gibi unsurlar tarafından ülkelerin finansal, ekonomik ve politik risk düzeylerinin değerlendirilmesi amacıyla kullanılabilir. Politik risk endeksi 12 ayrı bileşenden oluşmakta ve 0 ile 100 puan aralığında değerlendirilmektedir. Politik risk primi; hükümet istikrarı, askeri kanadın siyasetteki rolü, sosyoekonomik koşullar, yatırım profili, iç ve dış çatışmalar, yolsuzluk (rüşvet), dinsel gerilimler, kanun ve düzenlemeler, etnik gerilimler, demokratik hesap verilebilirlik ve bürokrasi kalitesi faktörleri esas alınarak hesaplanmaktadır. Bu kriterler doğrultusunda politik risk düzeyini gösteren endeks değerleri 0 ile 100 arasında değişmektedir. Hesaplanan endeks değeri azaldıkça ülkeye ilişkin risk düzeyi yükselmekte, endeks değeri arttığında ise ülkenin risk düzeyi düşmektedir. Diğer bir ifadeyle, endeks puanı yüksek olan bir ülkede politik riskin düşük olduğu diğer taraftan endeks puanının düşük olduğu, ülkede ise politik riskin yüksek olduğu söylenebilmektedir. Politik risk primi verileri objektif kriterlere dayanmakla birlikte belirli bir seviyede öznel değerlendirmeler de içermektedir (ICRG, 2019). Çalışmanın bağımlı değişkenleri konumunda olan pay piyasası getirileri için ülkelerin majör pay piyasa endeksleri esas alınırken, doğrudan yabancı yatırımlar için ise dolar bazlı ödemeler dengesi doğrultusundaki net girişler esas alınmıştır. Tüm değişkenlerin birimlerinin aynı olabilmesi ve analize dâhil edilebilmesi için doğrudan yabancı yatırım ve politik risk endeks verilerinin logaritmaları alınmıştır.

### 4. MODELLER ve HİPOTEZLER

Politik risk ile doğrudan yabancı yatırım ve pay piyasa getirisi arasındaki ilişkinin incelenebilmesi amacıyla Çizelge 2’de gösterildiği gibi iki farklı model oluşturulmuştur.

**Çizelge 2. Araştırmada Oluşturulan Modeller**

No	Model
1	$\ln DYY_{it} = \alpha_{it} + \beta_{2it} \ln POLRISK_{it} + \varepsilon_{it}$
2	$\ln PAYGET_{it} = \alpha_{it} + \beta_{2it} \ln POLRISK_{it} + \varepsilon_{it} + \lambda_t$

Çalışmada, DYY bağımlı değişkeni için tek yönlü sabit etkiler ve PAYGET bağımlı değişkeni için ise çift yönlü sabit etkiler modellerinde;  $Y_{it}$ , bağımlı değişkeni,  $X_{2it}$ , bağımsız değişkeni,  $\alpha_{it}$ , birimden birime değişen sabiti,  $\beta^2$ , bağımsız değişkenin eğim katsayısını,  $\varepsilon_{it}$ , hata terimini,  $i$ , modeldeki birimlerden her birini,  $t$ , zamanı,  $\lambda_t$  ise zamandan zamana değişebilen sabit terimi ifade etmektedir (Gujarati, 2003: 642-644).

Bu modeller doğrultusunda araştırma kapsamında iki hipotez sınaması gerçekleştirilmiştir. Araştırmanın teorik altyapısı kapsamında sınanacak hipotezlere ve dayanaklara ilişkin bilgiler Çizelge 3'te sunulmuştur.

**Çizelge 3. Çalışmada Sınanan Hipotezler**

<p><b>Hipotez 1: Politik risk ile doğrudan yabancı yatırımlar arasında anlamlı ve negatif ilişki vardır.</b></p> <p>Küreselleşme ile birlikte ekonomik sınırların kalkması, uluslararası ticaretin gelişmesi gibi faktörler, ülkeler arasındaki sermaye hareketliliğinin hızlanmasına ve yabancı yatırımların öneminin artmasına yol açmaktadır. Finansal piyasaların gelişmesi ve piyasa etkinliğinin sağlanabilmesi için gerekli olan fonların doğrudan yabancı yatırımlar aracılığıyla sağlanması, ülke ekonomilerinin büyümesine ve mali yapısının daha güçlü olmasına imkân tanımaktadır. Yatırımcılar, rasyonel hareket etme eğiliminde ve düşük risk düzeyinde maksimum getiri elde etme arayışındadır. Bu doğrultuda yatırımcılar, kendi ülkeleri dışında yatırım kararı alırken o ülkenin genel ekonomik durumuna, mali yapısına, makroekonomik faktörlere ve risklilik düzeyine dikkat etmektedir. Yabancı yatırımlar açısından esas alınacak en önemli risk faktörü olarak politik risk söylenebilmektedir. Para ve maliye politikalarının belirleyici unsurlarının başında gelen siyasi erkin, ekonominin ve finansal piyasaların genel işleyişine doğrudan etki etmesi, yabancı yatırımcıların o ülkeye yatırım kararı almasında önemli bir göstergedir. Politik risk düzeyinin yüksek olduğu bir ülkeye yabancı yatırımcılar, yatırım yapmaktan kaçınabilmektedir. Dolayısıyla politik risk ile doğrudan yabancı yatırımlar arasında negatif yönlü bir ilişkinin olması beklenmektedir.</p>
<p><b>Hipotez 2: Politik risk ile pay piyasası getirisi arasında anlamlı ve pozitif ilişki vardır.</b></p> <p>Rasyonel yatırımcılar düşük risk düzeyinde yüksek getiri beklemektedir. Bu bağlamda, riske maruz kalan ve bu riskleri gidermeyen yatırımcılar daha fazla kazanç elde etmek istemektedir. Finans literatüründe risk ile getininin doğru orantılı olduğu dikkate alındığında, yabancı yatırımcıların da politik riskin yüksek olduğu bir ülkede daha fazla getiri sağlamak istemeleri olağan karşılanmaktadır. Diğer taraftan rasyonel hareket etmeyen, yüksek risk almak isteyen ve spekülasyon güdüsüyle hareket eden yabancı yatırımcılar da daha fazla getiri elde etmek isteyebilmektedir. Dolayısıyla politik riskin yüksek olduğu bir ülkede pay piyasalarından sağlanacak getiriler daha fazla olabilmektedir. Diğer bir deyişle, politik risk ile pay piyasası getirisi arasında pozitif yönlü bir ilişkinin varlığı beklenmektedir.</p>

## 5. YÖNTEM

Politik risk ile pay piyasası getirisi ve doğrudan yabancı yatırım arasındaki ilişki Panel Veri Analizi ile araştırılmıştır. Panel Veri Analizi, Eviews 10 ve Gauss 19 paket programları kullanılarak gerçekleştirilmiştir. Panel Veri Analizi kapsamında güvenilir, doğru ve tutarlı sonuçlar elde edebilmek için yatay kesit bağımlılığı, homojenlik, durağanlık, değişen varyans ve otokorelasyon varsayımlarının sınaması gerekmektedir.

Panel veriyi oluşturan yatay kesitlerin (ülke, firma) birinde meydana gelen çok diğer kesitleri de etkiliyorsa yatay kesitler arasında bağımlılık söz konusudur. Yatay kesit bağımlılığı, değişkenlere ilişkin serilerin birim kök içerip içermediklerinin test edilebilmesi ve durağanlığın sağlanabilmesi için ön koşullardan biridir. Yatay kesit bağımlılığı dikkate alınmadan yapılan analizlerde ulaşılabilecek olan bulgular güvenilir olmamakta ve sahte regresyon sorunu ortaya çıkmaktadır. Çalışmanın zaman boyutunun yatay kesit boyutundan büyük olması doğrultusunda Pesaran ve diğerlerinin (2008) LMadj Testi ile yatay kesit bağımlılığı incelenmiştir.



Test aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir.

$$LM_{adj} = \left( \frac{2}{N(N-1)} \right)^{1/2} \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \left[ \rho_{ij}^2 \frac{(T-K-1)\rho_{ij} - u_{Tij}}{v_{Tij}} \right] \sim N(0,1) \quad (1)$$

Formülden elde edilecek olan test istatistiği asimptotik olarak standart normal dağılım göstermektedir. Formülde  $\mu T_{ij}$  ortalamayı,  $v T_{ij}$  varyansı göstermektedir.

Durağanlık sınaması için gerekli olan bir diğer koşul ise serilerin homojen ya da heterojen olup olmadıklarıdır. Durağanlığın test edilmesi için hangi birim kök testinin kullanılacağı, serilerin homojenlik durumuna göre değişmektedir. Çalışmada homojenlik, Pesaran ve Yamagata (2008) tarafından geliştirilen Delta Testleri ile araştırılmıştır. Serilerin homojenliği testi aşağıdaki denklemdeki gibidir.

$$\tilde{\Delta}_{adj} = \sqrt{N} \frac{N^{-1} \hat{S} - E(\hat{Z}_{it})}{\sqrt{VAR(\hat{Z}_{it})}} \quad (2)$$

Serilerin yatay kesit bağımlılığı içermesi durumunda durağanlık sınaması için İkinci Nesil Birim Kök Testleri kullanılırken; yatay kesit bağımlılığının olmadığı durumda ise Birinci Nesil Birim Kök Testlerinden yararlanılmaktadır. Birinci Nesil Birim Kök Testlerinden hangisinin kullanılacağı ise serilerin homojen ya da heterojen olup olmadığına göre değişmektedir. Bu doğrultuda çalışmada yatay kesit bağımlılığının tespit edildiği seriler için Bai ve NG (2004) PANIC İkinci Nesil Birim Kök testi kullanılmıştır. PANIC Birim Kök Testi, ADF Testini panel veriler için kullanan Maddala ve Wu (1999)'nun çalışmasına dayanmaktadır. PANIC Testine ilişkin denklem aşağıdaki gibidir.

$$P_e^c = \frac{-2 \sum_{i=1}^N \ln P_e^c(i) - 2N}{\sqrt{4N}} \xrightarrow{d} N(0,1) \quad (3)$$

$$P_e^T = \frac{-2 \sum_{i=1}^N \ln P_e^T(i) - 2N}{\sqrt{4N}} \xrightarrow{d} N(0,1) \quad (4)$$

Yatay kesit bağımlılığının olmadığı ve homojen olan seriler için ise Birinci Nesil Birim Kök Testi olan Levin ve diğerlerinin (2002) LLC Testi kullanılmıştır. LLC Testi, her bir yatay kesit birim için bireysel birim kök testlerine göre daha güçlü bir panel birim kök testidir. LLC aşağıdaki gibi modellenmektedir.

$$\Delta y_{it} = \rho y_{i,t-1} + \sum_{l=1}^{p_i} \theta_{il} \Delta y_{it-l} + \alpha_{mi} d_{mt} + \varepsilon_{it} \quad m = 1, 2, 3 \quad (5)$$

Serilerin durağanlıkları sağlandıktan sonra model tahmininde sabit etkiler ya da rassal etkiler modellerinden hangisinin daha etkin olduğu ise F, LM ve Honda testleri ile tespit edilmiştir.

F Testi, panel veri modellerinde havuzlanmış modelin sabit etkiler modeline göre geçerliliğini test etmektedir. Kısıtlı ve kısıtsız model olmak üzere iki tür model kullanılan testin kısıtlı modelinde, değişkenlere ait verilerin birimlere göre değer aldığı; kısıtsız modelde ise birim farklılıklarının önemli olmadığı varsayımı söz konusudur. Kısıtlı ve kısıtsız model aşağıdaki denklemlerdeki gibi gösterilmektedir.

$$\text{Kısıtsız Model; } Y_i = X_i \beta_i + u_i \quad i = 1, 2, 3, \dots, N \quad (6)$$

$$\text{Kısıtlı Model; } Y_i = X \beta + u \quad (7)$$

Breusch-Pagan (1980) LM Testi, Rassal Etkiler Modeline karşı havuzlanmış modelin uygun olup olmadığını test etmek için geliştirilmiştir. Bu testte, rassal birim etkilerin varyansının sıfır olduğu aşağıdaki hipotezlerle test edilmektedir.

$$H_0 : \sigma_u^2 = 0 ; H_1 : \sigma_u^2 \neq 0 \quad (8)$$

Honda (1985) Testi, Breusch ve Pagan (1980) tarafından geliştirilen LM testlerinde iki yönlü olarak kurulan LM testlerinin, tek yönlü olacak biçimde yeniden formüle edildiği şeklindedir.

$$LM = ( LM_1 + LM_2 ) \sim X^2 \quad (9)$$

$$HONDA = \sqrt{ ( LM_1 + LM_2 ) } \sim N(0,1) \quad (10)$$

Çalışmanın panel verisi, belirli spesifik bir gruptan ve belirli bir dönem esas alınarak oluşturulmuş ise modellerin tahmin edilmesinde Sabit Etkiler Modelinin kullanılması daha doğru ve tutarlı sonuçlar vermektedir (Baltagi, 2005: 12). Bu bağlamda, modellerde Sabit Etkiler Modeli doğrultusunda ulaşılan bulguların geçerli olduğu öngörülmüştür.

Geçerli modelin belirlenmesi sonrasında sabit etkiler modellerine ilişkin hata terimlerinde değişen varyans olup olmadığı, Breusch-Pagan-Godfrey Heteroscedasticity LM ile incelenirken; otokorelasyon ise Baltagi ve Li (1991), Born ve Bretuing (2016) ve Bhargava ve diğerlerinin (1982) Durbin-Watson testleri ile incelenmiştir. Modellerde değişen varyans sorununun varlığı belirlenirken, otokorelasyon sorununa ise rastlanılmamıştır. Bu doğrultuda model tahminlemesi, panel standart hataları düzelten White Cross-Section Yöntemi kullanılarak gerçekleştirilmiştir.

## 6. BULGULAR

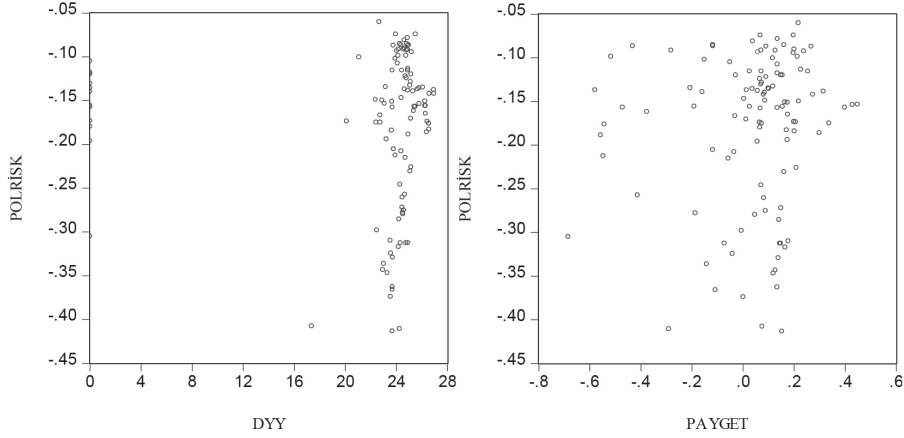
G7 ülkelerine ilişkin pay piyasa getirisi, doğrudan yabancı yatırım ve politik risk puanlarına ait ham veriler üzerinden hesaplanmış tanımlayıcı istatistik sonuçları ve değişkenler arasındaki korelasyon ilişkisine ait test sonuçları Çizelge 4'te sunulmuştur.

**Çizelge 4. Tanımlayıcı İstatistik ve Korelasyon Test Sonuçları**

	PAYGET	DYY (Milyon USD)	POLRISK
<b>Ortalama</b>	0,037912	63100	0,838116
<b>Medyan</b>	0,083992	38600	0,856534
<b>Maksimum</b>	0,449290	509000	0,941604
<b>Minimum</b>	-0,683699	-213000	0,661301
<b>Std. Sap.</b>	0,218805	108000	0,070529
<b>Çarpıklık</b>	-1,334085	1,744051	-0,860732
<b>Basıklık</b>	4,763405	7,791768	2,741584
<b>Jarque-Bera</b>	47,73409	163,9302	14,141010
<b>J-B Olasılık</b>	0,000000	0,000000	0,000850
<b>Gözlem</b>	112	112	112
<b>Korelasyon t-istatistik</b>			
<b>Olasılık</b>			
<b>PAYGET</b>	1,000000		
<b>DYY</b>	-0,007916	1,000000	
<b>POLRISK</b>	0,106049	0,160567	1,000000

Tanımlayıcı istatistik sonuçları değerlendirildiğinde, G7 ülkelerinde pay piyasa getiri ortalaması 0,037 olarak hesaplanmıştır. G7 ülkelerine yapılan doğrudan yabancı yatırım ortalama değerinin 63,1 milyar dolar olduğu belirlenirken, politik risk primi değerinin ise 0,838 olduğu belirlenmiştir. Politik risk primi değerinin 0-100 arasında gerçekleştiği ve bu değer yüksek olduğu ülkelerde politik risk düzeyinin düşük olduğu dikkate alındığında, G7 ülkeleri için politik riskin seviyesinin düşük olduğu söylenebilir. Basıklık, çarpıklık ve J-B değerlerine göre serilerin normal dağılıma uymadıkları belirlenmiştir. Her üç değişkene ilişkin serilerin normal dağılım varsayımını sağlamadığı dikkate alındığında değişkenler

arasındaki korelasyon ilişkisi, Spearman Korelasyon Testi ile incelenmiştir. Buna göre, G7 ülkelerinde pay piyasası getirisi ile doğrudan yabancı yatırımlar arasında 0,007'lik düşük düzeyli negatif ilişki tespit edilirken, pay piyasası getirisi ile politik risk arasında ise 0,106'lık pozitif ilişki tespit edilmiştir. Diğer taraftan doğrudan yabancı yatırım ile politik risk arasında ise 0,160'lık pozitif ilişkinin olduğu ortaya konulmuştur. Şekil 1'de politik risk ile doğrudan yabancı yatırım ve pay getirisi arasındaki ilişkiye yönelik olarak oluşturulan serpilme diyagramı gösterilmektedir.



**Şekil 1. Değişkenlerin Serpilme Diyagramı**

Serpilme grafiği doğrultusunda değişkenlere ilişkin değerlerin birbirleriyle olan ilişkisi incelendiğinde, politik risk ile DYY arasında doğrusal bir ilişki gözlemlenirken; pay getirisi ile dağınık bir görünüm gözlemlenmektedir.

Panel Veri Analizi kapsamında doğru ve tutarlı sonuçlar elde edebilmek için dikkate alınması gereken ilk varsayım olan değişken ve panel bazında Yatay Kesit Bağımlılığı test sonuçları Çizelge 5'te gösterilmiştir.

**Çizelge 5. Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları**

Değişken	LMadj	
	İsta.	Olas. D.
<b>DYY</b>	2,386	0,009
<b>PAYGET</b>	0,734	0,231
<b>POLRISK</b>	20,802	0,000

Gecikme sayısı (p) 2 olarak kabul edilmiştir.

Pesaran ve diğerlerinin (2008) LMadj Yatay Kesit Bağımlılığı Testi sonuçlarına göre PAYGET değişkenine ait hesaplanan olasılık değerlerinin kritik değer olarak kabul edilen 0,05'ten büyük olduğu belirlenmiştir. Dolayısıyla testin sıfır hipotezi olan "yatay kesit bağımlılığı yoktur" hipotezi reddedilememektedir ve yatay kesit bağımlılığının olmadığı tespit edilmiştir. Diğer taraftan DYY ve POLRISK değişkenlerine ait olasılık değerlerinin ise kritik değerinin altında olduğu hesaplanmış ve sıfır hipotezi reddedilmiştir ve yatay kesit bağımlılığının varlığı tespit edilmiştir. YKB'nin tespit edildiği değişkenlerin durağanlık sınamaları için ikinci nesil birim kök testi kullanılırken; YKB'nin olmadığı değişkenler için ise birinci nesil birim kök testi kullanılmaktadır. Birinci nesil birim kök testlerinden hangisinin kullanılacağı ise homojenlik test sonuçları doğrultusunda belirlenmektedir. Homojenlik test sonuçları Çizelge 6'da sunulmuştur.

**Çizelge 6. Homojenlik/Heterojenlik Test Sonuçları**

	$\tilde{\Delta}$	Olasılık D.	$\tilde{\Delta}_{adj}$	Olasılık D.
<b>DYY</b>	0,313	0,377	0,347	0,364
<b>PAYGET</b>	-1,350	0,911	-1,497	0,933
<b>POLRISK</b>	-0,895	0,815	-0,993	0,840

$H_0$ : Eğim katsayıları homojendir.

Her üç değişken için hesaplanan delta olasılık değerlerinin kritik değer üzerinde olduğu belirlenmiş ve sıfır hipotezi reddedilememiştir. Dolayısıyla tüm değişkenlerin eğim katsayıları homojendir. YKB ve homojenlik test sonuçlarına göre DYY ve POLRISK değişkenleri için PANIC İkinci Nesil Birim Kök Testi durağanlık sınaması için kullanılırken, YKB'nin olmadığı ve homojen yapıda olan PAYGET değişkeni için ise LLC Birim Kök Testi kullanılmıştır. Birim Kök Testi sonuçları Çizelge 7 ve 8'de gösterilmiştir.

**Çizelge 7. PANIC Panel Birim Kök Testi Sonuçları**

Seviye	Sabit		Sabit ve Trend	
	İsta.	Olas. Değeri	İsta.	Olas. Değeri
<b>DYY</b>				
$P_e^c$	33,7755	0,0022***	26,2796	0,0238**
<b>POLRISK</b>				
$P_e^c$	19,6719	0,1408	15,6337	0,3362
Birinci Fark				
<b>POLRISK</b>				
$P_e^c$	31,1705	0,0052***	26,1184	0,0250**

\*\*\*, \*\* ve \* sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

PANIC Birim Kök Testi sonuçlarına göre, DYY değişkeni için hesaplanan test olasılık değerlerinin kritik değer altında olduğu belirlenmiş ve testin sıfır hipotezi olan "birim kök vardır" reddedilmiştir. Dolayısıyla DYY değişkeninin düzeyde, durağan olduğu belirlenmiştir. Buna karşın POLRISK değişkeni için hesaplanan olasılık değerlerinin ise kritik değer üzerinde olduğu ve serinin düzeyde durağan olmadığı tespit edilmiştir. Bu doğrultuda POLRISK değişkeni serisinin birinci dereceden farkı alınarak seri durağan hale getirilmiştir.

**Çizelge 8. LLC Panel Birim Kök Test Sonuçları**

Sabit	Değişken	İsta.	Olas. Değeri	Sabit + Trend	Değişken	İsta.	Olas. Değeri
	<b>PAYGET</b>	-12,959	0,000***		<b>PAYGET</b>	-11,550	0,000***

\*\*\*, \*\* ve \* sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

LLC Birim Kök Testi sonuçları incelendiğinde, PAYGET değişkeni için hesaplanan olasılık değeri doğrultusunda serinin düzeyde, durağan olduğu belirlenmiştir. Bu bağlamda, çalışmada kullanılan değişkenlere ilişkin serilerin durağanlıkları sağlanmıştır. Tahmin modeli seçimi için F, LM ve Honda testleri gerçekleştirilmiştir. Analiz sonuçları Çizelge 9'da sunulmuştur.

**Çizelge 9. Sabit Etkiler/Rassal Etkiler Model Seçimi**

Model 1 (DYY)	Sabit	Test	İsta.	Olas. Değeri	Karar	
		F-grup	10,24445	0,000000	Ret	Sabit
		F-zaman	0,682078	0,785450	Reddedilemez	Havuz
		F-iki yönlü	3,529678	0,000027	Ret	Sabit
	Rassal	LM-grup	91,95826	0,000000	Ret	Rassal
		LM-zaman	3,126839	0,077013	Reddedilemez	Havuz
		LM- iki yönlü	95,08509	0,000000	Ret	Rassal
	Rassal	Honda-grup	9,589487	0,000000	Ret	Rassal
		Honda-zaman	-1,768287	0,961494	Reddedilemez	Havuz
		Honda-iki yönlü	5,530423	1,60E-08	Ret	Rassal
Model 2 (PAYGET)	Sabit	F-grup	3,740279	0,002420	Ret	Sabit
		F-zaman	33,35741	0,000000	Ret	Sabit
		F-iki yönlü	24,41612	0,000000	Ret	Sabit
	Rassal	LM-grup	0,728993	0,393210	Reddedilemez	Havuz
		LM-zaman	184,4560	0,000000	Ret	Rassal
		LM- iki yönlü	185,1850	0,000000	Ret	Rassal
	Rassal	Honda-grup	-0,853811	0,803395	Reddedilemez	Havuz
		Honda-zaman	13,58146	0,000000	Ret	Rassal
		Honda-iki yönlü	8,999807	0,000000	Ret	Rassal

Model 1 için Havuzlanmış Model ya da Sabit Etkiler Modelinden hangisinin kullanılması gerektiğinin belirlenebilmesi için yapılan F Testi sonuçlarına göre modelde grup etkisinin olduğu Tek Yönlü Sabit Etkiler Modelinin geçerli olduğu ortaya çıkarılmıştır. Havuzlanmış Model veya Rassal Etkiler Modelinden hangisinin geçerli olduğunu belirlemek için yapılan LM ve Honda Test sonuçlarına göre ise yine grup etkisinin olduğu Tek Yönlü Rassal Etkiler Modelinin geçerli olduğu belirlenmiştir. Model 2’de ise F Testi sonuçlarına göre grup ve zaman etkilerinin olduğu Çift Yönlü Sabit Etkiler Modelinin geçerli olduğu, LM ve Honda testlerine göre ise zaman etkisinin geçerli olduğu Tek Yönlü Rassal Etkiler Modelinin geçerli olduğu tespit edilmiştir. Çalışmada kullanılan verilerin belirli bir dönemde belirli bir spesifik gruptan elde edildiği göz önüne alındığında her iki model için de Sabit Etkiler Modelinin geçerli olduğu ve daha etkin sonuçlar verdiği belirlenmiştir. Bu bağlamda çalışmada, Model 1 için grup etkisinin olduğu Tek Yönlü Sabit Etkiler Modeli ile tahminleme yapılırken; Model 2 için ise zaman ve grup etkilerinin olduğu Çift Yönlü Sabit Etkiler Modeli ile tahminleme yapılmıştır. Sabit Etkiler Modellerinin hata terimlerine ilişkin değişen varyans ve otokorelasyon sorunlarının olup olmadığı için yapılan analiz sonuçları Çizelge 10’da yer almıştır.

**Çizelge 10. Diagnostik Test Sonuçları**

	Model	Test	İsta.	Olas. Değeri
Değişen Varyans	DYY	Breusch-Pagan-Godfrey LM	59,99707	0,000000
	PAYGET		11,83932	0,000580
Otokorelasyon	DYY	Baltagi ve Li LM	0,057728	0,810124
		Born ve Breitung LM	0,910792	0,339904
		Durbin-Watson	1,932605	
	PAYGET	Baltagi ve Li LM	0,037481	0,846489
		Born ve Breitung LM	0,823274	0,364225
		Durbin-Watson	1,888114	

Breusch-Pagan-Godfrey LM Değişen Varyans Test sonuçlarına göre her iki model için hesaplanan olasılık değerlerinin kritik değerinin altında olduğu belirlenmiş ve modelde varyansın sabit olduğunu ifade eden sıfır hipotezi reddedilmiştir. Dolayısıyla her iki modelde de değişen varyans sorunu tespit edilmiştir. Baltagi ve Li LM, Born ve Breitung LM ve Durbin-Watson Test değerlerine göre ise her iki modelde de otokorelasyon sorununun olmadığı söylenebilmektedir. Modellerde varlığı tespit edilen değişen varyans sorunlarını çözen White Cross-Section Dirençli Tahmin Yöntemi kullanılarak modeller tahminlenmiştir. Panel Veri Analiz sonuçları Çizelge 11'de gösterilmiştir.

Çizelge 11. Model Tahmin Sonuçları

Model 1 (DYY)				
Bağımlı Değişken	Yöntem			Örneklem
DYY	Enküçük Kareler Yöntemi/Sabit Etkiler Modeli White Cross-Section Standard Errors & Covariance (D.F. Corrected)			2002-2017
Bağımsız Değişken	Katsayı	Stnd. Hata	t-ista.	Olas.
POLRISK	-65,68037	17,02514	-3,857845	0,0002***
C	21,35720	0,509345	41,93072	0,0000***
Period Fixed (Dummy Variables)				
R-Kare	0,412903	Mean Dependent VAR	21,39648	
Düzeltilmiş R-Kare	0,370535	S.D. Dependent VAR	8,191421	
S.E. of Regression	6,498977	Akaike Bilgi Kriter	6,654298	
Sum Squared Resid	4096,960	Schwarz Kriter	6,856505	
Log Likelihood	-341,3507	Hannan-Quinn Kriter	6,736236	
F-İstatistik	9,745671	Durbin-Watson	2,049733	
Olas. (F-İstatistik)	0,000000			
Model 2 (PAYGET)				
Bağımlı Değişken	Yöntem			Örneklem
PAYGET	Enküçük Kareler Yöntemi/Sabit Etkiler Modeli White Cross-Section			2002-2017
Bağımsız Değişken	Katsayı	Stnd. Hata	t-ista.	Olas.
POLRISK	0,455521	0,19669	2,315933	0,023**
C	0,053852	0,00011	457,8734	0,000***
Period Fixed (Dummy Variables)				
R-Kare	0,873167	Mean Dependent Var	0,053579	
Düzeltilmiş R-Kare	0,841077	S.D. Dependent Var	0,192952	
S.E. of Regression	0,076921	Akaike Bilgi Kriter	-2,108155	
Sum Squared Resid	0,491094	Schwarz Kriter	-1,552087	
Log Likelihood	132,6781	Hannan-Quinn Kriter	-1,882825	
F-İstatistik	27,20976	Durbin-Watson	2,0423	
Olas. (F-İstatistik)	0			

\*\*\*, \*\* ve \* sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

G7 ülkelerinde politik riskin doğrudan yabancı yatırım ve pay piyasası getirilerine olan etkisini ortaya çıkarabilmek amacıyla iki farklı Panel Veri Modeli oluşturulmuştur. DYY esas alınarak oluşturulan Model 1 için analiz sonuçları değerlendirildiğinde, modelin %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı olduğu ve politik risk priminin doğrudan yabancı yatırımlardaki değişimlerin %41'ini ( $R^2$ ) açıkladığı belirlenmiştir. Modelde politik risk ile doğrudan yabancı yatırım arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif ilişki tespit

edilmiştir. Bu doğrultuda politik risk primindeki %1'lik artış doğrudan yabancı yatırımlarda istatistiksel olarak %65,6'lık bir azalışa neden olmaktadır. Ancak çalışmanın bağımsız değişkeni konumunda olan politik risk endeksinin niteliği doğrultusunda bu ilişkinin ters yönlü olduğu ifade edilebilir. Model 1'de ulaşılan sonuçlar doğrultusunda araştırma kapsamında oluşturulan hipotez 1 reddedilmiştir. Bu bulgu, literatür ve teori ile beklenenin aksine farklı sonuçlar içermektedir. Çalışmada ulaşılan bulgular, Baltacı ve diğerleri (2017), Kaya ve diğerleri (2017) tarafından yapılan çalışmalarda elde edilen bulgular ile benzerlik göstermektedir.

PAYGET esas alınarak oluşturulan Model 2 sonuçlarına göre, modelin %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı olduğu ve politik risk priminin pay piyasa getirilerindeki değişimlerin %87'sini ( $R^2$ ) açıkladığı belirlenmiştir. Modelde politik risk ile pay piyasa getirisi arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif ilişkinin varlığı ortaya çıkarılmıştır. Bu bağlamda, politik risk primindeki %1'lik artışın pay piyasa getirisinde %45,5'lik artışa yol açtığı tespit edilmiştir. Diğer bir ifadeyle, risk endeks primindeki artış, politik riskin azaldığı anlamına gelmekte ve bu durum da pay piyasa getirisi ile politik risk arasında negatif ilişkinin varlığını ortaya çıkarmaktadır. Bu doğrultuda araştırma kapsamında oluşturulan hipotez 2 reddedilmektedir. Çalışmada elde edilen bu bulgu, Yapraklı ve Güngör (2007), Kaya ve diğerleri (2014), Kaya (2015), Kara ve Karabıyık (2015), Tükenmez ve Kutay (2016) tarafından yapılan çalışmalarda sağlanan bulgular ile paralellik göstermektedir.

## 7. SONUÇ ve ÖNERİLER

Küreselleşme ile birlikte uluslararası ticaretin gelişmesi, serbestleşmesi, ülkelerin ve yatırımcılar arasındaki ilişkilerin artması gibi unsurlar yatırım sürecinde dikkate alınacak risk faktörlerinin önemini artırmaktadır. Sistematik risk unsurlarından biri konumunda olan politik risk, bir ülkenin ekonomik büyümesine ve finansal istikrarına doğrudan etki edebilmektedir. Bu bağlamda, ülke riskinin temel belirleyicisi olarak görülebilen politik risk ile yabancı yatırımlar ve pay piyasaları arasındaki ilişkinin araştırılması önem arz etmektedir. Yapılan çalışmalar ülke riskini temsil eden ekonomik, finansal ve politik risk bileşenlerinin özellikle gelişmekte olan ülkelerin ekonomik büyüme ve finansal piyasalarını olumsuz yönde etkilediğini göstermektedir. Gelişmiş ülkelerde politik riskin, ekonomik büyümenin temel belirleyicilerinden biri olan doğrudan yabancı yatırımları ve pay piyasalarını etkileyip etkilemediği ise önemli bir araştırma konusu olarak karşımıza çıkabilmektedir.

Bu çalışmada, en gelişmiş yedi ekonomiye sahip G7 ülkelerinin politik risk primleri ile bu ülkelere yapılan doğrudan yabancı yatırımlar ve pay piyasa getirileri arasındaki ilişki incelenmiştir. Bu doğrultuda, çalışmada, G7 ülkelerinin 2002-2017 dönemindeki yıllık verileri Panel Veri Analizi ile araştırılmış ve araştırma kapsamında iki farklı model oluşturulmuştur. Modelleri tahminleme aşamasında Panel Veri Analizi kapsamında güvenilir ve tutarlı sonuçlar elde edebilmek için yatay kesit bağımlılığı, homojenlik, durağanlık, değişen varyans ve otokorelasyon sınamaları gerçekleştirilmiştir. Sınamalar neticesinde, doğrudan yabancı yatırımlar esas alınarak oluşturulan Model 1'de ve pay piyasa getirisi değişkeninde yatay kesit bağımlılığının olmadığı tespit edilirken; pay piyasa getirisi esas alınarak oluşturulan Model 2'de, doğrudan yabancı yatırım ve politik risk primi değişkenlerinde ise yatay kesit bağımlılığının olduğu tespit edilmiştir. Değişkenlerin durağanlıkları, PANIC ve LLC Birim Kök Testleri ile sınanmış ve serilerin durağanlıkları sağlanmıştır. Model 1 için grup etkisinin olduğu Tek Yönlü Sabit Etkiler Modelinin; Model 2 için ise grup ve zaman etkilerinin olduğu Çift Yönlü Sabit Etkiler Modelinin geçerli olduğu belirlenmiştir. Her iki modelde de değişen varyans sorununa rastlanırken, otokorelasyon sorununa rastlanılmamıştır. Modellerde, varlığı tespit edilen değişen varyans sorunu White Cross-Section Dirençli Tahmin Yöntemi kullanılarak giderilmiştir. Çalışmada elde edilen sonuçlara göre, politik risk ile doğrudan yabancı yatırım arasında pozitif ilişki tespit edilirken; politik risk ile pay piyasa getirisi arasında ise negatif ilişki tespit edilmiştir.

Yabancı yatırımcılar, özellikle kalıcı nitelikteki doğrudan yabancı yatırımlarında ekonomik, finansal ve politik risk düzeyinin düşük olduğu ülkeleri tercih etmektedir. Ekonomik ve finansal istikrarın temelinde politik unsurların olduğu dikkate alındığında politik risk primi, ülkelerin risk düzeyini

doğrudan etkileyebilmektedir. Dolayısıyla politik riskin yüksek olduğu ülkelerde doğrudan yabancı yatırımların azalması beklenmektedir. Model 1'de ulaşılan sonuçlar da bu durumu desteklemektedir. Diğer taraftan rasyonel yatırımcılar, düşük risk düzeyinde yüksek getiriyi hedeflemektedir. Ancak yatırımcılar çeşitlendirme ile gideremedikleri diğer bir deyişle azaltamadıkları risk unsurlarına karşı ilave getiri beklemektedir. Politik riskin sistematik risk unsurlarından biri olması ve çeşitlendirilememesi doğrultusunda yatırımcılar katlanmak durumunda kaldıkları ekstra risk için daha fazla getiri elde etmek isteyebilmektedir. Ancak çalışmada, politik riskin, pay piyasa getirisi ile arasında negatif ilişki tespit edilmiştir ve bu bulgu literatürde bu yönde bulgu elde edilen çalışmalarca desteklenmektedir. Bu çalışmanın, farklı ekonomik grupların ve uzun dönemli ilişkilerin incelenmesi ve metodolojik süreçlerin uygulanması ile sonraki çalışmalarca geliştirilebileceği düşünülmektedir.



## KAYNAKÇA

- AGARWAL, J. P. (1980), **Determinants of Foreign Direct Investment: A Survey**, Weltwirtschaftliches Archiv, 116 (4), 739-773.
- ASIRI, B. K., HUBAIL ve R. A. (2014), **An Empirical Analysis of Country Risk Ratings**, Journal of Business Studies Quarterly, 5 (4), 53-67.
- AYAYDIN, H. (2015), **Politik Faktörler İle Finansman Arasındaki İlişki Üzerine: Teori ve Literatür**, Küresel İktisat ve İşletme Çalışmaları Dergisi, 4 (8), 57-73.
- AYAYDIN, H., PALA, F. ve BARUT, A. (2016), **Ülke Riskinin Hisse Senedi Getirisine Etkisi: Ampirik Bir Analiz**, Küresel İktisat ve İşletme Çalışmaları Dergisi, 5 (10), 66-75.
- BAI, J. ve NG, S. (2004), **A Panic Attack on Unit Roots and Cointegration**, Econometrica, 72 (4), 1127-1177.
- BAKER, J. C. (1998), **International Finance Management, Markets and Institutions**, New Jersey: Prentice Hall Inc.
- BAL, H. ve AKÇA, E. (2016), **Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Belirleyicileri: Seçilmiş Doğu Asya ve Pasifik Ülkelerinden Ampirik Bulgular**, Sosyoekonomi, 24 (30), 91-111.
- BALTACI, N., AKYOL, H., KARGI, B. ve BEKEN, G. H. (2017), **Ülke Riskinin Doğrudan Yabancı Yatırımlar Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi**, III. IBANESS Congress Series, Edirne.
- BALTAGI, B. ve LI, Q. (1991), **A Joint Test for Serial Correlation and Random Individual Effects**, Statistics and Probability Letters, 11, 277-280.
- BALTAGI, B. H. (2005), **Econometric Analysis of Panel Data**, England: John Wiley&Sons, Ltd.
- BEAULIE, M. C., COSSET, J. C. ve ESSADDAM, N. (2005), **The Impact of Political Risk on the Volatility of Stock Returns: The Case of Canada**, Journal of International Business Studies, 36, 701-718.
- BHARGAVA, A., FRANZINI, L. ve NARENDRANATHAN, W. (1982), **Serial Correlation and the Fixed Effects Model**, The Review of Economic Studies, 49 (4), 533-549.
- BORN, B. ve BREITUNG, J. (2016), **Testing for Serial Correlation in Fixed-Effects Panel Data Models**, Econometric Reviews, 35 (7), 1290-1316.
- BREUSCH, T. ve PAGAN, A. (1980), **The Lagrange Multiplier Test and Its Applications to Model Specification in Econometrics**, Review of Economic Studies, 47 (1), 239-253.
- CHAKRABARTI, A. (2001), **The Determinants of Foreign Direct Investment: Sensitivity Analyses of Cross-Country Regression**, Kyklos, 54 (1), 89-114.
- ÇAM, A. V. (2014), **Politik Riskin Firma Değeri İle İlişkisi: İMKB'ye Kayıtlı Firmalar Üzerinde Bir Uygulama**, Doğuş Üniversitesi Dergisi, 15 (1), 109-122.
- DE BANDT, O. ve HARTMANN, P. (2000), **Systemic Risk: A Survey**, European Central Bank Working Paper Series, Working Paper, 35, 1-79.
- DÜNYA BANKASI, data.worldbank.org, (Erişim Tarihi: 01.05.2019).
- ELLEUCH, N. M., JAOUADI, I. Z. ve JAOUADI, S. (2015), **Examination of the Impact of Political and Country Risk on Foreign Direct Investment Inflows in Tunisia**, European Academic Research, II (11), 1434-1445.
- EMİR, M. ve KURTARAN, A. (2005), **Doğrudan Yabancı Yatırım Kararlarında Politik Risk Unsuru**, Muhasebe ve Finansman Dergisi, 28, 1-11.
- ERB, C. B., HARVEY, C. R. ve TADAS, E. V. (1996), **Political Risk, Economic Risk and Financial Risk**, Financial Analysts Journal, 52 (6), 29-46.
- ERKEKOĞLU, H. ve KILIÇARSLAN, Z. (2016), **Do Political Risks Affect the Foreign Direct Investment Inflows to Host Countries?**, Journal of Business, Economics and Finance –JBEF, 5 (2), 218-232.
- GAST, M. ve HERRMANN, R. (2008), **Determinants of Foreign Direct Investment of OECD Countries 1991-2001**, International Economic Journal, 22 (4), 509-524.
- GUJARATI, D. N. (2003), **Basic Econometrics**, New York: McGraw Hill Book Co.

- HAMMOUDEH, S. M., SARI, R., UZUNKAYA, M. ve LIU, T. (2013), **The Dynamics of BRICS's Country Risk Ratings and Domestic Stock Markets, U.S. Stock Market and Oil Price**, Mathematics and Computers in Simulation, 94, 277-294.
- HASSAN, M. K., MARONEY, N. C. ve TELFAH, A. (2003), **Country Risk and Stock Market Volatility, Predictability and Diversification in The Middle East and Africa**, Economic Systems, 27, 63-82.
- HOLT, D. D. (1998), **International Management Text and Cases**, USA: The Dryden Pres.
- HONDA, Y. (1985), **Testing the Error Components Model with Non-Normal Disturbances**, Review of Economic Studies, 52, 681-690.
- JENSEN, N. ve MCGILLIVRAY, F. (2005), **Federal Institutions and Multinational Investors: Federalism, Government Credibility and Foreign Direct Investment**, International Interactions, 31 (4), 303-325.
- KARA, E. ve KARABIYIK, L. (2015), **Ülke Riskinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama**, Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 20 (1), 225-239.
- KAYA KANLI, N. ve AYDOĞUŞ, O. (2017), **Ülke Risk Faktörlerinin Doğrudan Yabancı Yatırımlar Üzerindeki Belirleyici Etkisi**, Ege Akademik Bakış, 17 (2), 179-190.
- KAYA, A., GÜNGÖR, B. ve ÖZÇOMAK, M. S. (2014), **Politik Risk Yatırımcının Dikkate Alması Gereken Bir Risk midir? Borsa İstanbul Örneği**, Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 16 (1), 74-87.
- KAYA, E. (2015), **Ülke Riskinin Yabancı Portföy Yatırımları Üzerindeki Etkisi**, İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 29 (4), 611-623.
- KAYA, H. P. (2019), **Politik ve Finansal Riskin BIST İmalat Sektörünün Performansı Üzerindeki Etkisi**, Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi, 15 (1), 30-45.
- KAYA, V. ve YILMAZ, Ö. (2003), **Türkiye'de Doğrudan Yatırımın Belirleyicileri**, Atatürk Üniversitesi İİBF Dergisi, 17 (3-4), 39-56.
- KHAN, M. M. ve AKBAR, M. I. (2013), **The Impact of Political Risk on Foreign Direct Investment**, International Journal of Economics and Finance, 5 (8), 147-156.
- KÖK, R., EKİNCİ, R. ve YALÇINKAYA, A. E. A. (2015), **Ülke Riski Bileşenlerinin Bankacılık ve Reel Sektör Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği**, 1993-2015, Çukurova Üniversitesi İİBF Dergisi, 19 (2), 151-171.
- KRIFA-SCHNEIDER, H. ve MATEI, J. (2010), **Business Climate, Political Risk and FDI in Developing Countries: Evidence from Panel Data**, International Journal of Economics and Finance, 2 (5), 54-65.
- 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.
- MENSI, W., SHAWKAT, H., SEONG-MIN, Y. ve NGUYEN, D. K. (2016), **Asymmetric Linkages Between BRICS Stock Returns and Country Risk Ratings: Evidence from Dynamic Panel Threshold Models**, Review of International Economics, 24 (1), 1-19.
- NORDAL, K. B. (2001), **Country Risk, Country Risk Indices and Valuation of FDI: A Real Options Approach**, Emerging Markets Review, 2, 197-217.
- ORAL, İ. O. ve YILMAZ, C. (2017), **Finansal ve Politik Risk Endeksinin BİST Sınai Endeksi Üzerindeki Etkisi**, Karadeniz Uluslararası Bilimsel Dergi, 33 (33), 192-202.
- PESARAN, H. ve YAMAGATA, T. (2008), **Testing Slope Homogeneity in Large Panels**, Journal of Econometrics, 142, 50-93.
- RAJAN, M. ve FRIEDMAN, J. (1997), **An Examination of The Impact of Country Risk on The International Portfolio Selection Decision**, Global Finance Journal, 8 (1), 55-68.
- SAMARA, S. (2012), **Foreign Direct Investment and Country Risk: What Kind of Interaction?**, MA in Politics and Economics of Contemporary Eastern and South Eastern Europe, Master Thesis, University of Macedonia, Macedonia.

- SARI, R., UZUNKAYA, M. ve SHAWKAT, M. H. (2013), **The Relationship Between Disaggregated Country Risk Ratings and Stock Market's Movements: An ARDL Approach**, *Emerging Markets Finance and Trade*, 49 (1), 4-16.
- SEKKAT, K. ve VEGANZONES-VAROUKAKIS, M. A. (2004), **Trade and Foreign Exchange Liberalization, Investment Climate and FDI in the MENA Countries**, *Middle East and North Africa Working Paper, Working Paper Series*, 39, 1-27.
- SHAREEF, R. ve HOTI, S. (2005), **Small Island Tourism Economies and Country Risk Ratings**, *Mathematics and Computers in Simulation*, 68, 557-570.
- TUMAN, J. P. ve EMMERT, C. F. (1999), **Explaining Japanese Foreign Direct Investment in Latin America**, *Social Science Quarterly (University of Texas Press)*, 80 (3), 539-555.
- TÜKENMEZ, N. M. ve KUTAY, N. (2016), **Ülke Riskinin Hisse Senetleri Getirileri Üzerine Etkisi: Türkiye ve Arjantin Piyasaları İçin Bir Karşılaştırma**, *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 20 (2), 631-645.
- ULUSLARARASI ÜLKE RİSK REHBERİ (International Country Risk Guide, ICRG), (Erişim Tarihi: 01.05.2019).
- UYSAL, M., EMİR, M. ve DOĞRU, B. (2013), **Ülke Riskinin Doğrudan Yabancı Yatırım Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği**, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 27 (2), 79-92.
- VIJAYAKUMAR, J., RASHEED, A. A. ve TONDKAR, R. H. (2009), **Foreign Direct Investment and Evaluation of Country Risk: An Empirical Investigation**, *Multinational Business Review*, 17 (3), 181-204.
- www.investing.com, (Erişim Tarihi: 01.05.2019).
- YAPRAKLI, S. ve GÜNGÖR, B. (2007), **Ülke Riskinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: İMKB 100 Endeksi Üzerine Bir Araştırma**, *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 62 (2), 200-218.