

ÜLKE RİSKLERİNİN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARINA ETKİSİ

THE EFFECT OF COUNTRY RISKS ON FOREIGN CAPITAL INVESTMENTS

Zekai ŞENOL¹
İlknur CAN²

Özet

Bu çalışmada 35 ülke örnekleminde ve 1990-2016 dönem aralığında, ekonomik, finansal ve politik ülke risklerin doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına ve yabancı portföy yatırımlarına etkileri araştırılmıştır. Panel veri analizi ile bulunan uygulama sonuçları, ekonomik, finansal ve politik risklerin genel olarak yabancı sermaye yatırımlarını negatif yönde etkiledikleri, ekonomik ve finansal risklerin genellikle doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını, politik risklerin ise daha çok yabancı portföy yatırımlarını etkilediklerini göstermiştir. Ortaya çıkan sonuçlar yabancı sermaye yatırımlar çekmek isteyen ülkeler açısından politika önerisi niteliğindedir. Yatırımlar için yeterli sermaye birikimi olmayan ülkelerin ekonomik, finansal ve politik risk faktörlerini iyi şekilde yöneterek ülke risklerini azaltabilecekleri ve böylece yabancı sermaye yatırımları alabilecekleri söylenebilir.

Anahtar Kelimeler: Yabancı Sermaye Yatırımları, Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Yabancı Portföy Yatırımları, Ekonomik, Finansal ve Politik Riskler

Jel Kodları: F21, G15, G17

Abstract

In this study, the effects of economic, financial and political country risks on foreign direct investments and foreign portfolio investments were investigated in the period of 1990-2016 and in a sample of 35 countries. The results of the panel data analysis showed that economic, financial and political risks generally affect foreign capital investments negatively, economic and financial risks generally affect foreign direct investments, and political risks mostly affect foreign portfolio investments. The results are policy recommendations for countries that want to attract foreign capital investments. It can be said that countries that do not have sufficient capital accumulation for investments can reduce country risks by managing economic, financial and political risk factors well and thus receive foreign capital investments.

Keywords: Foreign Capital Investments, Foreign Direct Investments, Foreign Portfolio Investments, Economic, Financial and Political Risks

JEL Codes: F21, G15, G17

¹Dr. Öğr. Üyesi, Sivas Cumhuriyet Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Bankacılık ve Finans Bölümü, zsenol@cumhuriyet.edu.tr, ORCID: 0000-0001-8818-0752

²Arş. Gör., Sivas Cumhuriyet Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Bankacılık ve Finans Bölümü, ilknurcanbnf@gmail.com, ORCID: 0000-0001-9613-0624

1. Giriş

Sermayenin küreselleşmesiyle birlikte ülkeler arasındaki yabancı sermaye yatırımları (YSY) artmıştır (Kanlı Kaya ve Aydoğuş 2017: 179). Ülkelere gelen net doğrudan yabancı sermaye yatırımları (DYSY) 1991 yılında 153 Milyar Dolarken, 2019 yılında bu tutar 1,5 Trilyon Dolara çıkmıştır³. Aynı dönemde pay senetleri olarak gerçekleşen yabancı portföy yatırımları (YPY) 85 Milyar Dolardan 420 Milyar Dolara yükselmiştir⁴.

YSY'ler DYSY ve YPY şeklinde gerçekleşmektedirler. DYSY, ülke ekonomilerine ekonomik büyüme, teknoloji transferi, istihdam artışı, enflasyonda azalış gibi avantajlar sağlarken YPY ise, cari işlemler açığının azaltılması, ulusal paranın değerinin artırılması, kısa vadeli kaynak temini gibi konularda faydalar sağlamaktadır.

Gelişmiş ekonomiler ile gelişmekte olan ekonomiler DYSY konusunda farklı özellikler sergilemektedirler. Gelişmiş ekonomilerde yüksek sermaye birikimi ve düşük ekonomik büyüme olduğu için bu ülkelerde DYSY girişinden ziyade DYSY çıkışı görülmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde ise yetersiz sermaye stoku ve daha yüksek orandaki büyüme oranından dolayı net DYSY girişi gerçekleşmektedir. 2019 yılında, gelişmiş ekonomilere yönelen DYSY 800 Milyar Dolarken, DYSY çıkışı ise 916 Milyar Dolar olmuştur. Gelişmekte olan ekonomilerde ise 458 Milyar Dolar DYSY çıkışına karşın 680 Milyar Dolar DYSY girişi görülmüştür. 2019 yılında gelişmiş ekonomilerde görülen büyüme oranı %1,77, gelişmekte olan ekonomilerde ise %3,68 şeklindedir⁵. Dünya geneline göre gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan ekonomik büyüme bu ülkelere net DYSY girişi sağlamaktadır.

Küresel alanda yatırım kararı verilirken ülke değerlemeleri yapılmaktadır. Bu değerlemelerde, ekonomik ve finansal koşullar, faiz oranları, döviz kurları, enflasyon, cari işlemler dengesi gibi makroekonomik faktörler, ekonomik yapıya etkisi olabilecek politik koşullar, yatırım yapılan varlıklarla ilgili mülkiyet hakları, sosyal ve kültürel yapı gibi birçok etken bulunabilir. Yapılan değerlendirme aslında risk ve getiri değerlemesi olup, yatırımın getirisiyle riski arasındaki ilişki ortaya konulmaktadır. Bu çerçevede YSY ile ilgili değerlemelerde ortaya çıkan unsurları ekonomik, finansal ve politik risk faktörleri şeklinde ifade etmek mümkündür.

Ülke riski, belirli bir ülke ile yapılan yatırım işlemlerinde en azından bir seviyeye kadar hükümetin kontrol altına alabildiği fakat bireyler tarafından kesinlikle kontrol altına alınamayan olayların sebep olduğu zarara maruz kalma olasılığı olarak tanımlanabilir. Ülke riski politik, ekonomik veya finansal risk faktörlerinden meydana gelir (Moosa, 2002:132).

Ülke riski, bir ülkenin çevresel ve ekonomik ortamının doğrudan yabancı yatırımlarla oluşturulan nakit akışları üzerindeki potansiyel olumsuz etkisini temsil eder. Ülke riskinin analizi birtakım nedenlerden dolayı önemlidir. Bunlardan ilki; çok uluslu şirketler yüksek riskli ülkelere yatırım yapmamak için ölçüm analizi olarak kullanabilirler. İkincisi; çok uluslu şirketlerin hali hazırda uluslararası iş yaptıkları ülkeleri izleme ekranı olarak kullanılabilir. Bu durumda eğer ülke aşırı riskli hissedilirse piyasadan çıkma kararı verilebilir. Son olarak yatırım yapmak amacıyla düşünülen bir yabancı ülke için önerilen bir projeden dolayı bazı risk biçimlerinin değerlendirilmesi gerekmektedir. Ekonomik ve politik gibi risk türleri seviyeleri, yatırım yapılan veya yapılması düşünülen ülkeye göre değişmektedir. Bir ülkenin ulusal sınırları dışına yatırım yapması, yatırımlarla ilgili genel risklerden başka piyasa riski, kredi riski gibi daha birçok riski de barındırmaktadır (Moosa, 2002:131). Bir ülkenin gelişmişliği, potansiyel ülke riskiyle doğrusal olmamakla birlikte birbiriyle ilişkili bir süreçtir. Risk her ülkenin demografik yapısına, nüfusuna, ekonomik, finansal, yapısal ve politik faktörlerine göre farklılık göstermektedir (Carment, 2001:1).

Yabancı ülkelerde yatırım yapan çok uluslu firmalar ve yabancı ülkelerdeki müşterilerine değişik nedenlerle kaynak sağlayan bankalar açısından ülke riski değerlemesini önemli hale getiren çeşitli sebepler bulunmaktadır (Vijayakumar, 2009:182). İlki; yabancı ülkelerde yatırım kararının verilmesi ya da yatırım kararından vazgeçilmesi bakımından ülkeler arasındaki risk farklılıklarının göreceli olarak ortaya konulmasıdır. İkincisi; çok uluslu firmaların sermaye bütçelemesi kararlarında daha düşük ya da daha yüksek getiri oranıyla geri ödeme dönemlerinin belirlenmesinde risk seviyesi farklılıklarının önem arz etmesidir. Üçüncüsü; uygun risk transfer stratejisinin belirlenmesinin ülkeyle ilgili risklerin derinliğine araştırılmasıyla mümkün olmasıdır. Sonucusu ise portföy riskini çeşitlendirme yoluyla yönetebilmek için ülkelerin karşılaştırmalı risk değerlemesinin yapılmasıdır.

Yüksek ekonomik ve finansal riskler ülkelerin ani finansal krizlerle karşılaşmalarına sebep olabilirler. Yatırım yapılan ülkenin finansal koşullarında kötüleşmeler meydana geldiğinde, kısa dönem banka kredileri ve

³ <https://unctadstat.unctad.org/wds/TableViewer/tableView.aspx?ReportId=96740> 31.08.2020

⁴ <https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=world-development-indicators#> 30.08.2020

⁵ <https://unctadstat.unctad.org/wds/TableViewer/tableView.aspx> 28.08.2020

portföy yatırımlarının aksine DYSY'ler yatırım yapılan ülkeden çekilemez. Bundan dolayı DYSY'lerin ekonomik ve finansal risklere daha hassas olduğu söylenebilir (Hayakawa vd., 2013:61).

Gelişmekte olan ülkelere yatırım yapılırken ülke riski özellikle de politik riskler toplam yatırım riskinin önemli bir kısmını oluşturmaktadır (Nordal, 2001: 197). Gelişmiş ekonomilerde eğitim, demokrasi, hukuk, toplumsal haklar, sivil toplum gibi unsurlardan oluşan kurumlar belirli bir olgunluk düzeyine ulaştığından politik koşullardaki değişimler ülkeler açısından fazla risk oluşturmamaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde kurumların dünya standartlarına göre yetersiz düzeyde olması ve bu ülkeler arasında kurumlar düzeyinde farklılıkların gözlemlenmesi, gelişmekte olan ülkelerdeki politik risk düzeylerini artırmaktadır.

Uluslararası firmalar için politik riskler ve ekonomik istikrar önemli bir sorundur. Akademisyenler demokrasi seviyesinin uluslararası şirketlerin risklerini nasıl etkilediğini araştırmışlardır. Gerek teorik çalışmalar, gerekse uygulamalı araştırma sonuçları demokrasinin politik riskleri pozitif veya negatif etkilediğine ilişkin çelişkili sonuçlar ortaya koymaktadır. Demokratik koşullara bağlı olarak ortaya çıkabilen (1) politik istikrarın sağlanması, (2) firmaların politika sonuçlarını etkileme yeteneği, (3) politika ve politikacılarda şeffaflık, (4) çok uluslu şirket varlıklarına liderler tarafından el konulmasının ortaya çıkacağı itibar kaybı gibi durumlar politik riskleri azaltabilmektedir. Öte yandan demokratik kurumların ortaya çıkacağı ya seçimler yoluyla ortaya çıkan hükümet değişimlerinden dolayı, ya da tutarsız tercihlere bağlı olarak ortaya çıkan durumlar nedeniyle politik riskleri artırabilmektedir (Jensen, 2008: 1042).

Dünya genelinde yabancı sermaye hareketleri arttığı gibi risk faktörleri de artmaktadır. Özellikle 2008 küresel finansal kriz ve sonrasında ekonomik ve finansal risklerde artışlar söz konusudur. Irak, Suriye başta olmak üzere Ortadoğu, Kuzey Kore, Venezüella ve diğer ülke ve bölgelerde yaşanan gelişmeler, enerji başta olmak üzere emtia piyasalarında yaşananlar, dünya genelinde ekonomik, finansal ve politik risklerin artmasına neden olmaktadır. Bu koşullar dahilinde, bu çalışmada, YSY'yi etkileyen ekonomik, finansal ve politik riskler ve bu risk etkilerinin DYSY ve YPY'e göre değişip değişmediği araştırılmıştır.

2. Literatür

YSY ve ülke riskleri ana eksenindeki çalışmalara bakıldığında, DYSY ile ilgili çalışmaların daha ön plana çıktığı görülmektedir. Az sayıda olsa da YPY ile ülke risklerini de konu edinen çalışmalar bulunmaktadır. Bunlardan başka ülke risklerinin borsalar ve diğer ekonomik ve finansal değişkenlere etkilerinin incelendiği çalışmalar da görülmektedir. Çalışmaların önemli bir kısmında ülke risklerini temsilen Uluslararası Ülke Risk Rehberi (International Country Risk Guide- ICRG) tarafından hesaplanan riskler kullanılmıştır.

DYSY ile ülke risklerinin birlikte kullanıldığı çalışmalar; Tallman (1988), Click (2005), Dutta ve Roy (2008), Vijayakumar vd. (2009), Palacios ve Griffin (2011), Walch ve Wörz (2012), Hayakawa vd. (2013), Emir vd. (2013), Kaya Kanlı ve Aydoğmuş (2017) ve Balan (2019) şeklindedir.

Hayakawa vd. (2013) 1985 -2007 döneminde 89 ülke örneğinde politik ve finansal risklerin DYSY girişine etkilerini araştırmışlardır. Çalışmada politik risklerin DYSY girişleriyle negatif yönde ilişkili olduğu, politik risk düzeyindeki azalışın DYSY girişinde artışa neden olduğu, daha düşük finansal risklerin daha fazla DYSY girişi sağlamadığı, buna karşın daha fazla finansal riskin daha fazla DYSY girişi sağlayabileceği ortaya çıkarılmıştır. Palacios ve Griffin (2011) 2002 - 2008 döneminde altı Latin Amerika ülkesiyle yaptıkları çalışmada, içinde politik ve finansal risklerin de dâhil olduğu ülke risklerinin DYSY girişini negatif yönde etkilediği görülmüştür.

Tallman (1988) 1974 - 1980 döneminde, ABD'den diğer ülkelere yapılan DYSY'de ekonomik ve politik koşulların önemli rol oynadığını tespit etmiştir. Aynı şekilde Click (2005) 1982 - 1998 döneminde, ABD'den 59 ülkeye yapılan DYSY'e ülke risklerinin etkisini araştırmış ancak ekonomik, finansal ve politik riskler ile ülke getirileri arasında ilişki tespit edilmemiştir.

ICRG ülke risklerinin dışında, bazı çalışmalarda kredi derecelendirme notları, tahvil endeksi, Euromoney endeksi ve CDS primleri gibi değişkenlerin ülke risklerini temsilen kullanıldığı görülmektedir. Vijayakumar vd. (2009) 1990 - 1999 döneminde, 110 ülke örneğinde, ülke riskinin DYSY üzerine olan etkisini araştırmışlardır. Euromoney ülke riskleri kullanılarak yapılan analizler sonucunda düşük ülke riskine sahip ülkelere daha fazla DYSY girişi olduğu görülmüştür. Walch ve Wörz (2012), 1995 - 2011 döneminde Orta, Doğu ve Güneydoğu Avrupa'da bulunan 11 ülke örneğinde ülke risklerinin DYSY'ye etkisini araştırmışlardır. Ülke risklerini temsilen S&P'nin uzun dönem yabancı para borç notları kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlar ülke risklerinin DYSY'leri etkilediğini göstermiştir. Kaya Kanlı ve Aydoğmuş (2017) 1997 - 2012 döneminde Türkiye örneğinde ülke risk prim göstergeleri olan CDS primleri ve gelişmekte olan piyasalar tahvil endeksinin (embi+) DYSY'yi olumsuz etkilediğini ortaya çıkarmışlardır. Kahirogulları (2018) Ocak 2005 - Eylül 2017 döneminde Türkiye örneğinde ADRL yöntemiyle yaptığı çalışmada CDS primleriyle portföy yatırımları arasında hem uzun hem de kısa dönemde ilişki olduğu, buna karşın CDS primleriyle DYSY arasında ilişki olmadığını ortaya koymuştur.

Busse ve Hefeker (2005), Dutta ve Roy (2008), Emir vd. (2013) ve Balan (2019)'ın DYSY çalışmalarında politik riskler ön plana çıkmaktadır. Busse ve Hefeker (2005) 1984 - 2003 döneminde 83 ülke verileriyle yaptıkları çalışmada, politik riskler ile DYSY arasında ilişki olduğu, iç ve dış çatışma, etnik gerginlik, yatırım profili ve demokratik sorumluluğun önemli derecede DYSY belirleyicileri olduğu görülmüştür. Dutta ve Roy (2008) 1984 - 2003 döneminde, 97 ülkeden elde edilen verilerle yaptıkları çalışmada politik istikrarın finansal gelişim ile DYSY arasındaki ilişkide önemli rol oynadığı anlaşılmıştır. Emir vd. (2013) 1992:Q1 - 2010Q4 döneminde Türkiye'ye ait çeyrek dönemlik verilerle yaptıkları çalışmada DYSY ile politik risk ve makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Eşbütünleşme, hata düzeltme modeli ve nedensellik testleri neticesinde değişkenlerin uzun dönemde ilişkide olduğu, DYSY ile politik riskler arasında pozitif ilişkinin bulunduğu, politik risklerin DYSY'lerin nedeni olduğu görülmüştür. Balan (2019) Ortadoğu, Kuzey Afrika ve Türkiye (MENAT) ülkeleri örnekleminde, 1984 2014 döneminde DYSY'nin politik ve finansal belirleyicilerini araştırmıştır. Yatırım profili, dinsel gerginlik ve cari açığın MENAT ülkelerinde DYSY'nin önemli belirleyicileri olduğu görülmüştür.

DYSY ile YPY'nin birlikte fakat ayrı ayrı incelendiği AL-Khour (2015) çalışmasında, 1984 - 2012 dönemine ait MENA bölgesinden 16 ülke verilerinden yararlanılmış ve ekonomik ve politik risklerin DYSY'yi, finansal ve politik risklerin YPY'yi etkiledikleri görülmüştür. Kaya (2015) ise çalışmasında sadece YPY'yi kullanarak Ocak 1997 - Aralık 2010 döneminde, Türkiye'de YPY'yi etkileyen ekonomik, finansal ve politik riskleri araştırmıştır. Çalışma sonucunda, değişkenler arasında uzun dönem ilişki bulunduğu, finansal risklerden YPY'ye, YPY'den politik risklere doğru nedenselliğin bulunduğu, finansal risklerin YPY'yi olumlu yönde etkilediği, buna karşın politik riskin YPY'yi olumsuz yönde etkilediği görülmüştür.

Jensen (2008) hükümet el koymaları ve sözleşme sorunlarına ilişkin çok uluslu firmaların ödedikleri sigorta primlerini yerli politik kurumların nasıl etkilediğini araştırmıştır. Çalışmada demokratik kurumların daha düşük seviyedeki politik risklerle ilişkili olduğu ve demokratik kurumların özellikle yönetici kısıtlamalarını azaltarak DYSY risklerini azalttığı belirlenmiştir. Kurumlarla ilgili Şenol ve Erer (2020) ise, 2002 - 2017 dönemine ait 55 ülke verisiyle yaptıkları çalışmada kurumsal faktörlerin YSY'ne etkisini araştırmışlardır. Çalışmada, hukukun üstünlüğü, bireysel haklar, yolsuzlukla mücadele, insani gelişim gibi kurumsal faktörlerin YSY'yi etkiledikleri, ülkelerin gelişmişlik düzeylerine göre kurumsal faktörlerin etkilerinde bazı farklılıklar görüldüğü anlaşılmıştır.

Ekonomik, finansal ve politik riskler sadece YSY ile ilgili değildir. Bu riskler üretim, satış, büyüme gibi ekonomik faaliyetler ve finansal piyasaları da yakından ilgilendirmektedir. Yapraklı ve Güngör (2007), Ayaydın vd. (2016) ve Tuncay (2017) çalışmalarında risklerin piyasalar üzerindeki etkileri incelenmiştir. Yapraklı ve Güngör (2007) Ocak 1986 - Aralık 2006 döneminde, ekonomik, finansal ve politik riskler ile İMKB 100 endeksi arasında uzun dönemde ilişki olduğu ve ülke risklerinin İMKB 100 endeksini negatif yönde etkilediğini tespit etmişlerdir. Ayaydın vd. (2016) Ocak 2002 - Aralık 2015 döneminde yaptıkları çalışmada, ekonomik, finansal ve politik ülke riskleri ile BİST arasında negatif yönde ilişki olduğu görülmüştür. Tuncay (2017) Ocak 1997 - Haziran 2013 döneminde, Türkiye örnekleminde, politik riskler ile finansal piyasalar arasında uzun dönem ilişkisi tespit etmiştir.

Ekonomik yapıyı ilgilendiren risklerle ilgili diğer çalışmalar ise Kök vd. (2017), Uzun ve Koçak (2018) ve Kaya (2019) şeklindedir. Kök vd. (2017) 1998 - 2015 döneminde, Azerbaycan, Kazakistan, Rusya ve Türkiye örneğinde ADRL yöntemiyle yaptıkları analizlerde ekonomik, finansal ve politik risklerdeki azalmanın sanayi üretiminde artışa neden olduğu anlaşılmıştır. Uzun ve Koçak (2018), 1985 - 2014 döneminde Türkiye örneğinde, ekonomik ve politik risklerin verimliliği etkilediğini, ancak finansal risklerin verimliliği etkilemediğini belirlemişlerdir. Kaya (2019) politik ve finansal risklerin BİST imalat sektörü aktif kârlılığına etkisini 1997 - 2015 dönemine ait çeyrek dönemlik veriler ve ARDL yöntemiyle araştırmıştır. Politik ve finansal risklerin imalat sektöründeki aktif kârlılığı azalttığı tespit edilmiştir.

3. Veri ve Yöntem

Bu çalışmada ekonomik, finansal ve politik risklerin yabancı sermaye yatırımlarına (YSY) etkisi, bu risk etkilerinin YSY türleri olan doğrudan yabancı sermaye yatırımları (DYSY) ve yabancı portföy yatırımlarına (YPY) göre değişip değişmediğinin tespit edilmesi amaçlanmıştır. Çalışma örneklemini 1990 - 2016 yılları ve 35 ülke⁶ şeklinde oluşturulmuştur. Örneklemin çerçevesini verilere ulaşma imkânı belirlemiştir. Çalışma verileri Dünya Bankası (WB), Uluslararası Para Fonu (IMF) ve PRG Grup tarafından yayımlanan Uluslararası Ülke Risk Rehberinden (International Country Risk Guide- ICRG) temin edilmiştir (Tablo 1). ICRG gelişmiş, yükselen ve gelişme ihtimali olan olmak üzere 140 ülkeye ilişkin olarak politik, ekonomik ve finansal risklere ilişkin yaptıkları değerlendirme sonuçlarını 1984 yılından beri yayımlamaktadır. ICRG ülke riskleri akademik çalışmalarda yaygın

⁶ Bu ülkeler; Arjantin, Avustralya, Bangladeş, Brezilya, Kanada, Çin, Danimarka, Mısır, Finlandiya, Fransa, Almanya, İzlanda, Hindistan, Endonezya, İsrail, İtalya, Güney Kore, Malezya, Meksika, Hollanda, Norveç, Panama, Filipinler, Portekiz, Singapur, Güney Afrika, İspanya, İsveç, İsviçre, Tayland, Tunus, Türkiye, İngiltere, ABD ve Uruguay şeklindedir.

olarak kullanılmaktadır. Bu çalışmaların bazıları, Busse ve Hefeker (2005), Yapraklı ve Güngör (2007), Dutta ve Roy (2008), Hayakawa vd. (2013), Al-Khouri (2015), Kaya (2015), Tuncay (2017), Uzay ve Koçak (2018) ve Balan (2019) şeklindedir. ICRG, ekonomik ve finansal riskleri beşer grupta, politik riskleri ise on iki grupta raporlamaktadır.

Tablo 1: Değişkenler

Yabancı Sermaye Yatırımları (YSY)	Ekonomik Riskler	Finansal Riskler	Politik Riskler
Y1: Doğrudan yabancı Sermaye Yatırımları (DYSY)* Y2: Yabancı Portföy Yatırımları (YPY)**	E1: Cari Hesap/GSYİH E2: Bütçe Dengesi E3: Kişi Başı GSYİH E4: GSYİH Büyümesi E5: Enflasyon	F1: Uluslararası Likidite F2: Cari Hesap/İhracat F3: Dış Borç Servisi/İhracat F4: Döviz Kuru İstikrarı F5: Dış Borç/GSYİH	P1: Etnik Gerginlik P2: Dinsel Gerginlik P3: Politikadaki Askeri Varlık P4: Demokratik Sorumluluk P5: Kanun ve Düzen P6: Bürokrasi Kalitesi P7: Yolsuzluk P8: Dış Çatışma P9: İç Çatışma P10: Yatırım Profili P11: Sosyo-Ekonomik Koşullar P12: Hükümet İstikrarı
*DYSY, GSYİH'nin oranı olarak net girişi göstermektedir. ** YPY, GSYİH'nin oranı olarak yükümlülükleri göstermektedir.			

ICRG tarafından yayımlanan risk değerlerinde düşük risk yüksek değerle, yüksek risk düşük değerle gösterilmekte ve risk arttıkça riski temsil eden değer azalmaktadır. Ancak genel risk değerlemelerinde yüksek risk yüksek bir ölçüm değeriyle, düşük risk ise düşük bir ölçüm değeriyle ifade edilmektedir. Bu konuda Yapraklı ve Güngör (2007) çalışmalarında ICRG riskleri, sayı küçüldükçe risk potansiyelinin azalacağı şekilde düzeltilmiştir. Benzer şekilde bu çalışmada ise risk ile risk ölçüm değeri arasında paralellik oluşturmak ve ortaya çıkması muhtemel etki parametrelerinin sonuçlarını doğru yorumlamak amacıyla "1/ICRG risk değerleri" işlemi yapılarak düşük riskin düşük bir ölçüm değeriyle, yüksek riskin yüksek bir değerle ifadesi sağlanmıştır (Tablo 2).

Tablo 2: Özet İstatistik

Değişkenler	Gözlem Sayısı	Ortalama	Std. Sapma	Minimum	Maksimum
Y1	945	3.390307	5.505566	-5.82	87.44
Y2	945	0.0273968	0.0959232	-.85	1.88
E1	945	0.0998624	0.0278404	0.07	0.33
E2	945	0.1724339	0.0545805	0.1	0.5
E3	945	0.3070899	0.1864172	0.15	1
E4	945	0.1615026	0.1012364	0.1	2.4
E5	945	0.116455	0.0863381	0.09	1
F1	945	0.3952487	0.2124354	0.17	1
F2	945	0.0851852	0.010084	0.07	0.14
F3	945	0.1290582	0.0589641	0.1	1
F4	945	0.1267725	0.1380987	0.1	4
F5	945	0.1441481	0.0922273	0.09	1
P1	945	0.2650582	0.1381622	0.17	1.5
P2	945	0.2410899	0.1396287	0.17	1
P3	945	0.2511852	0.1601703	0.17	3
P4	945	0.2266349	0.1007688	0.17	1
P5	945	0.2634921	0.1304867	0.17	1
P6	945	0.2655979	0.1036193	0.2	1
P7	945	0.3333333	0.4167845	0.17	12
P8	945	0.0982963	0.0164985	0.08	0.19
P9	945	0.1080212	0.0312758	0.08	0.46
P10	945	0.127164	0.0394534	0.08	0.41
P11	945	0.1577989	0.0665813	0.09	0.5
P12	945	0.1335556	0.0454154	0.08	1

Ekonomik, finansal ve politik risklerin DYSY ve YPY'lere etkilerini tespit etmek için aşağıdaki panel veri modelleri oluşturulmuştur.

$$\text{Model 1: } Y_{1it} = \alpha_{it} + \beta_1 E_{1it} + \beta_2 E_{2it} + \beta_3 E_{3it} + \beta_4 E_{4it} + \beta_5 E_{5it} + \mu_{it}$$

$$\text{Model 2: } Y_{2it} = \alpha_{it} + \beta_1 E_{1it} + \beta_2 E_{2it} + \beta_3 E_{3it} + \beta_4 E_{4it} + \beta_5 E_{5it} + \mu_{it}$$

$$\text{Model 3: } Y_{1it} = \alpha_{it} + \beta_1 F_{1it} + \beta_2 F_{2it} + \beta_3 F_{3it} + \beta_4 F_{4it} + \beta_5 F_{5it} + \mu_{it}$$

$$\text{Model 4: } Y_{2it} = \alpha_{it} + \beta_1 F_{1it} + \beta_2 F_{2it} + \beta_3 F_{3it} + \beta_4 F_{4it} + \beta_5 F_{5it} + \mu_{it}$$

$$\text{Model 5: } Y_{1it} = \alpha_{it} + \beta_1 P_{1it} + \beta_2 P_{2it} + \beta_3 P_{3it} + \beta_4 P_{4it} + \beta_5 P_{5it} + \beta_6 P_{6it} + \beta_7 P_{7it} + \beta_8 P_{8it} + \beta_9 P_{9it} + \beta_{10} P_{10it} + \beta_{11} P_{11it} + \beta_{12} P_{12it} + \mu_{it}$$

$$\text{Model 6: } Y_{2it} = \alpha_{it} + \beta_1 P_{1it} + \beta_2 P_{2it} + \beta_3 P_{3it} + \beta_4 P_{4it} + \beta_5 P_{5it} + \beta_6 P_{6it} + \beta_7 P_{7it} + \beta_8 P_{8it} + \beta_9 P_{9it} + \beta_{10} P_{10it} + \beta_{11} P_{11it} + \beta_{12} P_{12it} + \mu_{it}$$

4. BULGULAR

Tablo 3’de çalışmada kullanılan modeller esas alınarak yapılan Pearson korelasyon sonuçları görülmektedir. Ekonomik ve finansal risklerin YSY’ler ile negatif korelasyonlu oldukları, YSY’ler ile korelasyonlu değişken sayısının finansal risklere göre ekonomik risklerde daha fazla olduğu, YSY türlerine göre ekonomik ve finansal risklerle DYSY’lerin YPY’lere göre daha fazla korelasyonlu oldukları görülmektedir.

Tablo 3: Korelasyon Matrisi (Ekonomik ve Finansal Riskler)

	E1	E2	E3	E4	E5	F1	F2	F3	F4	F5
Y1	-0,224 (0,000)	-0,192 (0,000)	-0,177 (0,000)	-0,086 (0,009)	-,107 (0,001)					
Y2	-0,108 (0,001)	-0,213 (0,000)	-0,133 (0,000)	-0,270 (0,000)	-0,038 (0,244)					
E1	1	0,560 (0,000)	0,014 (0,661)	0,379 (0,000)	0,264 (0,000)					
E2		1	0,251 (0,000)	0,360 (0,000)	0,196 (0,000)					
E3			1	-0,118 (0,000)	0,055 (0,089)					
E4				1	0,108 (0,001)					
E5					1					
Y1						0,031 (0,345)	-0,098 (0,002)	-0,082 (0,012)	-0,065 (0,046)	0,049 (0,131)
Y2						-0,008 (0,817)	-0,053 (0,102)	-0,060 (0,064)	-0,045 (0,162)	-0,040 (0,215)
F1						1	0,183 (0,000)	0,163 (0,000)	0,096 (0,003)	0,060 (0,065)
F2							1	0,185 (0,000)	0,093 (0,004)	0,162 (0,000)
F3								1	0,173 (0,000)	0,059 (0,069)
F4									1	0,043 (0,190)
F5										1

Politik riskler ile YSY’ler arasında korelasyon katsayısı anlamlı olan değişken sayılarının oldukça fazla olduğu, politik riskler ile YSY’ler arasında negatif korelasyon olduğu Tablo 3’ün devamında görülmektedir. DYSY ile korelasyon katsayısı anlamlı politik risk unsuru on bir olurken, YPY ile bütün politik risk türleri korelasyon katsayılarının anlamlı olduğu anlaşılmaktadır. Ortaya çıkan korelasyon katsayıları, bunların anlamlılık düzeyleri oluşturulan modelleri olumsuz etkileyecek nitelikte değildirler.

Tablo 3: Devam (Politik Riskler)

	P1	P2	P3	P4	P5	P6	P7	P8	P9	P10	P11	P12
Y1	-0,129 (0,000)	-0,043 (0,190)	-0,125 (0,000)	0,068 (0,037)	-0,152 (0,000)	-0,123 (0,000)	-0,067 (0,041)	-0,114 (0,000)	-0,146 (0,000)	-0,221 (0,000)	-0,224 (0,000)	-0,130 (0,000)
Y2	-0,065 (0,045)	-0,076 (0,020)	-0,104 (0,001)	-0,118 (0,000)	-0,118 (0,000)	-0,111 (0,001)	-0,058 (0,076)	-0,054 (0,098)	-0,097 (0,003)	-0,172 (0,000)	-0,138 (0,000)	-0,054 (0,097)
P1	1	0,523 (0,000)	0,341 (0,000)	0,026 (0,424)	0,425 (0,000)	0,199 (0,000)	0,250 (0,000)	0,465 (0,000)	0,603 (0,000)	0,158 (0,000)	0,240 (0,000)	0,177 (0,000)
P2		1	0,355 (0,000)	0,151 (0,000)	0,310 (0,000)	0,199 (0,000)	0,176 (0,000)	0,275 (0,000)	0,483 (0,000)	0,160 (0,000)	0,353 (0,000)	0,103 (0,002)
P3			1	0,377 (0,000)	0,417 (0,000)	0,553 (0,000)	0,406 (0,000)	0,282 (0,000)	0,507 (0,000)	0,281 (0,000)	0,365 (0,000)	0,227 (0,000)
P4				1	0,243	0,379	0,214	0,066	0,275	0,263	0,240	0,017

					(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,042)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,601)
P5					1	0,564 (0,000)	0,383 (0,000)	0,212 (0,000)	0,622 (0,000)	0,333 (0,000)	0,515 (0,000)	0,313 (0,000)
P6						1	0,433 (0,000)	0,061 (0,062)	0,405 (0,000)	0,366 (0,000)	0,313 (0,000)	0,370 (0,000)
P7							1	0,136 (0,000)	0,304 (0,000)	0,209 (0,000)	0,223 (0,000)	0,230 (0,000)
P8								1	0,479 (0,000)	-0,032 (0,333)	0,129 (0,000)	-0,007 (0,839)
P9									1	0,298 (0,000)	0,453 (0,000)	0,349 (0,000)
P10										1	0,461 (0,000)	0,460 (0,000)
P11											1	0,129 (0,000)
P12												1

Ülkeler ve firmalar arasında ekonomik ve finansal entegrasyonların artmasının sonucu olarak panel veri modellerinde yaygın şokların ve gözlenemeyen bileşenlerin varlığı ortaya çıkmakta ve birimler arasında yatay kesit bağımlılığı sorunları yaşanabilmektedir (Hoyos ve Sarafidis, 2006: 482). Bu çerçevede Tablo 4’de yapılan testlerde değişkenlerde yatay kesit bağımlılığı görülmektedir.

Tablo 4: Yatay Kesit Bağımlılık Test Sonuçları

Değişkenler	Breusch-Pagan LM	Pesaran scaled LM	Bias-Corrected scaled LM	Pesaran CD
Y1	2049.815 (0,0000)	42.17299 (0,0000)	41.49992 (0,0000)	28.78252 (0,0000)
Y2	1395.065 (0,0000)	23.19272 (0,0000)	22.51964 (0,0000)	17.60783 (0,0000)
E1	9314.101 (0,0000)	252.7541 (0,0000)	252.0810 (0,0000)	94.52793 (0,0000)
E2	3657.164 (0,0000)	88.76769 (0,0000)	88.09461 (0,0000)	42.77783 (0,0000)
E3	8013.120 (0,0000)	215.0406 (0,0000)	214.3675 (0,0000)	10.24772 (0,0000)
E4	3911.909 (0,0000)	96.15240 (0,0000)	95.47932 (0,0000)	49.47273 (0,0000)
E5	6566.081 (0,0000)	173.0930 (0,0000)	172.4199 (0,0000)	73.50952 (0,0000)
F1	3238.792 (0,0000)	76.63971 (0,00009)	75.96663 (0,0000)	3.749127 (0,0002)
F2	2033.724 (0,0000)	41.70653 (0,0000)	41.03345 (0,0000)	6.410152 (0,0000)
F3	4867.623 (0,0000)	123.8571 (0,0000)	123.1841 (0,0000)	58.69912 (0,0000)
F4	3187.169 (0,0000)	75.14322 (0,0000)	74.47015 (0,0000)	36.72367 (0,0000)
F5	3742.771 (0,0000)	91.24932 (0,0000)	90.57625 (0,0000)	12.84789 (0,0000)
P1	NA	NA	NA	NA
P2	NA	NA	NA	NA
P3	NA	NA	NA	NA
P4	3105.802 (0,0000)	72.78450 (0,0000)	72.11143 (0,0000)	15.83483 (0,0000)
P5	2979.735 (0,0000)	69.13002 (0,0000)	68.45694 (0,0000)	27.59021 (0,0000)
P6	NA	NA	NA	NA
P7	NA	NA	NA	NA
P8	3302.220 (0,0000)	78.47840 (0,0000)	77.80532 (0,0000)	30.97934 (0,0000)
P9	3614.303 (0,0000)	87.52521 (0,0000)	86.85213 (0,0000)	32.01866 (0,0000)
P10	6990.459 (0,0000)	185.3951 (0,0000)	184.7220 (0,0000)	74.14762 (0,0000)
P11	4059.361 (0,0000)	100.4268 (0,0000)	99.75373 (0,0000)	15.74924 (0,0000)
P12	4457.829 (0,0000)	111.9778 (0,0000)	111.3048 (0,0000)	60.53788 (0,0000)

Not: Parantez içindeki değerler olasılık değerlerini göstermektedir

Panel birim kök testleri yatay kesit bağımlılığına göre I. Nesil ve II. Nesil birim kök testleri şeklinde ikiye ayrılmaktadır. II. Nesil birim kök testleri yatay kesit varlığı altında yapılan birim kök testleridir. Pesaran (2007) ADF testini yatay kesit koşulları altında CADF şeklinde geliştirmiştir. Tablo 5’deki Pesaran CADF birim kök testi sonuçları, çalışmada kullanılan bütün değişkenlerin düzeyde durağan olduklarını, birim kök içermediklerini göstermektedir.

Tablo 5: Pesaran CADF Birim Kök Testi

Değişkenler	Y1	Y2	E1	E2	E3	E4	E5	F1
Düzey I(0)	-3.546	-3.936	-4.137	-3.104	-3.71	-3.652	-3.891	-2.180
Değişkenler	F2	F3	F4	F5	P1	P2	P3	P4
Düzey I(0)	-2.869	-2.129	-3.502	-2.098	-3.360	-3.267	-3.378	-3.638
Değişkenler	P5	P6	P7	P8	P9	P10	P11	P12

Düzye I(0)	-3.624	-4.092	-2.757	-2.846	-3.723	-3.471	-2.103	-3.567
Kritik Değerler	%1: -2,230; %5: -2,110; %10: -2,040							

Yatay kesit bağımlılık testlerinde test sonuçlarına ulaşamayan P1, P2, P3, P6 ve P7 değişkenlerine Pesaran CADF testine ek olarak I. Nesil birim kök testleri de yapılmış ve bu test sonuçlarına göre değişkenlerin düzeyde durağan oldukları görülmüştür (Tablo 6).

Tablo 6: I. Nesil Birim Kök Testleri

Değişkenler	Im, Pesaran ve Shin	Fisher-ADF	Phillips-Perron Fisher
	Düzye I(0) ve Sabit	Düzye I(0) ve Sabit	Düzye I(0) ve Sabit
P1	-5.15814 (0,0000)	-4.48486 (0,0000)	-5.57191 (0,0000)
P2	-572.464 (0,0000)	-6.07378 (0,0000)	-4.01022 (0,0000)
P3	-8.29416 (0,0000)	-4.65562 (0,0000)	-6.32212 (0,0000)
P6	-119.010 (0,0000)	-13.5887 (0,0000)	NA
P7	-13.5988 (0,0000)	-3.86422 (0,0001)	-1.98122 (0,0238)

Not: Parantez içindeki değerler olasılıkları göstermektedir. Gecikme uzunluğu Akaike Bilgi Kriterine göre seçilmiştir.

Panel veri analizlerinde klasik modelin kabul veya reddi için F testi, olabilirlik oranı (LR) testi, Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı (LM) testi gibi değişik nitelikte testler kullanılmaktadır. Bu test sonuçları birim etki, zaman etkisi veya hem birim hem de zaman etki ortaya çıkarması halinde sabit etki tahmincisiyle rassal etki tahmincisi arasında karar vermek için genellikle Hausman testi yapılmaktadır. Uygun model seçiminden sonra modellerde değişen varyans, otokorelasyon ve birimler arası korelasyon testleriyle model varsayımlarının geçerliliği test edilmektedir.

Ekonomik risklerin DYSY'e etkisini tespit etmek amacıyla oluşturulan modelde (Model 1) LR testinde klasik model reddedilmiş, Hausman testinde sabit etki tahminci modeli reddedilerek rassal etki modeli kabul edilmiştir. Panel veri modellemelerinde varsayımlardan sapmaların varlığı halinde t ve F istatistikleri ve r^2 'nin güven aralıklarının geçerliliği etkilenmektedir. Bu nedenle varsayımlardan sapmalar halinde standart hatalar düzeltilmelidir (Tatoğlu, 2013: 241). Değişen varyans, otokorelasyon ve birimler arası korelasyon testlerinde görülen ihlaller nedeniyle Arellano, Froot ve Rogers, Driscoll-Kraay dirençli standart hatalarıyla model tahmini yapılmıştır (Tablo 7). Arellano (1987), Froot (1989) ve Rogers (1993) kalıntıların bağımsız dağılımlı olması durumları için dirençli standart hatalar üretmişlerdir (Tatoğlu, 2013: 246). Driscoll ve Kraay (1998) değişen varyans ve otokorelasyonların varlığı halinde standart hatalar üreten tahminci önermiştir (Hoechle, 2007: 282). Huber-Eicker-White değişen varyansı düzeltmek için hata kovaryans-varyans matrisini kullanmaktadır (Lambert vd. 2008:10).

Tablo 7: Ekonomik Risklerin YSY'a Etkisi

Değişkenler	Arellano, Froot ve Rogers Dirençli Tahminci Modeli, Bağımlı Değişken Y1 (Model 1)			Driscoll-Kraay Dirençli Tahminci Modeli, Bağımlı Değişken Y2 (Model 2)		
	Katsayı	Std. Hata	Olasılık	Katsayı	Std. Hata	Olasılık
Sabit	8.4237	1.926108	0.000	0.1111189	0.0293032	0.001
E1	-27.5094	12.53927	0.028	0.1256882	0.2270775	0.585
E2	-3.692851	3.428438	0.281	-0.250849	0.155973	0.120
E3	-3.919367	1.736279	0.024	-0.0450539	0.0277083	0.116
E4	-1.651968	1.026966	0.108	-0.2804691	0.0599257	0.000
E5	-1.537671	0.9005783	0.088	0.0524953	0.0290733	0.083
LR Testi	331.901 (0,000)			10.976 (0,000)		
Birim Etki	6.749 (0,000)			3.476 (0,000)		
Zaman Etki	367.042 (0,000)			15.479 (0,000)		
Hausman Testi	1.10 (0.9538)			625.43 (0.0000)		
Levene, Brown ve Forsythe	16.651223 (0.00000000)			---		
Wald Test	---			96392.42 (0,0000)		
Durbin - Watson	1.0263228			1.4922553		

Pesaran CD	9.559 (0,0000)	20.218 (0,000)
Gözlem Sayısı	945	945
Grup Sayısı	35	35
R ²	0.0826	0.1234
Olasılık>F	0.0000	0.0026
Not: Parantez içindeki değerler olasılık değerlerini göstermektedir.		

Model 1 tahmin sonuçları cari hesap/GSYİH (E1) ve kişi başı GSYİH (E3) ekonomik risk değişkenlerinin DYSY'leri olumsuz yönde etkilediğini göstermektedir. Buna göre örneklem ülkelerinin cari işlemler dengesi ve kişi başına düşen milli gelire ilgili risklerinin DYSY'leri olumsuz etkilediği söylenebilir. Ekonomik risklerin YPY'ler üzerine etkilerinin arandığı Model 2'de Hausman test sonuçları sabit etki modelinin geçerliliğini ortaya koymuş, varsayım testlerinde görülen ihlaller sonucunda Driscoll-Kraay dirençli standart hatalarıyla tahmin yapılmıştır. Buna göre, GSYİH büyümesi (E4) risklerinin YPY'leri olumsuz etkilediği buna karşın enflasyon (E5) riskinin YPY'leri olumlu etkilediği görülmektedir.

Tablo 8: Finansal Risklerin YSY'a Etkisi

Değişkenler	Arellano, Froot ve Rogers Dirençli Tahminci Modeli, Bağımlı Değişken Y1 (Model 3)			Driscoll-Kraay Dirençli Tahminci Modeli, Bağımlı Değişken Y2 (Model 4)		
	Katsayı	Std. Hata	Olasılık	Katsayı	Std. Hata	Olasılık
Sabit	2.669986	1.411706	0.059	.1481138	0.0830276	0.086
F1	1.868253	2.109321	0.376	-0.0118654	0.0200961	0.560
F2	1.522061	13.68009	0.911	-0.7931662	0.6823843	0.256
F3	-5.790121	5.411096	0.285	-0.1088584	0.0391539	0.010
F4	-1.134449	0.6747843	0.093	-0.0052468	0.0073977	0.484
F5	5.156632	0.6728263	0.000	-0.2341129	0.2601705	0.376
LR Testi	357.187 (0,000)			13.905 (0,000)		
Birim Etki	19.714 (0,000)			2.526 (0,056)		
Zaman Etki	422.348 (0,000)			17.642 (0,000)		
Hausman Testi	4.74 (0.4485)			61.92 (0.0000)		
Levene, Brown ve Forsythe	16.267742 (0.00000000)			---		
Wald Test	---			9.2e+05 (0,0000)		
Durbin - Watson	.98258552			1.2965191		
Pesaran CD	25.179 (0,0000)			94.688 (0,000)		
Gözlem Sayısı	945			945		
Grup Sayısı	35			35		
R ²	0.0107			0.0423		
Olasılık>F	0.0000			0.0026		
Not: Parantez içindeki değerler olasılık değerlerini göstermektedir.						

Finansal risklerin DYSY'ler üzerine etkilerinin araştırıldığı Model 3'de yapılan testler sonucunda rassal etki modelinin geçerli olduğu görülmüş, varsayım test sonuçlarına göre dirençli standart hatalar ile sonuçlar tahmin edilmiştir. Elde edilen sonuçlar, döviz kuru istikrarı (F4) ve dış borç/GSYİH risklerinin DYSY'leri olumsuz etkilediği görülmüştür (Tablo 8). Model 4'de ise sabit etki modelinin geçerli olduğu belirlenmiş ve bu modelde de dirençli standart hatalar ile tahmin yapılmıştır. Tahmin sonuçları dış borç servisi/ihracat risklerinin (F3) YPY'leri olumsuz etkilediğini göstermektedir.

Tablo 9: Politik Risklerin YSY'a Etkisi

Değişkenler	Huber, Eicker ve White Dirençli Tahminci Modeli, Bağımlı Değişken Y1 (Model 5)			Huber, Eicker ve White Dirençli Tahminci Modeli, Bağımlı Değişken Y2 (Model 6)		
	Katsayı	Std. Hata	Olasılık	Katsayı	Std. Hata	Olasılık
Sabit	7.91322	1.962323	0.000	0.117979	0.0157071	0.000
P1	0.241354	1.308756	0.854	-0.0057498	0.0174137	0.741
P2	5.218592	6.009045	0.385	-0.0122441	0.007312	0.094
P3	0.8943438	0.9087728	0.325	-0.0053822	0.0056065	0.337

P4	1.852152	3.31272	0.576	-0.0570812	0.016047	0.000
P5	-0.0925181	2.586895	0.971	-0.0297755	0.0112028	0.008
P6	-3.113067	2.015767	0.123	-0.0203687	0.0143472	0.156
P7	0.1556955	.1457445	0.285	0.0035219	0.0029743	0.237
P8	-16.76981	21.15629	0.428	-0.290755	0.1570183	0.064
P9	1.340721	10.69634	0.900	0.1300669	0.0556171	0.020
P10	-23.15704	9.488445	0.015	-0.3332104	0.0664073	0.000
P11	-9.295963	4.292293	0.030	-0.0586831	0.0245757	0.017
P12	1.685273	5.579293	0.763	0.0481189	0.0357939	0.179
LR Testi						
Birim Etki	308.058 (0,000)			0.000 (1,000)		
Zaman Etki	17.917 (0,000)			1.653 (0,099)		
Birim ve Zaman Etki	352.246 (0,000)			1.653 (0.438)		
Hausman Testi	6.92 (0.8631)			---		
Levene, Brown ve Forsythe	15.654484 (0.00000000)			---		
Breusch – Pagan Test				201.35 (0,0000)		
Durbin - Watson	1.0404779			0.008 (0.9305)		
Pesaran CD	13.624 (0,0000)			---		
Gözlem Sayısı	945			945		
Grup Sayısı	35			35		
R ²	0.0703			0.0428		
Olasılık>F	0.0000			0.0000		
Not: Parantez içindeki değerler olasılık değerlerini göstermektedir.						

Politik risklerin YSY'lere etkileri Tablo 9'da görülmektedir. Model 5'de yapılan tahmin sonuçları yatırım profili (P10) ve sosyo-ekonomik koşullar (P11) risk değişkenlerinin DYSY'leri olumsuz yönde etkilediklerini göstermektedir. Model 6'da yapılan tahminde ise dinsel gerginlik (P2), demokratik sorumluluk (P4), kanun ve düzen (P5), dış çatışma (P8), iç çatışma (P9), yatırım profili (P10) ve sosyo-ekonomik koşullar (P11) değişkenlerinin YPY'leri olumsuz etkiledikleri görülmüştür. On iki politik risk faktöründen beşi YPY'i etkilerken, ikisi DYSY'i etkilemiştir. Politik risk faktörlerinin YPY'leri daha fazla etkilediği anlaşılmaktadır. Ayrıca DYSY'i etkileyen yatırımcı profili (P10) ve sosyo-ekonomik koşullar (P11) yatırımlarla doğrudan ilişkili politik risk unsurlarıdır. YPY'i etkileyen dinsel gerginlik (P2), demokratik sorumluluk (P4), kanun ve düzen (P5), dış çatışma (P8) ve iç çatışma (P9) yatırımlarla dolaylı yollarla ilişkili politik risk unsurları şeklinde değerlendirilmektedir.

Ekonomik, finansal ve politik risklerin etkilerine bütüncül şekilde bakıldığında, genel olarak bu risk türlerinin YSY'i etkiledikleri, ekonomik ve finansal risklerin daha çok DYSY'leri etkilediği, politik risklerin ise çoğunlukla YPY'leri etkilediği söylenebilir. Enflasyon (E5) hariç bütün risk değişkenlerinin etkilerinin negatif oldukları görülmektedir. Bu durum artan risklerin YSY'leri olumsuz etkilediğini ortaya koymaktadır. Enflasyon riskinin YPY'yi pozitif etkilemesiyle ilgili olarak örneklem ülkelerinde ortalama enflasyon oranlarının %2-3 seviyelerinde olmaları ve bu düşük enflasyon oranının ekonomik canlılığa imkân sağlayabileceği ile ifade edilebilir. Ortaya çıkan bu sonuçlar Al-Khouri (2015) çalışmasıyla büyük benzerlikler taşımaktadır. Al-Khouri (2015) çalışmasında da, bu çalışmada olduğu gibi, YSY'ler DYSY ve YPY olarak iki kategoride ele alınmış ve ICRG'nin ülke riskleri kullanılmıştır. Vijayakumar vd. (2009)'un Euromoney ülke riskleriyle elde ettiği sonuçlarda bu çalışma sonuçlarıyla büyük oranda benzeşmektedir. Çalışma sonuçları ayrıca literatürdeki Palacios ve Griffin (2011), Walch ve Wörz (2012), Kaya (2015) ve Balan (2019) çalışmalarıyla benzerlikler göstermektedir.

Çalışmada, çoğunlukla, ekonomik ve finansal risklerin DYSY'i, politik risklerin ise YPY'i etkilediği görülmüştür. DYSY'ler YPY'lere göre genellikle daha uzun vadeli yatırım kararlarıdır. DYSY kararı verilmesi uzun bir fizibilite çalışmasını gerektirmektedir. Yapılan DYSY'den vazgeçilmesi ise önemli maliyetler ortaya çıkarabilir. Oysa YPY kararı verme veya yatırımdan vazgeçmek DYSY'e göre daha kolay ve daha az vazgeçme maliyetleri ortaya çıkarmaktadır. Öte yandan ekonomik ve finansal risk koşullarındaki değişimlerin gerçekleşmesi de zamanla oluşabilmektedir. Örneğin, cari işlemler dengesi, ekonomik büyüme, bütçe dengesi, borçlanma gibi ekonomik ve finansal parametrelerdeki değişim zamanla gerçekleşmektedir. Hükümet istikrarı, iç – dış gerginlikler, sosyal koşullar gibi politik risk unsurlarında hızlı hatta ani değişimler söz konusu olabilir. İfade edilen bu gerekçelerle, oluşumu zamanla ortaya çıkan ekonomik ve finansal riskler daha uzun vadeli ve vazgeçme maliyeti yüksek olan DYSY'leri daha çok etkilerken, ani biçimde artan ya da azalan politik risklerin daha kısa

vadeli ve vazgeçme maliyeti DYSY'lere göre daha düşük olan YPY'leri etkilemiş olabilir. Bu bakımdan risklerin nitelikleri ile YSY türlerinin nitelikleri arasında uyum olmakta, ani olarak değişim gösteren politik risklere YPY'ler, uzun ve zamanla ortaya çıkan ekonomik ve finansal risklere ise DYSY'ler tepki vermiş olmaktadır.

Çalışmanın ortaya çıkardığı sonuçlardan bir başkası da, YSY'lerin daha istikrarlı ve güvenli, yani risksiz yatırım ortamı aradığıdır. Risk parametrelerinin etki katsayıları genellikle negatif çıkmıştır. Bu riskler artıkça YSY'lerin azaldığı, riskler azaldıkça YSY'lerin arttığı anlamına gelmektedir. Bu nedenle YSY'ler yoluyla yatırım, ekonomik büyüme, istihdam, döviz girişi sağlamak isteyen ülkelerin özellikle de Türkiye gibi cari işlemler dengesi ve yatırımlar için yeterli tasarruf imkânı olmayan gelişmekte olan ülkelerin YSY alma noktasında ekonomik, finansal ve politik risk etmenlerini iyi yönetmeleri, daha istikrarlı, öngörülebilir, belirsizlikleri azaltan yönetim anlayışıyla riskleri azaltmaları gerekmektedir.

4. Sonuç

Küreselleşmeyle birlikte yabancı sermaye hareketleri de artmıştır. Temelde kâr ve varlık değerini artırma amacıyla hareket eden yabancı sermaye, yatırım yapılacak ülkelerdeki faiz oranı, döviz kuru, dış ticaret dengesi, ekonomik büyüme, işgücü gibi ekonomik ve finansal koşulların yanında hükümet istikrarı, demokratik sorumluluk, sosyal ve kültürel yapı, iç-dış çatışma, etnik-dinsel gerginlik gibi politik koşullara da bakmaktadır. Bu çalışmada, 1990 – 2016 döneminde, 35 ülkeden elde edilen verilerle, ekonomik, finansal ve politik risklerin doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına ve yabancı portföy yatırımlarına etkileri araştırılmıştır. Elde edilen sonuçlar, ekonomik, finansal ve politik risklerin doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve yabancı portföy yatırımlarını etkilediklerini, ekonomik ve finansal risklerin yabancı portföy yatırımlarına göre doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını daha fazla etkiledikleri, politik risklerin ise doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına göre yabancı portföy yatırımlarını daha fazla etkiledikleri görülmüştür. Bu bulgular, yatırım için yeterli tasarruf imkânı olmayan, yabancı yatırımlar yoluyla ekonomik büyüme amaçlayan, cari işlemler açığı olan ülkeler açısından politika önerisi niteliğindedir. Yabancı sermaye yatırımı çekmek isteyen özellikle gelişmekte olan ülkelerin ekonomik, finansal ve politik risk faktörlerini iyi yönetmeleri, bu risk faktörlerini azaltarak yabancı sermaye alabilecekleri söylenebilir.

Kaynaklar

- AYAYDIN, Hasan, PALA, Fahrettin, & BARUT, Abdulkadir (2016). Ülke Riskinin Hisse Senedi Getirisine Etkisi: Ampirik Bir Analiz. *Küresel İktisat ve İşletme Çalışmaları Dergisi*, 5(10), 66-75.
- BALAN, Feyza (2019). The Effect of Political and Financial Risks on Foreign Direct Investment to the MENAT Countries. *Theoretical and Applied Economics*. 36(2), 121-138.
- BUSSE, Matthias, & HEFEKER, Carsten (2007). Political Risk, Institutions and Foreign Direct Investment. *European journal of political Economy*, 23(2), 397-415.
- CARMENT, David (2001). Assessing Country Risk: Creating an Index of Severity. *CIFP Risk Assessment Template*, 1-18.
- CLICK, Reid W. (2005). Financial and Political Risks in US Direct Foreign Investment. *Journal of International Business Studies*, 36(5), 559-575.
- DE HOYOS, Rafael E., & SARAFIDIS, Vasilis (2006). Testing for Cross-Sectional Dependence in Panel Data Models. *The Stata Journal*. 6(4), 482-496.
- DUTTA, Nabamita & ROY, Sanjukta (2008). Foreign Direct Investment, Financial Development and Political Risks. *The Journal of Developing Areas*, 303-327.
- EMİR, Mustafa, UYSAL, Mustafa, & DOĞRU, Bülent (2013). Ülkenin Risklilik Durumu ile Ülkeye Gelen Doğrudan Yabancı Yatırım Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği. *Atatürk Üniversitesi İİBF Dergisi*, 27(2), 79-92.
- HAYAKAWA, Kazunobu, KIMURA, Fukunari, & LEE, Hyun-Hoon (2013). How Does Country Risk Matter for Foreign Direct Investment?. *The Developing Economies*, 51(1), 60-78.
- HOECHLE, Daniel (2007). Robust Standard Errors for Panel Regressions with Cross-Sectional Dependence. *The Stata Journal*, 7(3), 281-312.
- JENSEN, Nathan (2008). Political Risk, Democratic Institutions, and Foreign Direct Investment, *The Journal of Politics*, 70(4), 1040-1052.
- KAHILOGULLARI, Ahmet (2018). Relationship Between Credit Default Swaps, Direct Foreign Investments and Portfolio Investments: Time Series Analysis for Turkey. *Prizren Social Science Journal*, 2(3), 50-62.

- KANLI KAYA, Nilüfer, & AYDOĞMUŞ, Osman (2017). Ülke Risk Faktörlerinin Doğrudan Yabancı Yatırımlar Üzerindeki Belirleyici Etkisi. *Ege Akademik Bakış*, 17(2), 179-190.
- KAYA, Emine (2015). Ülke Riskinin Yabancı Portföy Yatırımları Üzerindeki Etkisi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 29(4), 611 - 623.
- KAYA, H. Pınar (2019). Politik ve Finansal Riskin BİST İmalat Sektörünün Performansı Üzerindeki Etkisi. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 15(1), 30-45.
- KÖK, Recep, EKİNCİ, Ramazan, & YALÇINKAYA, A. Elif Ay (2017). Ülke Riski Bileşenlerinin Reel Sektör Üzerindeki Etkisi: Azerbaycan-Kazakistan, Rusya ve Türkiye Örneği. *Bilig*, (83), 281-302.
- LAMBERT, Dayton M., FLORAX, Raymond J. G. M. & CHO, Seong-Hoon. (2008). Bandwidth Selection for Spatial Hac and Other Robust Covariance Estimators.
- MOOSA ImadA. (2002) Country Risk and Political Risk in Foreign Direct Investment. Palgrave Macmillan, London
- NORDAL, Kjell B. (2001). Country Risk, Country Risk Indices and Valuation of FDI: A Real Options Approach. *Emerging Markets Review*, 2(3), 197-217.
- PALACIOS, Alejandro, & GRIFFIN, Thomas (2011). Country Risks and FDI: Empirical Evidence from Latin American Countries. *Journal of International Business Research*, 10(1), 9.
- PESARAN, M. Hashem (2007). A Simple Panel Unit Root Test in the Presence of Cross-Section Dependence. *Journal of Applied Econometrics*. 22, 265-312.
- ŞENOL, Zekai, & ERER, Elif. (2020). Yabancı Sermaye Yatırımlarını Etkileyen Kurumsal Faktörler: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler örneği. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (64), 123-142.
- TALLMAN, Stephen B. (1988). Home Country Political Risk and Foreign Direct Investment in the United States. *Journal of International Business Studies*, 19(2), 219-234.
- TATOĞLU, Ferda Y. (2013). *Panel Veri Ekonometrisi*. 2. Baskı. İstanbul: Beta Basım.
- TUNCAY, Merve (2018). Do Political Risks Matter in the Financial Markets?: Evidence from Turkey. *Eurasian Business Review*, 8(2), 209-227.
- UZAY, Nisfet, & KOÇAK, Emrah (2018). Ülke Risk Göstergelerinin Toplam Faktör Verimliliği Üzerindeki Etkisi: Türkiye Üzerine Bulgular. *Maliye Dergisi*, 175, 70-95.
- VIJAYAKUMAR, Jayaraman, RASHEED, Abdul A., & TONDKAR, Rasoul (2009). Foreign Direct Investment and Evaluation of Country Risk: An Empirical Investigation. *Multinational Business Review*, 17(3), 181-204.
- WALCH, Najda, & WORZ, Julia (2012). The Impact of Country Risk Ratings and of the Status of EU Integration on FDI Inflows in CESEE Countries: Focus on European Economic Integration, *Oesterreichische Nationalbank*, (3), 8-26.
- YAPRAKLI, Sevda, & GÜNGÖR, Bener (2007). Ülke Riskinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: İMKB 100 Endeksi Üzerine Bir Araştırma. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 62(02), 199-218.