



POLİTİK FAKTÖRLER İLE FİNANSMAN ARASINDAKİ İLİŞKİ ÜZERİNE: TEORİ VE LİTERATÜR

Hasan AYAYDIN¹

ÖZET

Birçok ampirik çalışma belirsizlik ve yatırım arasında negatif bir ilişki olduğunu tespit etmiştir. Bu çalışmalarda elde edilen bulgular belirsizliğin yatırım fırsatlarına gösterilen yatırım yapma hevesini azalttığını göstermektedir. Politik faktörler ile finansman arasındaki ilişkiyi konu edinen çalışmaların yeterli düzeyde olmayışı bu çalışmanın çıkış noktasını oluşturmaktadır. Bu noktadan hareketle bu çalışmanın amacı literatürdeki bu boşluğu doldurmaktır. Bu amaçla literatürde politik faktörler-f finansman ilişkisi üzerine yapılan çalışmalar irdelenmiştir.

Anahtar kelimeler: Politik Risk, Politik İstikrarsızlık, Politik Belirsizlik.

Jel Kodu: G32, G20.

THE RELATIONSHIP BETWEEN POLITICAL FACTORS AND FINANCING: THEORY AND LITERATURE

ABSTRACT

Many empirical studies have found that there is a negative relationship between uncertainty and investment. The study results indicate that uncertainty reduces the enthusiasm to investment. In addition, deficiency of the studies in which researching relationship between uncertainty financing has given light to this study. From this point the aim of this study is to fill this gap in the literature. For this purpose, the studies on the relationship between political factors – financing in the literature was examined.

Key Words: Political Risk, Political Instability, Political Uncertainty.

Jel Code: G32, G20.

1. GİRİŞ

Politik faktörlerin reel ekonomi, varlık fiyatları, sermaye piyasası ve finansal risk ile ilişkisi üzerine çok sayıda çalışma bulunmasına rağmen (Alesina ve Rodrik, 1994; Bloomberg ve Hess, 2001; Knack ve Keefer, 2006), çok az sayıda çalışma politik faktörlerin firma yatırım kararlarına etkisini incelemiştir. Ancak son zamanlarda bu ilişkiyi inceleyen çalışmalara rastlanmaktadır (Julio ve Yook (2012).

Politik faktörlerin reel kararlar üzerindeki etkisini incelemenin önemli bir yolu politik belirsizlik ve istikrarsızlık kanallarını kullanılarak yapılan incelemedir. Teşvikler ve belirsizlik, hükümet politikalarında olası bir değişiklik ile ilişkilendirilir. Politik belirsizliğin etkileri, son dönemdeki finansal kriz ve durgunluktan sonra daha iyi anlaşılmaktadır. Hükümetlerin kısa dönemde yatırımları arttırmak için, uzun dönemde de ekonomik politika geliştirmek için yapacakları hakkında büyük bir belirsizlik söz konusu olabilir. Bu belirsizliğin, firmaların yatırım kararlarını ertelemelerine sebep olduğu ve finansal düzenlemeler ve makroekonomik politikadaki belirsizlik giderilmeden yatırım yapmayacak olmalarının ekonomide gerçekleşecek olan düzelmeyi baskıladığı tartışılmaktadır. Birçok çalışma, politik belirsizliğin ulusal seçimler sırasında arttığını göstermektedir. Örneğin, Bialkowski vd. (2008) piyasa indekslerinin seçimler sırasında daha değişken olduğunu tespit etmişlerdir ve Boutchkova vd. (2012) politik olarak daha hassas olan sektörlerin seçimler sırasında daha az tahmin edilebilir nakit akışları olduğunu göstermektedir. Mei ve Guo (2004) 1998 Asya finansal krizi dönemindeki seçimler sırasında hisse senedi piyasasının daha değişken olduğunu bulmuşlardır.

¹ Doç. Dr., Gümüşhane Üniversitesi, İİBF-İşletme Bölümü, hayaydin61@gumushane.edu.tr



Politik faktörler ile finansman arasındaki ilişkiyi konu edinen çalışmaların yeterli düzeyde olmayışı bu çalışmanın çıkış noktasını oluşturmaktadır. Bu noktadan hareketle bu çalışmanın amacı literatürdeki bu boşluğu doldurmaktır. Bu amaçla literatürde politika-f finansman ilişkisi üzerine yapılan çalışmalar irdelenmiştir.

Çalışmanın amacı, politik faktörler ile finansman arasındaki ilişkinin ilgili literatür dikkate alınarak teorik olarak ortaya konulmasıdır. Bu ilişkiyi konu edinen çalışmaların yeterli düzeyde olmayışı bu çalışmanın çıkış noktasını oluşturmaktadır.

2. KAVRAMSAL ÇERÇEVE: POLİTİK RİSK, POLİTİK İSTİKRARSIZLIK, POLİTİK BELİRSİZLİK

Risk, bir varlığın beklenen getirisinin değişkenliği ya da finansal kaybın gerçekleşme olasılığıdır (Keown vd., 2002: 177; Gitman, 2003: 214). Finansal açıdan risk ise bir yatırım veya menkul değerle ilgili gerçekleşen nakit akımlarının tahmin edilen ve beklenen nakit akımlarından farklı olması olasılığıdır, diğer bir ifadeyle finansal açıdan risk gerçekleşen getirinin beklenen getirden sapma olasılığıdır (Okka, 2009: 367). Çoğu zaman risk ile belirsizlik birbiriyle karıştırılmakta ve birbirlerinin yerine kullanılmaktadır. Ancak ikisi farklı anlamları ifade etmektedir. Riskte, olayların gerçekleşme olasılıkları belirlenebilirken, belirsizlikte bu olasılıkların belirlenmesi dahi mümkün değildir (Levy, 2002: 151). Belirsizlik; gelecekte oluşabilecek koşullar tanımlanabildiği ve olasılıkları hesaplanabildiği ölçüde riske dönüşmektedir (Pike ve Neale, 2006: 196). Beklenen değerden olumlu ya da olumsuz sapma olarak bilinen risk ise, çoğu kez beklenen değerden olumsuz sapma olarak algılanmakta ve bu sapma firmaları zarara uğratabilmektedir (Aydeniz, 2008: 4).

Genel olarak politik çevredeki veya hükümet politikalarındaki değişiklikler olarak tanımlanan politik risk, politik çevreden kaynaklanan tanımlanmamış ve belirlenmemiş bir risktir. Politik risk, hükümet faaliyetleri, hükümet müdahaleleri veya bazen hükümet uyusukluğu ve bunların negatif etkileri olarak tanımlanmaktadır (Friedmann ve Kim, 1988: 64). Başka bir görüşe göre politik risk, politik oluşumlar, politik olaylar ya da devlet yönetimindeki değişiklikler veya ülkedeki şiddet gibi politik zorlamaların belli bir endüstri veya şirketi hedef alması olarak tanımlanmıştır (Mudambi ve Navara, 2003: 249). Diğer bir ifadeyle politik risk, hükümet politikalarında beklenmeyen memnuniyetsizliklerin yatırımın getiri ve değerini olumsuz etkilemesidir. Dünyada meydana gelen siyasi ve ekonomik krizler, savaşlar, koruma girişimleri, kotalar, döviz kurundaki dalgalanmalar başlıca politik risk faktörleridir. Bu politik risk faktörlerindeki değişim iş çevresinde beklenmeyen memnuniyetsizlikleri beraberinde getirmektedir. Bu durumda politik risk faktörleri portföy yatırımlarını ve nakit akımlarını olumsuz etkilenmektedir (Clark ve Tunaru, 2001: 156). Ayrıca, sivil düzensizlik, artan kamulaşma, yerel fiyat kontrolleri, ambargo ve kontroller, fon akışı kısıtları, döviz kontrolleri, hükümetten hükümete değişen satış politikaları, ideolojik değişim, üretim kotaları gibi gelişmeler politik riski ifade etmektedir (Friedman ve Kim, 1988: 65).

Politik İstikrarsızlık kavramının tanımına ilişkin bir görüş birliği bulunmamaktadır. Politik istikrarsızlık konusundaki en kapsamlı çalışmalardan biri olan Sanders (1981) önce mevcut tanım ve yaklaşımları teorik çerçeveleri ve ampirik bulguları esasında özetlemekte, bu yaklaşımların tutarsızlık ve yetersizliklerini ortaya koymaktadır. Sanders'e göre yeterli bir istikrarsızlık tanımının aşağıdaki özellikleri taşıması gerekir (Sanders, 1981: 56-64):

- i. İstikrarsızlık sürekli ve özünde görel bir olgu olarak değerlendirilmelidir. İstikrar ve istikrarsızlık devam eden bir bütünün iki ucu gibi görülmelidir.
- ii. Yeterli bir tanım en azından başlangıçta görel olarak kısa vadeli politik durumların istikrarı/istikrarsızlığı üzerine odaklanmalıdır. Başka bir deyişle, analizin zaman birimi başlangıçta kısa zaman aralıkları olmalıdır.
- iii. Tanım belirli ölçüde belirsizlik ve öngörülmezlik fikrini de içermelidir.

Bu açıklamalar ışığında politik istikrarsızlık için göstergeler şu şekilde sıralanabilir. Rejimin normlarında değişiklik, parti sistemi türünde değişiklik ve askeri-sivil statüde değişiklik olarak bilinen rejim değişikliği; yürütme erkinde değişiklik, kabine değişiklikleri; topluluk değişikliği; suikastlar, gerilla savaşları ve siyasi terörizm, politik şiddetten ölümler, arbedeler ve darbe girişimleri gibi şiddet içeren başkaldırımlar; politik grevler veya grev tehditleri, protesto gösterileri, gensoru/güvensizlik önergesi, kanaat liderleri tarafından yapılan hükümet karşıtı konuşmalar gibi barışçıl başkaldırımlar (Sanders, 1981: 62).



Politik belirsizlik, politik istikrarsızlık ve politik riskle benzer özelliklere sahiptir. Howell (1992, 2002)'a göre temelde politik belirsizlik bilgi yetersizliğinin bir sonucu iken; politik risk istikrarsızlığın ve belirsizliğin aksine şüphe miktarının daha objektif ölçümüdür. Politik istikrarsızlık daha çok yönetimde, hükümet politikasında ya da hükümetin uygulama gücündeki beklenmeyen ya da öngörülmeleyen değişiklikleri ifade etmektedir. Sosyal bilimci Cioffi-Revilla (1998) politik belirsizliği politik hayatta sıkı belirlemenin olmayışı ya da kesinlik şeklinin olmayışı olarak tanımlamaktadır. Cioffi-Revilla (1998) politik belirsizliğe örnek olarak seçimler, savaşları, yönetsel süreçleri, tehdit ve kolektif eylemleri vermektedir. Cioffi-Revilla'ya göre politik belirsizlik bir sonuçtur. Çünkü insanların yaşamlarında ve geleceklerinde önemli sonuçlar doğurur. Siyasetin hiçbir alanı şansa bağımlı olmadığından politik belirsizlik hayatın her aşamasındadır. Politik belirsizlik azaltabilir ancak tamamen ortadan kaldıramadığından ya da çıkaramadığımızdan politik belirsizlik hayatımızla iç içedir (Althaus, 2008: 36-37).

3. TEORİ VE LİTERATÜR

Çalışmanın bu bölümünde öncelikle çalışmanın odak noktası olan politik belirsizliğin firma yatırım kararlarına etkisi, literatürde yapılan çalışmalar ışığında teorik olarak irdelenmiş, daha sonra politik belirsizliğin ve politik risklerin sermaye piyasaları bağlamında hisse senedi getirileri ve değişkenliğine olan etkileri incelenmiştir. Son olarak politik istikrarsızlığın ve hükümetlerin finansal gelişme üzerindeki etkileri irdelenmiştir.

3.1. Politik Belirsizlik ve Firma Yatırım Kararları

Knight (1921) yatırımcıların eksik bilgiye sahip olduğunu ve bu nedenle olası sonuçları önceden formüle edemeyecekleri belirsizlik kavramını tanımlamıştır. Belirsizliği izlenebilir kılabilir genel bir yaklaşım, belirsizlikle karşılaşmış yatırımcıların kararlarını olabilecek en kötü ihtimale dayandıracaklarını varsaymaktadır. Sonuç olarak, yatırımcıların belirsizlik arttıkça, kötü haberler artıp iyi haberler azaldıkça daha kötümser olacakları kabul edilmektedir. Avustralya bilgilerini kullanarak, Bird ve Yeung (2012) yatırımcıların yüksek piyasa belirsizliği dönemlerinde kötü haberlere tepki gösterdiklerini, fakat kötümser bir eğilimleri olduğundan, bununla tutarlı olarak iyi haberleri büyük ölçüde göz ardı ettiklerine dair bir bulgu tespit etmişlerdir. Ekonomide, riskin bir firmayı değerlerken önemli bir rol oynadığı kabul edilmektedir. Bir risk durumunda, yatırımcılar bir firmaya yatırım yapmaktan elde edecekleri gelecek getirileri belirleyemezken, bu getirilerin hesaplanacağını düşündükleri bir olasılık dağılımını belirleyebilmektedirler. Genellikle risk bu dağılımın ayırımı ile hesaplanmaktadır ve riskten kaçınan yatırımcılar değerlendirme üzerinde negatif bir etkiye sahiptir. Belirsizlik altında, yatırımcılar beklenen getiriler için bir dizi olasılık dağılımıyla karşı karşıya kalmaktadırlar ve bunların hangilerinin uygulanacağı ile ilgili kararsızdırlar (Knight, 1921; Ellsberg, 1961). Bu nedenle, kararsız yatırımcılar varlıkların nasıl fiyatlanacağı ile ilgili belli bir yönleri olmadığı durumda, beklenen getiriler ile ilgili tek bir olasılıklar dizisine ulaşmamaktadırlar (Bird ve Yeung, 2012: 310).

Kurumsal yatırım ve belirsizlik arasındaki ilişki hakkındaki araştırma sonuçsuz kalmıştır. Knight (1921)'in klasik teorisi girişimcilerin belirsizlik durumunda fırsatları fark edip yakalama kabiliyetine sahip oldukları ve kaynakları birleştirerek kar elde ettiklerini vurgulamaktadır. Bu sebeple, belirsizlik kurumsal kararların ana kaynağıdır. Ayrıca, tam rekabet piyasası, sabit ölçek getirisi ve simetrik ayar maliyeti varsayımı altında, Hartman (1972) ve Abel (1983) tarafından geliştirilen ekonomik modeller daha yüksek seviyedeki belirsizliğin sermayeden beklenen kar marjını arttıracığı ve böylece yatırımı arttıracığını öne sürmektedir. Abel ve Blanchard (1986) bu iddia ile ilgili ampirik bulgulara ulaşmışlardır.

Hartman (1972) tarafından başlatılan ve Abel (1983) tarafından izlenen alternatif bir görüş, rekabetçi bir piyasada daha fazla belirsizliğin riske duyarsız bir firmanın yatırımı arttıracığını savunmaktadır. Sabit bir ölçek getirisi durumunda, sermayenin marjinal ürünü firmanın karşılaştığı belirsiz fiyatın konveks fonksiyonu olduğunu göstermektedir, öyle ki Jensen'in eşitsizliğiyle, daha yüksek belirsizlik bir birim ek sermayenin marjinal değerini artırır, bu da daha yüksek yatırıma yönlendirir. Caballero (1991) ve Abel ve Eberly (1996) bu sonucu yaptıkları çalışmalarla genelleştirmişlerdir.

Teorik literatür belirsizlik ve yatırım arasındaki ilişkinin belirsiz olduğunu keşfederken, birçok ampirik çalışma belirsizlik ve yatırım arasında negatif bir ilişki olduğunu tespit etmiştir (örn. bakınız: Leahy ve Whited, 1996; Guiso ve Parigi, 1999). Bloom vd. (2007) belirsizliğin yatırım fırsatlarına gösterilen yatırım yapma hevesini azalttığını göstermektedir. Ayrıca, Bloom vd. (2007) belirsizliğin yatırım seviyeleri üzerindeki etkisinin farklı modelleme varsayımlarına hassas olduğunu gösterirken [Hartman (1972) ve Abel (1983)'deki gibi],



Kış-2015

Winter-2015

Cilt: 4 Sayı: 8 (57-73)

Volume: 4 Issue: 8 (57-73)

belirsizliğin yatırım fırsatlarına gösterilen yatırım yapma hevesi üzerindeki etkisinin, ayar maliyetleri (adjustment costs), sermayenin marjinal ürün konveksi (convex marginal product of capital) ve zamanla değişen belirsizlik (time-varying uncertainty) gibi çeşitli varsayımlara karşı güçlü olduğunu göstermektedir (Bloom vd. 2007).

Badertscher vd. (2013) sektörler arasındaki yatırım geri dönülmezlik derecesindeki varyasyonun kamu şirketi varlığı ve özel şirketlerin yatırım hassaslığı arasındaki ilişkiyi etkileyip etkilemediğini incelemektedirler. Kurumsal yatırım kararları geri dönülmezlik derecesine kısmen bağlı olarak karakterize edilmektedir, şöyle ki, yatırım harcamaları en azından kısmi olarak batmıştır ve bu sebeple eğer gerçekleşirse maliyetsiz olarak geri alınmamaktadır (Pindyck, 1991). Yatırım kararları geri dönülemez olunca, belirsizlik firmaları daha tedbirli yapmakta ve firmaları “bekle ve gör” stratejisine yönlendirmektedir, dolayısıyla yatırım fırsatlarına olan yatırım hassaslığını azaltmaktadır (Bloom vd. 2007; Julio ve Yook, 2012).

Siyaset ile ekonomik çıktı arasındaki ilişki uzun yıllar boyunca incelenmiş ve tartışmalara konu olmuştur. Siyasetin reel kararlar üzerindeki etkisini incelemenin önemli bir yolu belirsizlik ve istikrarsızlık kanallarını kullanılarak yapılan incelemedir. Teşvikler ve belirsizlik, hükümet politikalarında olası bir değişiklik ile ilişkilendirilir. Politik belirsizliğin etkileri, son dönemdeki finansal kriz ve durgunluktan sonra daha iyi anlaşılmaktadır. Hükümetlerin kısa dönemde yatırımları arttırmak için, uzun dönemde de ekonomik politika geliştirmek için yapacakları hakkında büyük bir belirsizlik söz konusu olabilir. Bu belirsizliğin, firmaların yatırım kararlarını ertelemelerine sebep olduğu ve finansal düzenlemeler ve makroekonomik politikalarındaki belirsizlik giderilmeden yatırım yapmayacak olmalarının ekonomide gerçekleşecek olan düzelmeyi baskıladığı tartışılmaktadır (Julio ve Yook, 2012: 45).

Bir belirsizlik tipi olarak, politika belirsizliği² kurumsal yatırım davranışı üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Politika belirsizliği beklenen maliyetleri artırabilir ve uzun dönem yatırımlarını ve çıktılarını azaltabilir (Jeong, 2002). Özellikle gelişmekte olan ülkelerde, tipik girişimcilerin politika değişikliklerine tepki gösterdiği ve rasyonellikleri politika reformundan kaynaklanan belirsizlik giderilmedikçe yatırımlarını arttırmalarını engellemektedir (Rodrik, 1991). Pastor ve Veronesi (2013)'nin teorik modeli ve ampirik bulguları politik belirsizliğin hükümetlerin piyasalar için sağladığı korumaların değerini azalttığını göstermektedir, bu da hisse senedi fiyatlarında daha fazla dalgalanmaya yol açacağını göstermektedir. Julio ve Yook (2012) seçim yıllarında, kurumsal yatırımın başkanlık seçimleri olmadığı yıllara oranla %4,8 azaldığını tespit etmişlerdir. Durnev (2012) seçim yıllarında hisse senedi fiyatlarının daha fazla hareketlendiğini, bunun da kurumsal yatırımın hisse senedi fiyat değişikliklerine duyarsız olmasına neden olduğunu göstermektedir. Buna ek olarak, seçim belirsizliği verimsiz sermaye tahsisine yol açmakta ve kurumsal performansı tehlikeye atmaktadır. Baker vd. (2013)'in Ekonomik Politika Belirsizlik İndeksini kullanarak, Gulen ve Ion (2013) yüksek ekonomik politika belirsizliğinin kurumsal yatırımı azaltacağını bulmuşlardır.

Birçok çalışma, politik belirsizliğin ulusal seçimler sırasında arttığını göstermektedir. Örneğin, Bialkowski vd. (2008) piyasa indekslerinin seçimler sırasında daha değişken olduğunu tespit etmişlerdir ve Boutchkova vd. (2012) politik olarak hassas olan sektörlerin seçimler sırasında daha az tahmin edilebilen nakit akışları olduğunu göstermektedir. Mei ve Guo (2004) 1998 Asya finansal krizi dönemindeki seçimler sırasında hisse senedi piyasasının daha değişken olduğunu bulmuşlardır.

Seçim belirsizliği ile yatırım arasındaki ilişkinin altında yatan öngörü şu şekilde açıklanabilir: Eğer firmanın perspektifinden bakıldığında, seçimler kötü sonuç doğuracaksa, yatırım için beklemenin opsiyon değeri artacaktır ve firma politik belirsizlik giderilene kadar yatırım yapmayacaktır (Julio ve Yook, 2012). Reel yatırımlar ve belirsizlik arasındaki ilişki Bernanke (1983) ve Bloom vd. (2007) tarafından modellenmiştir. Bu modellerde, firma daha dikkatli olmakta ve belirsizlik nedeniyle yatırımları ertelemektedir. Bu iddia politik belirsizlik hipotezi (political uncertainty hypothesis) olarak bilinmektedir. Diğer araştırmacılar ise politik belirsizliğin etkilerini makroekonomik çerçevede değerlendirmişlerdir. Rodrik (1991), Pindyck ve Solimano (1993) bu modelin öne çıkan örneklerini vermişlerdir. Chen ve Funke (2003) gelişen piyasalardaki özel yatırım kararlarını politik belirsizlik çerçevesinde incelemişlerdir. Daha yakın zamanda Bloom, Floetotto ve Jaimovich (2009) iş döngülerini makroekonomik belirsizlik seviyelerindeki değişim ile modellemişlerdir. Politik istikrarsızlığın genel olarak yatırımı azaltacağı fikri ampirik bulgularla desteklenmiştir. Barro (1991), Alesina ve Perotti (1993) politik istikrarsızlık ve şiddetin miktarının ülkeler arasındaki yatırım oranları ile ilişkili olduğunu bulmuşlardır. Pindyck ve Solimano (1993), Mauro (1995) politik belirsizlik ve rüşvetin yatırım harcamaları ile negatif ilişki içerisinde olduğunu bulmuşlardır.

² Bu çalışmada “politika belirsizliği” yerine, “politik belirsizlik” kavramının olarak kullanımı tercih edilmiştir.

Belirsizlik, Bernanke (1983)'nin terimi ile “kötü haber prensibi” (bad news principle) ile yatırım için beklemenin değerini arttırır. Belirsizlikte meydana gelecek bir artış eğer kötü bir sonuç ortaya çıkma ihtimali varsa şimdiki yatırımlarda bir azalma meydana getirecektir. Ulusal seçimler kapsamında, firmalar ülkenin makroekonomik, vergi veya parasal politikalarında meydana gelecek negatif bir değişiklik olasılığına karşılık yatırımlarını erteleyeceklerdir. Buna rağmen, bazı durumlarda seçim sonuçları kazananının kim olduğu önemli olmaksızın güzel haber olarak nitelendirilebilir. Örnek olarak, görevde olan hükümet bozulmuş veya mevcut hükümet yetersiz ise firmalar seçim sonuçlarının olan durumdan daha iyi olacağını düşünerek yatırımlarını azaltmazlar. Bu durumda kötü haber prensibi pek önemli değildir. Örneğin, bir firmanın pozitif sonuç beklenen projeler arasından birini seçiyor olduğunu varsayalım. Seçimlerinde sonuçtan bağımsız bir şekilde bu projelerin beklenen geri dönüşlerini arttıracaklarını varsayalım. Firma seçim sonuçlarının projelerin karlılık oranları sıralamasını değiştireceği için yine de yatırımı erteleyebilir. Pozitif değişiklikler bile firmaların yatırım kararlarını ertelemesine sebep verebilir (Julio ve Yook, 2012: 49).

Eğer politik belirsizlik firmalar için önemli ise, seçimlere yaklaşınca meydana gelen belirsizlik yatırım harcamalarında bir döngü yaratabilir. Seçimlerin sonuçlarının kötü olacağı beklentisinin yatırımları azaltması Bernanke'nin kötü haber prensibinin bir uygulamasıdır. Bu prensip bizi yatırım harcamaları seçimlerden önceki dönemde azalış gösterir yönündeki iddiayı ifade eden “politik belirsizlik hipotezine” getirmektedir (Julio ve Yook, 2012: 50). Kötü haber prensibi, yatırım için beklemenin değerinin firmadan firmaya ve ülkeden ülkeye farklılık göstereceğini söylemektedir. Ülkeler içinde, yatırım döngüsünün büyüklüğü seçim sonuçlarındaki belirsizliğe göre değişebilir. Ülkeler arasında, seçimlerden sonra politika değişimleri bekleniyorsa yatırım döngüleri daha belirgin olacaktır. Merkezi yönetim olan ülkelerde etkinin daha büyük olacağını beklenebilir. Politik kararların daha kısıtlı verilebildiği ülkelerde büyük oranda bir politika değişikliği yapılamamaktadır. Örneğin başkanlık sisteminde güçler ayrılığı belirgindir fakat bu politika değişikliği yapmada daha az etkinlik anlamına gelmektedir. Daha az istikrarlı hükümetlerin genel olarak seçimler döneminde yatırımlarda daha fazla değişik bekleyeceklerini söylenebilir (Julio ve Yook, 2012: 50).

Seçim zamanının belirlenmesiyle ilgili olarak reel çıktıyı etkileyen tek faktör politik belirsizlik değildir. Literatürde seçim sebebiyle oluşan yatırım döngüsü için iki alternatif açıklama mevcuttur. Birincisi, politik iş döngüsü hipotezidir (political business cycles hypothesis). Nordhaus (1975)'un modellemesi ile başlayan bu hipotezin beraberinde getirdiği tartışmada görev başındaki memurların mali ve para politikalarını manipüle ederek ekonomik durumu etkileyecekleri ve bunun da yeniden seçim olasılığını arttıracak tartışmasıdır. Bu yüzden, politik belirsizlik hipotezinin alternatif bir açıklaması olarak, şirket yatırımları değişen makroekonomik koşullara göre reaksiyon gösterir. Politik iş döngüsü teorisi'ne göre ortalama ekonomik aktivitenin seçimlerden hemen önce yüksek olmasını tahmin etmekten, ekonominin iyileşmesini sağlayan etkenler özel yatırımlar üzerinde dışlama etkisi yapabilir. İkinci alternatif açıklama ise politik bağlantıların değeri (the value of political connecting) ile alakalıdır. Bazı firmalar politik bağlantılarının devam etmesi için seçim dönemlerinde yatırım kararlarında değişikliğe gitme eğilimindedirler (Julio ve Yook, 2012: 48). Örneğin, Bertrand vd. (2007) Fransa'da belediye seçimlerine yakın bir zamanda politik bağlantısı olan firmaları incelemiş ve politik bağlantıları olan CEO'ların yönettiği firmaların yatırımlarını seçim yılında politik bağlantılarının tekrar seçilmesine yardım edebilmek için arttırdığını gözlemlemiştir. Julio ve Yook (2012) bu alternatif hipotez için birkaç test uygulamış ve bu hipotezin kendi örnek firmalarında uygulaması olmadığını tespit etmiştir.

Firmaların karşılaştığı bütün belirsizlik, hisse senedi getirilerinin volatilitesi, girdi ve çıktı fiyatları, toplam faktör üretkenliği, firma temelleri veya analist tahminlerinin dağılımları gibi birçok değişken kullanılarak ölçülmüştür [Örneğin, Leahy ve Whited (1996), Bloom vd. (2012) ve Stein ve Stone (2012)]. Ancak, belirsizliğin makroekonomik politikaya dayandırılabilir bölümünü ölçmek oldukça zor bir iştir. Bazı çalışmalar belirli tipte politikalara (mali, parasal, sosyal güvenlik) odaklanmışken, ekonomideki politika belirsizliğinin tamamını ölçen önemli ölçüde daha az çalışma vardır. Son dönemdeki farklı çalışmalar politik belirsizliğin yüksek olması muhtemel zamanların belirleyicisi olarak ulusal seçim yıllarını kullanmışlardır [Örneğin, Julio ve Yook (2012) ve Durnev (2012)].

Kurum yöneticilerinin firmaların tam olarak stoklarını eritemediklerinde ve yatırım projelerinin gelecek karlılıkları hakkındaki belirsizliğin yüksek olması durumunda önceden tahmin ederek yatırımı erteledikleri bir dürtüleri vardır (Bernanke, 1983). Daha az yeniden konuşlandırılabilir varlıkları olan firmaların yöneticileri bu varlıkları satmak istedikleri potansiyel/kötü zamanlarla ilgili olarak daha endişelidirler. Bu sebeple, kötü zamanların olasılığını arttıracak olan bir belirsizlik artışından sonra, daha az konuşlandırılabilir sermayesi olan firmalar (örn. erteleme) yatırımlarını daha fazla konuşlandırılabilir sermayesi olan firmalardan daha fazla azaltacaklardır (Caballero, 1991).



Kış-2015

Winter-2015

Cilt: 4 Sayı: 8 (57-73)

Volume: 4 Issue: 8 (57-73)

Wang vd. (2014) ekonomik politika belirsizliğinin Çin'deki işlem gören firmaları nasıl etkilediğini çalışmışlardır. Wang vd. (2014) ekonomik politik belirsizlik ve kurumsal yatırımlar arasındaki ilişkiyi firma seviyesinde incelemişlerdir. Belirsizliğin yerine, ekonomik politika belirsizliği üzerine odaklanmışlardır. Çalışmalarında aşağıdaki bulgulara ulaşmışlardır: Ekonomik politika belirsizliği derecesi yüksek olduğunda, firmanın yatırımını azalttığını göstermektedirler. Ancak, ödenmiş sermaye getirisi yüksek olan firmalar, daha fazla ek finansman kullanan ve devlete ait olmayan firmalar politika belirsizliğinin kurumsal yatırım üzerindeki negatif etkisini hafifletmektedirler. Bundan başka, planlı ekonomiyi pazar ekonomisine dönüştürme derecesi daha yüksek olan bölgelerdeki firmalar ekonomik politika belirsizliğine daha duyarlıdır. Bulgular ekonomik politikaların uygulanmasında şeffaf ve istikrarlı olmanın kurumsal yatırım verimliliğini artıracaklarını göstermektedir. Wang vd. (2014)'e göre ekonomik ve politik şoklar, firmaların maliyetleri, satışları ve karları fazlasıyla etkileneceğinden önemli bir belirsizlik kaynağı olabilir. Özellikle, kurumsal yatırım genellikle maliyetli ve geriye döndürülemezdir. Politika değişiklikleri firmaların çalıştıkları ortamları ve bundan dolayı yatırım davranışlarını etkiler (Wang vd., 2014: 227).

Durney (2012) seçim dönemlerindeki politik belirsizliğin kurumsal yatırımların hisse senedi fiyatlarına verdiği tepkiyi nasıl etkilediğini göstermektedir. Tüm dünyadaki geniş bir seçim panelinde, seçim yıllarında yatırım, seçim olmayan yıllara göre hisse senedi fiyatlarına %40 daha az duyarlıdır. Yatırımın fiyata olan duyarlılığındaki azalma seçim yıllarında hisse senedi fiyatlarının yöneticilerin takip ettiği daha yüksek sesli sinyaller olarak daha az bilgilendirici olmasından dolayıdır. Buna ek olarak, yatırımın fiyata olan duyarlılığındaki düşüş, seçim sonuçları daha az kesin olduğunda, yüksek yolsuzluk, yüksek kamu mülkiyeti ve politikacıların kamuyu aydınlatma standartlarının zayıf olduğu durumlarda daha yüksektir. Son olarak, Durney (2012) seçim belirsizliğinin şirket performansını azaltan verimsiz sermaye tahsisine sebep olduğunu göstermektedir.

Durney (2012) ayrıca, seçimler sırasında yöneticilerin hisse senedi fiyatlarına neden daha az önem verdiklerini gösteren iki potansiyel açıklama üzerinde durmuştur. İlk olarak, yatırımın "bilgi görüşü" ne göre, seçimler gelecek hükümet politikaları hakkında belirsizlik ile ilişkilidir, bu da hisse senedi fiyatlarının bilgi kalitesini düşürebilir. Önceki çalışmalar, yatırım kararları alırken, yöneticilerin fiyatlardaki özel kuruma özgü bilgi miktarı arttıkça hisse senedi fiyatlarına daha fazla güvendiğini göstermektedir. (Durney vd., 2004; Chen vd., 2007). Eğer seçim sonuçları hakkındaki belirsizlik ve gelecek hükümet politikaları yatırımcıları daha az bilgilendirilmiş kılsa, yöneticiler kararlarını hisse senedi fiyatlarıyla ortaya çıkan bilgilere daha az dayandırmak isteyeceklerdir. Bu sebeple, bilgi kalitesindeki bir düşüş, yatırımın fiyatlara olan duyarlılığını azaltacaktır. Ek olarak, yöneticiler ekonomi politikalarındaki seçim sonrası değişiklikler hakkında daha iyi bilgilendirilirse (dış yatırımcılara kıyasla) fiyatlara daha az önem verebilirler. Yatırımın "politik görüşü" ne göre, hisse senedi fiyatlarının içerdiği bilgiler, seçim yıllarında daha az ilişkili olabilir. İlgili grupların daha önemli bir etkisinin olduğu ülkelerde, yatırım sıkça politik olarak motive edilmekte ve bundan dolayı hisse senedi fiyatları yatırım kararlarını yönlendirmek için daha az yere sahip olmaktadır. Benzer olarak, politik bağları olan yöneticilerin bilgi veya parasal durumlara ayrıcalıklı olarak erişim sağlayabildiği veya yöneticilerin politikacılardan rüşvet vererek özel muamele "satın aldığı" ülkelerde, yatırım kararları politik ilişkilere daha fazla ve hisse senedi fiyatlarına daha az bağlı olabilir (Durney, 2012: 2-3).

Julio ve Yook (2012) ayrıca yatırımın ulusal seçimler sırasında nasıl değiştiği ile ilgili uluslararası bir örnek kullanmışlardır. Çalışmada yatırımın politik döngülerini ortaya çıkardığı ve seçimle ilgili belirsizliğin firma seviyesinde kurum yatırımını azalttığı tespit edilmiştir. Ana argümanları politik belirsizliğin gelecekteki yatırım sonuçları ile ilgili belirsizlik yaratıyor olması ve buna karşılık, rasyonel yöneticilerin belirsizlik çözümlene kadar yatırımları ertelemevidir. Durney (2012)'in bazı testleri Julio ve Yook (2012)'nin ana sonuçlarını onaylarken (yatırımın seçim yıllarında daha az olduğu ile ilgili bulgu), Durney (2012)'in çalışması Julio ve Yook (2012)'nin çalışmasından üç ana konuda ayrılmaktadır. Öncelikle, Durney (2012) seçim sonuçları ile ilgili olan belirsizliğin yatırıma olan etkisini değil, yatırımın hisse senedi fiyatlarına olan tepkisinin etkisini incelemektedir. Durney (2012)'in ulaştığı temel sonuç, seçim yıllarında yöneticilerin firma değeri yükseldiğinde daha az yatırım yaptığı ve düştüğünde daha fazla yatırım yaptığıdır. İkinci olarak, seçimlerin hisse senedi fiyatlarının içerdiği bilgi miktarını değiştirdiğini göstermektedirler. Üçüncü olarak, Durney (2012) seçimlerin sermaye tahsisi ve şirket performansında gerçek bir etkisi olduğunu tespit etmişlerdir. Bir bütün olarak düşünüldüğünde Durney'nin (2012) bulguları politik döngülerin kurumsal finansman etkileri üzerine ilave bir ışık tutmaktadır.

Baker, Bloom ve Davis (2012)'in politik belirsizlik indeksini kullanarak, Gulen ve Ion (2013) firma ve sektör seviyesindeki kurumsal sermaye yatırımının gelecek politika ve düzenleme sonuçları ile ilgili belirsizlikten nasıl etkilendiğini araştırmıştır. Politika ile ilgili olan belirsizlik firma ve sektör seviye yatırımı ile negatif



ilişkilidir ve etkinin ekonomik büyüklüğü oldukça önemlidir. Gulen ve Ion (2013) 2007-2009 kriz döneminde gözlemlenmiş olan kurum yatırımlarındaki %32'lik düşüşün yaklaşık olarak üçte ikisinin politika ile ilgili olan belirsizliğe dayandırılabilceğini belirtmektedirler. Daha önemlisi, bu çalışmada politika belirsizliği ve sermaye yatırımı arasındaki ilişkinin ABD firmalarının kesitlerinde aynı olmadığı tespit edilmiştir. Politik belirsizliğin yüksek derecede yatırım geri dönülmezliği olan firmalar için, finansal olarak daha kısıtlı firmalar için ve daha az rekabetçi olan sektörlerdeki firmalar için önemli ölçüde daha güçlüdür. Politik belirsizlik ayrıca yüksek nakit varlıkları ve düşük net borç ihraç etme durumları ile de ilişkilendirilmektedir. Sonuçta, bu sonuçlar politika ile ilgili olan belirsizliğin ekonomik gelişimi kurumsal yatırımda bir azalma ile baskılayabileceği kavramını deneysel olarak desteklemektedir. Bu azalma yatırım geri dönülmezliğinin neden olduğu tedbir amaçlı gecikmelerle ve ek borçlanma maliyetindeki artışlarla ilgilidir.

Gulen ve Ion (2013) ekonomide politik belirsizliğin yayılması ile ilgili potansiyel mekanizmaları belirlemek amacı ile politik belirsizliğin negatif etkisinin sermaye yatırımı üzerinde kesit olarak heterojen olup olmadığı ile ilgili bir araştırma yapmışlardır. Bu inceleme hem akademisyenler hem de kanun koyucular tarafından önemli ölçüde dikkate alınmış olan gerçek opsiyonlar ve finansal uyumsuzluk literatürü tahminleriyle harekete geçmiştir. Gerçek opsiyonlar literatürü eğer yatırım projeleri (kısmi olarak) geri dönülemez ise, belirsizlik şoklarının bazı belirsizlikler çözülene kadar yatırımı geciktirmek için firmanın teşviklerini artırabileceğini vurgulamaktadır (Bernanke, 1983), Rodrik, 1991). Durum böyle ise, daha fazla geri dönülemez yatırımı olan firmalar için yavaşlama etkisi daha kuvvetli olmalıdır. Yukarıdaki ön görüş ile tutarlı olarak, politik belirsizliğin sermaye harcamalarını azaltıcı etkisi, bu ölçütlere göre, yüksek yatırım geri dönülmezliği olan firmalarda daha güçlüdür (Gulen ve Ion, 2013: 4).

Gerçek opsiyon literatürü yatırım geri dönülmezliğinden bağımsız olarak, yatırım ve belirsizlik arasındaki ilişki ile ilgili başka bir öngörüye sahiptir. Bu öngörü firmaların yatırımları geciktirmekten kaynaklanan beklenen maliyetler (veya kaybedilmiş karlar) ile ilgili farklılık gösterdiği gözlemine dayanır. Özellikle, Dixit ve Pindyck (1994) tarafından iddia edildiği şekilde, yatırım fırsatlarının daha kısa ömürlü olduğu ve stratejik öncülük edenlerin avantajlarının daha yüksek olduğu daha rekabetçi sektörlerde çalışan firmalar için, yatırımı geciktirmekten kaynaklanan beklenen maliyetler daha fazla bilginin açığa çıkması için beklemekten gelecek olan faydalardan çok daha ağır gelebilir. Bundan dolayı, eğer politik belirsizlik gerçekten yatırımı opsiyon değerini bekleme üzerinden etkiliyorsa, bunu daha az şiddetle daha az rekabetçi sektörlerdeki firmalar için yapmalıdır. Bu öngörü test etmek için Gulen ve Ion (2013) sektörün rekabet gücünü ölçmek için Herfindahl İndeksini kullanmaktadır. Gulen ve Ion (2013) yukarıdaki argümanla tutarlı olarak, politik belirsizlik ve yatırım arasındaki ilişkinin en fazla rekabetçi olan sektörlerin %10'u için önemsiz olduğunu ancak daha az rekabetçi olan sektörlerde önemli ölçüde daha fazla negatif olduğunu bulmuşlardır.

Çeşitli teorik çalışmalar daha fazla belirsiz karın daha düşük yatırım oranlarına yol açtığı ile ilgili önerilerde bulunmaktadır. Özellikle iki teori literatürde kayda değer bir dikkat çekmiştir. İlk olarak, Bernanke (1983) ve Rodrik (1991) yatırım projelerinin tamamıyla geri dönülebilir olmadığı durumlarda, belirsizliğin projelerin karlılığı ile ilgili daha fazla bilginin açığa çıkması için bekleme opsiyon değerini artıracığını savunmaktadırlar. İkinci olarak, belirsizlik ödememe riskini (Gilchrist, Sim ve Zakrajsek, 2010) veya öz sermaye risk primini (Pastor ve Veronesi, 2013) artırarak ek borçlanma maliyetini artırabilir bu da daha düşük yatırım oranlarına yol açabilir.

Ulusal liderin belirlendiği seçimler politika belirsizliğinin etkilerini çalışmak için iki önemli nedenden dolayı ilginç bir çerçeve oluşturmaktadır. İlk olarak, standart politika modelleri genellikle ekonominin tüm ömrü için tek bir refah maksimize eden planlayıcı varsayımında bulunur, gerçek dünya ise sınırlı dönemleri olan ve farklı politika tercihleri olan diğer liderlerle yeri değiştirilebilecek olan liderler tarafından karakterize edilir. Seçim sonuçları kurumsal kararlarla ilgilidir, çünkü sektörel düzenlemelere, para ve ticari politikalara, vergilendirmeye ve daha karmaşık durumlarda özel şirketlerin olası kamulaştırılmasına etki etmektedirler. İkinci olarak, ekonomik darboğaz kendi başına büyük miktarda bir politika belirsizliği oluşturduğu için, politika belirsizliğinin yatırım üzerindeki etkisini incelemek, belirsizlik ve ekonomik gelişme arasındaki potansiyel iç kaynaktan dolayı zorlayıcı bir iştir (Yadav, 2012: 1).

Varlıkların yeniden düzenlenebilirliği, kurumsal yatırım kararlarını, özellikle ekonomik belirsizlik değiştiğinde, nasıl sağlar? Bu soruyu ele almak için Kim ve Kung (2013) varlıkların sektör bazındaki yeniden düzenlenebilirliği için ölçümler oluşturmuş ve Birinci Körfez Savaşı ve 11 Eylül Terörist Saldırısı dâhil, büyük ekonomik ve politik olayların tetiklediği belirsizlikteki dış kaynaklı artışlar üzerinde çalışmışlardır. Toplam belirsizlikteki bir artış sonrasında, daha az yeniden düzenlenebilir varlıklar kullanan firmaların daha fazla yeniden düzenlenebilir varlıklar kullanan firmalara göre yatırımı daha fazla azalttığı tespit etmişlerdir.



3.2. Politik Belirsizlik ve Sermaye Piyasaları

Politika haberleri son dönemde finansal piyasalara hükmetmektedir. Günden güne varlık fiyatları dünyadaki hükümetlerin ne yaptığna veya ne yapacakları ile ilgili haberlere tepki veriyor gibi görülmektedir. Politik belirsizlik sadece Avrupa'da değil ayrıca Birleşik Devletleri'nde de öne çıkmaya başlamıştır. Örneğin, Standard & Poor'un derecelendirmeleri politik belirsizliğin Ağustos 2011'deki ABD Hazine borcunun eşî görülmemiş düşüşünün en önemli nedenleri arasında olduğundan bahsetmiştir (Pastor ve Veronesi, 2013: 520).

Gelecek hükümet eylemleri hakkındaki belirsizlik piyasa fiyatlarını nasıl etkilemektedir? Bir tarafta, bu belirsizliğin eğer hükümet beklenmeyen şoklara düzgün bir şekilde karşılık verirse, pozitif bir etkisi olabilir. Örneğin, genellikle bir doktorun karmaşık bir ameliyatı nasıl yapacağı ile ilgili önceden bilgi edinmek için ısrar edilmemektedir; eğer beklenmeyen durumlar oluşursa, kalifiye bir cerrahın ilk plandan sapma özgürlüğüne sahip olması faydalıdır. Aynı şekilde, sıkıntılı zamanlarda, hükümetler sıkça müdahale ederler, bu da yatırımcıların hükümetlerin varlık fiyatları üzerine koruma koyduklarına inanmalarına sebep olabilir. Diğer taraftan, politik belirsizlik tamamen dağıtılamadığı için negatif bir etkiye sahip olabilir. Dağıtılamayan risk genel olarak iskonto oranlarını yükselterek varlık fiyatlarını baskılar (Pastor ve Veronesi, 2013: 520-521).

Finansal piyasalardan elde edilen bulgular seçimler ve politika değişiklikleri ile ilgili olan belirsizliğin varlık fiyatlarına yansıdığını göstermektedir. Bialkowski vd. (2008) ve Boutchkova vd. (2012) ulusal seçimler sırasında sermaye piyasası değişkenliğini incelemişler ve seçim dönemindeki değişkenliğin normale göre önemli ölçüde daha yüksek olduğunu bulmuşlardır. Boutchkova vd. (2012), bundan başka, artan değişkenliğin daha yüksek politik risk taşıdığını öne sürerek politik olarak hassas olan sektörlerde çalışan firmalar için getiri değişkenliğinin seçimler sırasında daha yüksek olduğunu bulmuştur. Bernhard ve Leblang (2006) seçimler sırasındaki bono kazançları, döviz kurları ve özsermaye değişkenliklerini ve diğer politik değişiklikleri belgelemiş ve bu değişikliklerin, daha az tahmin edilebilir sonuçları olan seçimler sırasında, daha yüksek olduğunu göstermiştir. Bu bulgular politik belirsizliğin seçimler sırasında normalden daha yüksek olduğu varsayımını destek vermektedir.

Politikanın sermaye piyasasındaki etkisi ile ilgili olarak, bazı araştırmacılar politik faktörlerin sermaye fiyatlarında önemli ölçüde etkisinin olduğunu tespit etmişlerdir (örn. Bernhard ve Leblang 2006; Foerster ve Schmitz 1997; Knight 2006; Snowberg, Wolfers ve Zitzewitz 2007; Wolfers ve Zitzewitz, 2009).

Boutchkova vd. (2012) bölgesel ve küresel politik risklerin sektör getiri değişkenliğini nasıl etkilediğini incelemişlerdir. Ana savları, bazı sektörlerin politik olaylara diğerlerine göre daha hassas olduğudur. Ticarete, sözleşme icrasına ve işgücüne daha bağlı olan sektörlerin bölgesel politik riskler daha yüksek olduğunda daha fazla getiri değişkenliği gösterdiğini bulmuşlardır. Ticarete bağımlı sektörlerin ticari ortaklarının olduğu ülkelerdeki politik belirsizlik (örn. ulusal seçimler yapılırken) benzer olarak daha fazla değişkenlikle sonuçlanmıştır. Sektörlerin, seçimler, demokratik kurumların dayanıklılığı, yöneten partinin oryantasyonu ve bütün politika riski gibi çeşitli yerel ve küresel politika belirsizlik kaynaklarına, eşit olmayan biçimde tepki verdiğini savunmaktadırlar. Boutchkova vd. (2012)'nin bulguları düzenli seçim döngüleri, iktidarda sırayla farklı partilerin olması veya politika riski değerlerindeki artan değişiklik gibi daha az dramatik politik durumların ve özelliklerin bile sektörler arasındaki farklı değişkenlik seviyelerini açıklayabildiklerini göstermektedirler. Üstelik bir ülkedeki (Bailey ve Chung, 1995; Fuss ve Bechtel 2008) veya küçük bir grup geliştirmekte olan ülkelerdeki (McGillivray 2003) politika ve sermaye piyasası değişkenliği arasındaki ilişkiyi inceleyen mevcut çalışmaların aksine, Boutchkova vd. (2012)'nin çalışması hem gelişmiş hem geliştirmekte olan elli ülkeyi içeren bir örnekten yola çıkan bulguları göstermektedir.

Bialkowski vd. (2008) ulusal seçimlerin daha yüksek sermaye piyasası değişkenliğine sebep olup olmadığını test etmek için 27 OECD ülkesinden oluşan bir grubu araştırmışlardır. İndeks getiri değişkeninin ülkeye özgü bileşeninin seçimlerin olduğu hafta sırasında iki katına kolayca çıkabildiğini, bunun da yatırımcıların seçim sonuçlarına şaşırıldıklarını gösterdiğini bulmuşlardır. Zorunlu oy kullanma kanunlarının olmaması, hükümetin politik oryantasyonunun değişmesi veya meclis oy çoğunluğuyla bir hükümet kurulamaması gibi çeşitli faktörler seçim şokunun büyüklüğüne katkı sağlamaktadır.

Seçimler sırasındaki getiri değişkenliği araştırması en az üç sebebe dayandırılmıştır. İlk olarak, seçim sonucu ile ilgili olan belirsizlik riskten kaçan yatırımcılar için önemli etkilere sahiptir. Önceki çalışmalar yatırımcıların uluslararası olarak dağılmamış olduklarını ve önemli ölçüde kendi ülkelerine eğilimli olduklarını göstermektedir (French ve Poterba, 1991; Baxter ve Jermann, 1997). Ağırlıklı olarak yerli varlıklara sahip olduklarından, ülke bazlı politik risk, portföylerinde dağılmayacaktır. Bu sebeple, ülkelerindeki seçimlerin tek

sonucu portföylerinin risk seviyesine etki edecektir. İkinci olarak, seçim şoklarına verilen tepkiye karşı olacak olan herhangi bir pazar bazındaki dalgalanma işlem gören bütün hisse senetlerinin sistematik değişkenliğini artıracaktır. Bu nedenle opsiyon fiyatlarının oy verenlerin oy pusulalarını attıkları dönemde artması olasıdır (Białkowski vd., 2008: 1941-1942).

Hükümetler, özel sektörün çalıştığı ortamı şekillendirir. Firmaları birçok şekilde etkiler: örneğin, vergi toplayarak, devlet desteği vererek, kanun çıkartarak, rekabeti düzenleyerek ve çevresel politikalar belirleyerek. Kısaca, hükümetler oyunun kurallarını belirlerler. Hükümetler bu kuralları finansal piyasalarda fiyat tepkisine yol açmasına neden olacak şekilde zaman zaman değiştirirler. Bu tepkiler değişiklik geniş ölçüde önceden öngörülümüşse zayıftır, ancak eğer piyasaları sürpriz bir şekilde karşılamışsa güçlü olabilir. Pastor ve Veronesi (2012) hükümet politikalarındaki değişikliklerin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkilerini teorik bir çerçevede analiz etmişlerdir. Doğal olarak, politika değişiklikleri dış kaynaklı değildir; çeşitli ekonomik ve politik güçlerden kaynaklanmaktadır. Bu iç kaynağı hesaplamak için, hükümetin karar alma aşamasında aktif bir rol aldığı basit bir varlık fiyatlama modeli geliştirmişlerdir. Politika değişikliklerini hükümet hareketleri ekonomik çevreyi değiştirdiğinden ayrıntılı olarak yorumlamışlardır. Son dönem örnekleri sağlık hizmeti reformları ve finansal düzenlemeleri içermektedir. Başka bir örnek ise A.B.D hükümetinin Lehman Brothers'ın 2008'de iflas etmesine izin verme kararıdır, birçokları tarafından hükümetin üstü kapalı batmak-için-çok-büyük politikasındaki değişiklik sinyali olarak algılanmıştır. 2007'den 2008 'e kadar olan finansal kriz sırasında çok sayıda politika değişikliği olmuştur. Bu değişikliklerin birçoğu daha önce hiç görülmemiş olanlardı, uzun dönem etkilerini önceden tahmin etmek zordu (Pastor ve Veronesi, 2012: 1219-1220). Pastor ve Veronesi (2012)'nin çalışmasında önemli rol kanun yapmanın yan ürünü olarak kaçınılmaz olan hükümet politikasının belirsizliğine aittir. Bu çalışma iki çeşit belirsizliği göz önünde bulundurmaktadır. Birincisi, hepimizin politika belirsizliği olarak adlandırdığı, güncel hükümet politikasının değişip değişmeyeceği ile ilgili olan belirsizliktir. İkincisi, etki belirsizliği olarak adlandırdığımız, yeni hükümet politikasının özel sektörün karlılığı üzerindeki etkisi ile ilgili olan belirsizliğe karşılık gelmektedir. Diğer bir deyişle, hükümetin ne yapacağı ile ilgili belirsizlik vardır, ayrıca bu aksiyonun etkilerinin ne olacağı ile ilgili belirsizlik vardır (Pastor ve Veronesi, 2012: 1220). Pastor ve Veronesi (2012) her iki çeşit belirsizliğin de hisse senedi fiyatlarını önemli şekillerde etkilediğini bulmuşlardır.

Herhangi bir zamanda, hükümet, politikasını değiştirip değiştirmemeye karar verir. Eğer bir politika değişikliği olursa, temsilcilerin inançları tekrar düzenlenir: eski politikanın etkisi ile ilgili olan arka inançlar yeni politikanın etkisi hakkındaki önceki inançlarla yer değiştirir. Politika kararı verirken, hükümet hem ekonomik hem de ekonomik olmayan amaçlarla hareket eder: bir sosyal planlayıcının yapacağı gibi yatırımcıların refahını maksimize eder, ama ayrıca değişen politika ile oluşan politik maliyeti (veya faydayı) de hesaba katar. Bu maliyet yatırımcılar tarafından bilinmemektedir, dolayısıyla yatırımcılar politika değişikliğinin olup olmayacağını tamamiyle tahmin edemezler. Politik maliyetin standart sapması politik belirsizlik olarak ifade edilmiştir (Pastor ve Veronesi, 2012: 1220).

Pastor ve Veronesi (2012) politika değişikliği duyurulduğundaki hisse senedi fiyat düşmesinin koşullarını incelemişlerdir ve iki etki tespit etmişlerdir. Birincisi, bir önceki paragrafta açıklanan hükümetin karar kuralı sonucu, bir politika değişikliği genel olarak firmanın beklenen karlılığını artırır. İkinci olarak, bir politika değişikliği iskonto oranlarını artırır, çünkü yeni politikanın karlılık üzerindeki etkisi daha fazla belirsizdir; yeni politikanın benimsenmesi eski politikayı öğrenmekten elde edilen kazançları siler. Bu iskonto oranı etkisi hisse senedi fiyatlarını aşağı iter. İskonto oranı etkisinin eski politikanın etkisi yeterince negatif algılanmıyorsa, nakit akışı etkisinden daha güçlü olduğunu bulmuşlardır. Yani, eski politikanın etkisinin önceki ortalaması negatif durdurma noktasından düşük ise hisse senedi fiyatları politika değişikliğinin duyurulması ile düşer. Bu durdurma noktası genellikle bir önceki paragrafta sözü edilen politika-değişiklik-tetikleyici eşliği altındadır. Hisse senedi fiyatları sadece süregelen politika karlılık için yeterince zararlı olarak algılandığında yükselir. Pastor ve Veronesi (2012) hisse senedi fiyatlarının politik haberlere tepki verdiği genel bir hükümet politikası denge modeli oluşturmuşlardır. Model politik belirsizliğin boyutunun daha zayıf ekonomik koşullarda daha büyük olduğu bir risk primini yönettiğini belirtmektedir. Politika belirsizliği hükümetin piyasaya sunduğu ima edilen satım koruması değerini azaltır. Ayrıca hisse senetlerinin daha değişken ve daha ilişkili olmasını sağlar, özellikle ekonomi zayıfken.

Imai ve Shelton (2011) Tayvan'daki politika tahmin piyasasından çıkmış özgün bir veri seti kullanarak firmaların ekonomik fırsat üzerindeki parti platformlarının etkilerini incelemişlerdir. 2008 Başkanlık kampanyası sırasında, anakarada yatırımları bulunan Tayvanlı firmaların hisse senedi fiyatının anakara Çin'deki çapraz-dargeçit yatırımı hakkındaki tavan faiz oranını yükseltmeyi savunan KMT partisinin seçimle



Kış-2015

Winter-2015

Cilt: 4 Sayı: 8 (57-73)

Volume: 4 Issue: 8 (57-73)

ilgili pozitif görüşlerine güçlü ve pozitif olarak tepki vermiş olduğunu bulmuşlardır. Tepkiler, zaten tavan faiz oranlarına ulaşmış firmalar için en güçlüydü.

Bechtel ve Fuss (2008) Almanya sermaye piyasasının bölünmüş hükümet dönemleri sırasında daha düşük değişkenlik sergilediğini bulmuşlardır. Fuss ve Bechtel (2008) Almanya ve ABD’de sağ temelli hükümetler altında sermaye piyasalarının daha iyi işlediğini bulmuşlardır. Mukherjee ve Leblang (2007) benzer olarak ABD ve Büyük Britanya’da 20. yüzyılda sol kanat hükümetlerin hem ortalama getirileri hem de sermaye piyasalarının değişkenliğini azalttığını bulmuşlardır.

Kang vd. (2014) ekonomik politika belirsizliğinin ve bileşenlerinin firma seviyesindeki yatırımlar üzerindeki etkisini incelemiştir. Ekonomik politika belirsizliğinin firma seviyesindeki belirsizlikle etkileşiminin firmanın yatırım kararlarını baskıladığı bulunmuştur. Firmalar olası regülasyon değişikliğinden, sağlık hizmeti ve vergi maliyetlerinden dolayı iş yapma maliyetleri ile ilgili şüphe duydularında, yatırım planları ile ilgili daha tedbirli olmaktadır. Ekonomik politika belirsizliğinin firma seviyesindeki yatırım üzerindeki etkisi yüksek firma seviyesinde belirsizlik olan firmalar için ve durgunluk zamanlarında daha yüksektir. Haber bazlı politik şok firmanın yatırımında önemli ölçüde negatif uzun dönem etkisine sahiptir. Federal harcama tahmini eşdeğer ayımlar arası şoku kısa ve uzun dönemde önemli ölçüde negatif etkiye sahiptir. Politika belirsizliği çok büyük firmaların (işlem gören firmaların %20’si civarında) yatırım kararlarını etkilemediği yönünde bir bulgu elde etmişlerdir.

Baker vd. (2013) ekonomik politika belirsizliğinin 2007-2009 durgunluğunu şiddetlendirip şiddetlendirmedeğini ve düzelmeyi zayıflatıp zayıflatmadığını incelemiştir. Bu çalışma daha önceki çalışmalarda ayar maliyetleri varken firma seviyesindeki yatırıma ve istihdam kararlarına ilişkin belirsizlik üzerine inşa edilen politika belirsizliğinin gerçek etkileri hakkında gelişen literatürün bir parçasıdır. Eğer firma yeni bilginin gelmesini beklemenin opsiyon değerini fark edip yatırımı azaltırsa bir ekonomik yavaşlama olması muhtemeldir.

Belirsizliğin firma seviyesindeki kararlara etkisi hakkındaki ilgili literatürde, Leahy ve Whited (1996), Bloom vd. (2007), Baum vd. (2008), Bloom (2009) ve Panousi ve Papanikolaou (2012) bireysel bir firmanın karşılaştığı belirsizliğin kendi hisse senedi fiyatı değişkenliği ile ifade edilebileceğini savunmaktadırlar. Bloom vd. (2007) belirsizliğin firmanın satış şoklarına tepki olarak geri dönülemez yatırımını azalttığı bir model sunmaktadırlar. Firmaların bir yıl içindeki günlük hisse senedi getirilerinin (talep şokları olarak yorumlanır) yüksek değişkenliği olduğu zamanlarda daha fazla tedbirli olduklarını savunmaktadırlar. Leahy ve Whited (1996) ABD üretici firmalarının 1981-1987 dönemlerinde bir firmanın yatırımı ve firmanın bir yıl içindeki günlük hisse senedi getirileri arasında negatif bir ilişki bulmuşlardır. Baum vd. (2008) ve Bloom vd. (2007) 1984-2003 yılları arasındaki ABD üretici firmaları için ve 1972-1991 yılları arasında GB firmaları için benzer sonuçlar bulmuşlardır. Anket verilerinden elde edilen firma seviyesi yatırımı ve firma seviyesi belirsizlik ölçüleri arasındaki ilişki araştırmacılar tarafından incelenmiştir. Guiso ve Parigi (1999) öngörülmuş gelecek talebin şartlı ortalama ve varyansını bulup belirsizliğin İtalyan firmalarının talebe olan yatırım tepkisini zayıflatmış olduğunu bulmuşlardır. Bontempi vd. (2010) ve Bianco vd. (2013) İtalyan firmalarının karşılaştığı talep belirsizliğini talebin beklenen büyüme oranının min-max aralığı ile ölçmüşlerdir. Bianco vd. (2013) aile şirketleri tarafından yapılan yatırımın belirsizliğe karşı aile şirketi olmayan firmaların yatırımlarından daha hassas olduğunu bulmuşlardır. Bontempi vd. (2010) firmaların yatırım planlarının (talebe ilişkin subjektif belirsizlikle aynı zamanda elde edilmiş) belirsizlikten negatif etkilendiğini bulmuşlardır. Driver vd. (2004) bir sektördeki firmaların sektör için iyimserliğe ilişkin inançların kesitsel dağılımına bağlı belirsizlik değişkeninin yatırım üzerinde negatif etkisi olduğunu bulmuşlardır.

Literatür aynı zamanda makro ve mikro belirsizliğin etkileri konusunu ele almaktadır. Panousi ve Papanikolaou (2012) firma seviyesindeki kendine özgü riskin (piyasa tarafından açıklanmayan hisse senedi fiyatındaki değişkenlik ve sektör hisse senedi fiyatı) 1970-2005 arasındaki ABD firmalarının yatırımlarıyla negatif olarak ilişkili olduğunu göstermektedirler. Temple vd. (2001) belirsizliğin Birleşik Krallık’taki firmaların yatırımları üzerindeki makro ve mikro kaynaklarının etkilerinin ayırımı yapmıştır. Talebe ilişkin belirsizliğin gelecek yatırımı sınırlayabileceği ile ilgili beklentilere ilişkin firma seviyesindeki tepkinin panel bilgisi, belirsizliğin iki seviyesinin karşılaştırılmasını sağlar. Belirsizliğin iki kaynağının da yatırım üzerinde negatif etkisi vardır (hiçbir etkinin önemli olmadığı yüksek konsantrasyonlu sektörler dışında). Baum vd. (2010) bir firmanın kendi hisse senedi getirileri hakkında olan kendi belirsizliği, stok endeksi getirilerinden elde edilen pazar belirsizliği ve ikisi arasındaki kovaryansın ölçümü arasında ayırım yapmaktadır. Pazar belirsizliğindeki bir artış firma seviyesindeki yatırımı kısıtlamakta ve firma bazındaki yatırımın belirsizliğinin diğer ölçülerinin etkilerinin işareti nakit akışı ile olan etkileşime bağlı olmaktadır.



Döpke ve Pierdzioch (2006) politik sürecin hisse senedi piyasasında etkili olduğuna dair zayıf bulgular bulmuşlardır. ABD için bulunan deneysel bulgulara karşın, Almanya hisse senedi pazarındaki getirilerin sol temelli veya sağ temelli hükümetler zamanında daha yüksek olma eğilimini bulmamışlardır. Huang (1985) tarafından ABD hisse senedi getirilerinde dört yıllık başkanlık seçim döngüsündeki eski deneysel kanıtları rapor etmişlerdir. Bu yazarlar tarafından rapor edilen deneysel sonuçlar hisse senedi piyasası getirilerinin başkanlığın üçüncü ve dördüncü yıllarında daha yüksek olduğunu ve birinci ve ikinci yıllarda daha düşük olduğunu göstermektedir. Üstelik deneysel sonuçlar hisse senedi piyasası getirilerinin ortalama olarak Demokrat başkanlık sırasında Cumhuriyetçi başkanlığa göre daha yüksek olma eğiliminde olduğunu göstermektedir.

Goodell ve Vahamaa (2013) ABD başkanlık seçimi döngüleri sırasındaki politik belirsizlik ve politik süreçlerin hisse senedi piyasası değişkenliği üzerindeki etkileri üzerine odaklanmışlardır. Aylık Iowa Elektronik Piyasaları verilerini beş seçim boyunca kullanarak, hisse senedi piyasası belirsizliğinin VIX değişkenlik endeksiyle ölçümlenerek, nihai kazananın başarılı olma olasılığı durumundaki pozitif değişiklikler boyunca arttığını bulmuşlardır. Kastedilen değişkenlik ve nihai kazananın seçilme olasılığı arasındaki ilişki bütün seçim belirsizliğindeki değişiklikler kontrol edildikten sonra bile pozitifdir. Bu sonuçlar, yatırımcılar beklentilerini gelecek makroekonomik politikalara bağlı olarak oluşturup revize ettiklerinden dolayı başkanlık seçim sürecinin piyasa endişesi yarattığını göstermektedir.

3.3. Politik Krizler ve Finansal Piyasalar

Uluslararası Kriz Davranışı (ICB) projesi 1975 yılında dünyadaki politik krizlerin etkilerini daha iyi anlamak için kurulmuştur. ICB bir eyaletteki krizi dâhili ve harici ortamdaki bir değişiklikten dolayı oluşan ülkenin temel değerlerini tehdit eden ve askeri müdahaleyi ve silahlı çatışmaları içeren bir durum olarak tanımlamaktadır. Krizin bu tanımına göre, ICB projesi 1918'den (I. Dünya Savaşı sonu) başlayarak uluslararası politik krizlerin kapsamlı bir listesini çıkarmıştır (Frijns vd., 2012: 646).

Frijns vd. (2012) 1991-2006 yılları arasındaki dönemde gelişmekte olan piyasalardaki hisse senedi piyasası entegrasyonunun derecesini açıklamakta politik krizin rolünü araştırmıştır. Tüm dünyadaki politik krizlerle ilgili detaylı bilgi ve 15.500'den fazla firmanın çalışan bilgilerine sahip olan Uluslararası Kriz Davranışı veri tabanını kullanarak, politik krizlerin Güney ve Doğu Asya, Latin Amerika ve Orta ve Doğu Avrupa'daki 19 gelişmekte olan ülkedeki hisse senedi piyasası entegrasyonunu etkileyip etkilemediğini incelemiştir. Çalışmada belli özelliklere sahip krizlerin genel olarak bu bölgelerde hisse senedi piyasası entegrasyonunun seviyesini azalttığı sonucuna varılmıştır. Özellikle, bir politik krizin başlangıcı, şiddeti, ABD'nin anlaşmazlığa karışması ve bir krizin içindeki taraf sayısının hepsi bu piyasalardaki hisse senedi piyasası entegrasyonu seviyesini etkilemektedir.

Enders ve Sandler (1996) ve Enders vd. (2006) terörist davranışlarının ilgili firmaların doğrudan yabancı yatırım akışları üzerinde negatif etkileri olduğunu göstermişlerdir. Eğer politik krizler ekonomik bağlantıları negatif olarak etkiliyorsa, o halde finansal bağlantılar üzerinde de negatif etkiye sahip olabilirler. İkinci olarak, politik krizler yatırımcıların riskten kaçınma seviyelerini artırabilir. Bu artan risk kaçınma, yatırımcıların yabancı yatırımları (özellikle politik risklerin daha büyük olmaya eğilimli olduğu gelişmekte olan ülkelerdeki) daha riskli olarak algılamalarına yol açabilir ve bu piyasalardaki paralarını çekmelerine neden olabilir. Bu durum bu piyasaların moralini bozabilir ama ayrıca küresel pazarla olan bütünleşme seviyelerini de düşürebilir çünkü daha az yabancı yatırımı alacaklardır.

3.4. Politik İstikrarsızlık, Hükümetler ve Finansal Gelişme

Politik istikrarı ölçen birkaç değişken mevcuttur. Bunlardan ilki, değişen koalisyonlar, ok tipi politik döngü veya seçimlerdeki, hükümetlerdeki ve politiklardaki sapmalar, askeri müdahaleler, hükümetteki düzensiz değişimler ve politik şiddet olarak sıralanabilir. İkincisi de hükümet kriz göstergelerinden ortaya çıkmıştır. Üçüncü ve dördüncüleri ulusların politik istikrarsızlığının yönetsel algılarından ortaya çıkmıştır. Bu istikrarsızlık ulusları yatırımcıları koruma gibi finansı destekleyecek kurumlar inşa etmesinden alıkoymaktadır. Roe ve Siegel çalışmasında politik istikrara farklı bir bakış açısı getirerek, mahkemeler, yasalar ve düzenlemeler gibi yatırımcı korumaya dönük kurumlar istikrarsız siyasi ortamlarda uygun bir şekilde işleyemez ise bu durum istikrarsızlık politik dengesizliği finansal geriliğe ya da sıkıntıya götüren kritik bir kanal görevi görebilir. Bir ülkenin yatırımcıyı koruma kurumlarını kurma kapasitesi ve bu konudaki istekliliği



büyük oranda demokratik politik istikrarına bağlıdır. Tutarsız politikalar yatırımcıları koruyamaz ya da korumayacaktır. Geleneksel yatırımcıyı koruma kuruluşları elverişli olsa bile, istikrarsız politik durumlarda bu olumlu gelişmenin faydasız olabileceğini ummak için gerekçeler vardır (Roe ve Siegel, 2011: 280). Roe ve Siegel (2011) çalışmasında bu finansal geriliği açıklamada politik ekonomi özelliklerinin temel bir kanal olduğunu gösteren güçlü bulgular sunmuştur ki bu neden bazı toplumların gerekli kurumları kurmadığı ya da kurmayacağını ve gerekli kurumlar kurulsa bile neden kötü işlediklerini açıklamaktadır.

Hükümetler, özellikle de gelişen bu dünyada finansal hizmetlerin sağlanmasında önemli bir rol oynamaktadırlar. Hükümetin sahip olduğu bankacılık sisteminin gelişen ekonomilerden nispeten daha az olduğu gelişmiş ekonomilerde bile, hükümetler özel sektörün düzenlenmesinde ve finansal sektörün kabul edilebilir sınırlar içinde olmasını sağlayacak sorumluluk almaktadırlar. Eğer hükümetler kendi piyasa güçlerini artırmaya teşebbüs ederse, finansal sektörün gelişimi vergilerin olumsuz etkilerinden, artan rant arayışı ve özel yatırımı dışlama çabası yüzünden sınırlı olabilir. Örneğin, bankacılık sistemi tarafından özel kredi bağlamında verilen kredilerin dağılımı yüksek hükümet harcamaları, etkin olmayan yasal sistem veya yozlaşmış bürokrasi yüzünden düşük olabilir. Benzer bir şekilde, faiz marjları ve genel giderleri etkin olmayan politik kurumlar yüzünden yüksek olabilir. Hükümetin büyüklüğü ve kalitesi finansal sistemin boyutu ve etkinliği ile ayrılmaz bir şekilde bağlantılıdır. Hükümet büyüklüğünü hükümetin banka mülkiyeti (Barth vd., 2001) ve hükümet harcamaları (Barro, 1991; Barro ve Sala-i Martin, 1992; Devarajan vd., 1996; Rousseau ve Wachtel, 2000) ile temsil edilmektedir. Hükümetin kalitesi ise La Porta'nın 1998 yılında yaptığı çalışmasında kullandığı yasal köken (La Porta vd., 1998) ve Kaufmann vd. (2006) tarafından derlenen "yönetişim seviyesi" için kullandığı veri seti seviyesi ile ölçülür.

Literatürün diğer boyutuna bakıldığında, finansal gelişme sağlamak için siyasi kurumların siyasi aktörlerin teşvik tedbirlerini nasıl şekillendirdiği görülebilir. Literatür finansal gelişmenin önündeki engel olarak çıkar gruplarının rolü üzerinde durmaktadır. Bu yolla, görevdeki çıkar grupları kararlarının finansal derinleşmeyi hızlandıracak politikalara zıt düşeceğini görebilirler. Bu konuda en çok başvurulan araştırma olan (Rajan ve Zingales, 2003)'in çalışmalarında finansal gelişmenin, çalışanların hem sanayide hem finasta kredi kısıtlı firmalara girişine izin vererek rekabeti artıracakları öne sürmektedirler. Endüstriyel sektörde, örneğin görevdeki firmalar kendi finansmanlarını sağlayabilir ve rekabeti sınırlandırarak böylece diğerlerinin girişine mani olarak kredi sınırlamasını tercih edebilirler. Rajan ve Zingales bu durumun finansal gelişmeye karşı karmaşık bir politik seçmen bölgesi oluşturduğunu iddia etmektedir.

Girma ve Shartland (2008) finansal gelişme üzerinde demokrasinin ve rejim değişikliğinin etkisini araştırdığı çalışmalarında, hem demokrasinin hem de rejimsel değişikliğin finansal gelişmeyi teşvik ettiğini göstermiştir. Bu çalışmalara ek olarak, literatürde ekonomik değişkenlerin yanında, kurumsal değişkenlerin hisse senedi piyasasının gelişmesindeki belirleyicilik rolünü inceleyen çalışmalar da mevcuttur (Girma ve Shortland, 2008; Law ve Habibullah, 2009; Yartey, 2010; Cherif ve Gazdar, 2010). Pagano (1993) düzenleyici ve kurumsal faktörlerin hisse senedi piyasalarının gelişmesini ve etkinliğini etkileyebileceğini göstermiştir. Firma ile ilgili güvenilir bilginin açıklanmasının zorunlu hale getirilmesinin yatırımcıların hisse senetlerine olan ilgisinin artmasına neden olmuştur. Yatırımcıların finansal araçlara olan güvenini artıran düzenlemelerin yapılmasının hisse senedi piyasalarındaki işlem hacmini ve yatırımları artırarak hisse senedi piyasasının gelişmesinde önemli olduğunu tespit etmiştir. Ancak, kurumsal değişkenlerin hisse senedi piyasasının gelişmesine etkisi üzerine yapılan çalışmalar gelecekteki çalışmalara da temel oluşturan La Porta vd. (1998)'in çalışmalarına dayanmaktadır. Bu çalışmalar şirket hissedarlarının ve kreditorlerin korunmasını kapsayan hukuk kurallarının, bu kuralların kökeninin ve uygulanma kalitesinin hisse senedi piyasasının gelişmesini nasıl etkilediğini incelemiştir. Ayrıca La Porta vd. (1997), hukukun üstünlüğü, anti-yönetici hakları ve her hisse senedinin oy hakkının eşit olması gibi kurumsal değişkenlerin hisse senedi piyasasının gelişmesinde önemli role sahip olduğunu ifade etmektedirler.

4. SONUÇ

Daha yakın zamanda yapılan çalışmalar küresel finansal kriz süresince şirket yatırım harcamalarındaki düşüşü politikadaki yükselen belirsizliğe bağlamaktadırlar. Seçim sonuçlarının endüstri düzenlemeleri, parasal ve ticari politikalar, vergilendirme ve çok uç durum olsa da özel firmaların kamulaştırılması hakkında fikir edinilebilir olduğundan firmaların kararlarını etkilediği söylenebilir.

Birçok ampirik çalışma belirsizlik ve yatırım arasında negatif bir ilişki olduğunu tespit etmiştir. Bu çalışmalar genel olarak belirsizliğin yatırım fırsatlarına gösterilen yatırım yapma hevesini azalttığını göstermektedir.



Ayrıca, belirsizliğin yatırım seviyeleri üzerindeki etkisinin farklı modelleme varsayımlarına hassas olduğunu göstermektedir.

Birçok çalışma, politik belirsizliğin ulusal seçimler sırasında arttığını göstermektedir. Bu çalışmalarda piyasa indekslerinin seçimler sırasında daha değişken olduğu tespit edilmiş ve politik olarak hassas olan sektörlerin seçimler sırasında daha az tahmin edilebilen nakit akışları olduğu ortaya konmuştur.

Yapılan çalışmalardan elde edilen bulgular seçimler ve politika değişiklikleri ile ilgili olan belirsizliğin varlık fiyatlarına yansıdığını göstermektedir. Bu çalışmalarda ulusal seçimler sırasında sermaye piyasası değişkenliği incelenmiş ve seçim dönemindeki değişkenliğin normale göre önemli ölçüde daha yüksek olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca artan değişkenliğin daha yüksek politik risk taşıdığını öne sürerek politik olarak hassas olan sektörlerde faaliyet gösteren firmalar için getiri değişkenliğinin seçimler sırasında daha yüksek olduğu bulunmuştur.

Literatürde seçim sebebiyle oluşan yatırım döngüsü için iki alternatif açıklama mevcuttur. Birincisi, politik iş döngüsü hipotezidir (political business cycles hypothesis). Nordhaus (1975)'un modellemesi ile başlayan bu hipotezin beraberinde getirdiği tartışmada görev başındaki memurların mali ve para politikalarını manipüle ederek ekonomik durumu etkileyecekleri ve bunun da yeniden seçim olasılığını arttıracığı tartışmasıdır. Bu yüzden, politik belirsizlik hipotezinin alternatif bir açıklaması olarak, şirket yatırımları değişen makroekonomik koşullara göre reaksiyon gösterir. Politik iş döngüsü teorisi'ne göre ortalama ekonomik aktivitenin seçimlerden hemen önce yüksek olmasını tahmin etmekteyken, ekonominin iyileşmesini sağlayan etkenler özel yatırımlar üzerinde dışlama etkisi yapabilir. İkinci alternatif açıklama ise politik bağlantıların değeri ile ilgilidir. Bazı firmalar politik bağlantılarının devam etmesi için seçim dönemlerinde yatırım kararlarında değişikliğe gitme eğilimindedirler.

Literatürün diğer boyutuna bakıldığında, finansal gelişme sağlamak için siyasi kurumların siyasi aktörlerin teşvik tedbirlerini nasıl şekillendirdiği görülebilir. Literatür finansal gelişmenin önündeki engel olarak çıkar gruplarının rolü üzerinde durmaktadır. Bu yolla, görevdeki çıkar grupları kararlarının finansal derinleşmeyi hızlandıracak politikalara zıt düşeceğini görebilirler. Bu konuda en çok başvurulan araştırma olan (Rajan ve Zingales, 2003)'ün çalışmalarında finansal gelişmenin, çalışanların hem sanayide hem finasta kredi kısıtlı firmalara girişine izin vererek rekabeti arttıracığını öne sürmektedirler. Endüstriyel sektörde, örneğin görevdeki firmalar kendi finansmanlarını sağlayabilir ve rekabeti sınırlandırarak böylece diğerlerinin girişine engel olarak kredi sınırlamasını tercih edebilirler.

KAYNAKÇA

- ABEL, A. B. ve BLANCHARD, O., 1986. Investment and Sales: Some Empirical Evidence. NBER Working Paper 2050.
- ABEL, A. B. ve EBERLY, J.C. 1996, Optimal Investment with Costly Reversibility, Review of Economic Studies, 63, 581-593.
- ABEL, A.B., 1983. Optimal Investment under Uncertainty. Amerikan Economic Review, 73, 228-233.
- ALESINA, A. ve RODRIK, D. 1994. Distributive Politics and Economic Growth. Quarterly Journal of Economics, 109, 465-90.
- ALTHAUS, C. 2008, Calculating Political Risk, University of New South Wales Press Ltd, London-UK.
- AYDENİZ, Ş. 2008, İşletmelerde Gelecek (Futures) ve Opsiyon Sözleşmeleri ile Risk Yönetimi, 1. Baskı, Basın Yayın Dağıtım, İstanbul.
- BADERTSCHER, B., SHROFF, N. ve WHITE, H.D. 2013, Externalities of Public Firm Presence: Evidence from Private Firms Investment Decisions", Journal of Financial Economics, 109, 682-706.
- BAILEY, W. ve CHUNG, P.Y., 1995. Exchange Rate Fluctuations, Political Risk, and Stock Returns: Some Evidence from an Emerging Market. Journal of Financial and Quantitative Analysis 30 (4), 541-561.
- BAKER, S.R., Bloom, N. ve DAVIS, S.J., 2013. Measuring Economic Policy Uncertainty. Chicago Booth Paper No. 13-02.
- BARRO, R. J., 1991, Economic Growth in A Cross Section of Countries, Quarterly Journal of Economics, 106, 407-443.



Kış-2015

Winter-2015

Cilt: 4 Sayı: 8 (57-73)

Volume: 4 Issue: 8 (57-73)

- BARRO, R. ve SALA-I-MARTIN, X., 1992, "Public Finance in Models of Economic Growth". Review of Economic Studies, 59, 645–661.
- BARTH, J., CAPRIO Jr., G. ve LEVINE, R., 2001, "The Regulation and Supervision of Banks around the World: A New Database". World Bank Policy Research Paper, 2588. World Bank.
- BAUM, C.F., CAĞLAYAN, M. ve TALAVERA, O., 2008. Uncertainty Determinants of Firm Investment. Economics Letters, 98, 282–287.
- BAXTER, M. ve JERMANN, U.J., 1997. The International Diversification Puzzle Is Worse Than You Think. American Economic Review 87, 170–180.
- BECHTEL, M. M. ve FUSS, R., 2008. When Investors Enjoy Less Policy Risk: Divided Government, Economic Policy Change, and Stock Market Volatility in Germany, 1970–2005. Swiss Political Science Review, 14 (2), 216–254.
- BERNANKE, B. S., 1983, Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment, Quarterly Journal of Economics, 98, 85– 106.
- BERNHARD, W. ve Leblang, D. 2006. Democratic Processes and Financial Markets: Pricing Politics. Cambridge University Press. UK.
- BERTRAND, M., KRAMARAZ, F., SCHOAR, A. ve THESMAR, D., 2007. Politicians, Firms And The Political Business Cycle: Evidence from France. Unpublished working paper, University of Chicago.
- BIALKOWSKI, J., GOTTSCHALK, K. ve WISNIEWSKI, T.P., 2008. Stock Market Volatility around National Elections. Journal of Banking and Finance, 32, 1941–1953.
- BIANCO, M., BONTEMPI, M.E., GOLINELLI, R. ve PARIGI, G., 2013. Family Firms' Investments, Uncertainty and Opacity. Small Business Economics, 40, 1035–1058.
- BIRD, R. ve YEUNG, D. 2012, How Do Investors React under Uncertainty, Pacific-Basin Finance Journal, 20, 310-327.
- BLOOM, N., 2009, The Impact of Uncertainty Shocks, Econometrica, 77, 623-685.
- BLOOM, N., BOND, S. ve REENEN, J.V. 2007, Uncertainty and Investment Dynamics, Review of Economic Studies, 74, 391–415.
- BLOOM, N., FLOETOTTO, M. ve JAIMOVICH, N. 2009, Really Uncertain Business Cycles, Working paper, Stanford University.
- BLOOMBERG, S. ve HESS, G. 2001, Is The Political Business Cycle For Real?, Journal of Public Economics, 87, 1091-1121.
- BONTEMPI, M.E., GOLINELLI, R. ve PARIGI, G., 2010. Why Demand Uncertainty Curbs Investment: Evidence from A Panel of Italian Manufacturing Firms. Journal of Macroeconomics, 32, 218–238.
- BOUTCHKOVA, M., DOSHI, H., DURNEV, A. MOLCHANOV, A. 2012, Precarious politics and return volatility, Review of Financial Studies 25, 1111–1154.
- CABALLERO, R. J., 1991, On the Sign of the Investment-Uncertainty Relationship, American Economic Review, 81, 279-288.
- CHEN, Q., GOLDSTEIN, I. ve JIANG, W. 2007, Price Informativeness and Investment Sensitivity To Stock Price, Review of Financial Studies, 20, 619-650.
- CHEN, Y.F. ve FUNKE, M. 2003, Option Value, Policy Uncertainty, and the Foreign Direct Investment Decision, Hamburg Institute of International Economics Discussion Paper.
- CHERIF, M ve GAZDAR, K. 2010, "Macroeconomic and Institutional Determinants of Stock Market Development in Mena Region: New Results from A Panel Data Analysis", International Journal of Banking and Finance, 7(1), 138-159.
- CIOFFI-REVILLA, C.A., (1998), Politics and Uncertainty, Theory, Models and Applications, First Published, Cambridge University Pres, United Kingdom.



Kış-2015

Winter-2015

Cilt: 4 Sayı: 8 (57-73)

Volume: 4 Issue: 8 (57-73)

- CLARK, E. ve TUNARU, R. 2001, "Emerging Markets: Investing with Political Risk", *Multinational Finance Journal*, 5(3), 155-173.
- DEVARAJAN, S., SWAROOP, V. ve ZOU, H. 1996, "The Composition of Public Expenditure and Economic Growth". *Journal of Monetary Economics* 37, 313-344.
- DIXIT, A. ve PINDYCK, R.S., 1994. *Investment under Uncertainty*. Princeton University Press, Princeton, NJ, USA.
- DOPKE, J. ve PIERDZIOCH, C. 2006. *Politics and the Stock Market: Evidence from Germany*. *European Journal of Political Economy*, 22, 925-43.
- DRIVER, C., IMAI, K., TEMPLE, P. ve URGA, G., 2004. *The Effect Of Uncertainty On UK Investment Authorisation: Homogeneous vs. Heterogeneous Estimators*. *Empirical Economics*, 29, 115-128.
- DURNEV, A., 2012. *The Real Effects of Political Uncertainty*. Unpublished working paper. University of Iowa.
- DURNEV, A., MORCK, R. ve YEUNG, B. 2004, *Value Enhancing Capital Budgeting and Firmspecific Stock Return Variation*, *Journal of Finance*, 59, 65-105.
- ELLSBERG, D., 1961. *Risk, Ambiguity, and the Savage Axioms*. *Quarterly Journal of Economics*, 75, 643-669.
- ENDERS, W. ve SANDLER, T., 1996. *Terrorism and Foreign Direct Investment in Spain and Greece*. *Kyklos*, 49, 331-352.
- ENDERS, W., SACHSIDA, A. ve SANDLER, T., 2006. *The Impact of Transnational Terrorism on US Foreign Direct Investment*. *Political Research Quarterly*, 59, 517-531.
- FOERSTER, S. ve SCHMITZ, J., 1997. *The Transmission of U.S. Election Cycles to International Stock Returns*. *Journal of International Business Studies*, 28, 1-27.
- FRENCH, K.R. ve POTERBA, J.M., 1991. *Investor Diversification and International Equity Markets*. *American Economic Review* 81, 222-226.
- FRIEDMANN, R. ve KIM, J. 1988, "Political Risk and International Marketing", *Columbia Journal of World Business*, 23, 63-74.
- FRIJINS, B., RAD, A.T. ve INDRIAWAN, I. 2012, *Political Crises and The Stock Market Integration of Emerging Markets*, *Journal of Banking & Finance*, 36(3), 644-653.
- FUSS, R. ve BECHTEL, M. M., 2008. *Partisan Politics and Stock Market Performance: The Effect of Expected Government Partisanship on Stock Returns in the 2002 German Federal Election*. *Public Choice*, 135(3-4), 131-150.
- GILCHRIST, S., SIM, J.W. ve ZAKRAJSEK, E., 2010. *Uncertainty, Financial Friction and Investment Dynamics*. Working Paper. <<http://www.princeton.edu/economics/seminar-schedule-by-prog/macros10/papers/Gilchrist-Paper.pdf>>. (12.08.2013).
- GIRMA, S. ve SHORTHAND, A, 2008, "The Political Economy of Financial Development", *Oxford Economic Papers*, 60(4), 567-596.
- GITMAN, L. 2003, *Principles of Managerial Finance*, Tenth Edition, Addison-Wesley Series, New York.
- GOODELL, J.W. ve VAHAMAA, S. 2013, *US Presidential Elections and Implied Volatility: The Role of Political Uncertainty*, *Journal of Banking & Finance*, 37(3), 1108-1117.
- GUIISO, L. ve PARIGI, G. 1999, *Investment and Demand Uncertainty*, *Quarterly Journal of Economics*, 114, 185-227.
- GULEN, H. ve ION, M. 2013. *Policy Uncertainty and Corporate Investment*. Purdue University Mimeo.
- HARTMAN, R., 1972. *The Effects of Price and Cost Uncertainty on Investment*. *Journal of Economic Theory*, 5, 258-266.
- HOWELL, L.D., 2002, *The Handbook of Country and Political Risk Analysis*, Third Edition, PRS Group.



Kış-2015

Winter-2015

Cilt: 4 Sayı: 8 (57-73)

Volume: 4 Issue: 8 (57-73)

- HOWELL, L.D.1992, Political Risk and Political Loss for Foreign Investment, the International Executive, 34(6), 485-498.
- HUANG, R.D., 1985. Common Stock Returns and Presidential Elections. Financial Analysts Journal, 41 (March/April), 58–65.
- IMAI, M. ve SHELTON, C.A. 2011, Elections and Political Risk: New Evidence from the 2008 Taiwanese Presidential Election, Journal of Public Economics, 95(7–8), 837–849.
- JEONG, B., 2002. Policy Uncertainty and Long-Run Investment and Output across Countries. International Economic Review, 43, 363–392.
- JULIO, B. ve YOOK, Y. 2012, Corporate Financial Policy Under Political Uncertainty: International Evidence from National Elections, Journal of Finance, 67, 45–84.
- KANG, W., LEE, K. ve RATTI, R. 2014, Economic Policy Uncertainty And Firm-Level Investment, Journal of Macroeconomics, 39, 42–53.
- KAUFMANN, D., KRAAY, A. ve MASTRUZZI, M., 2006, Governance Matters V: Governance Indicators For 1996–2005. World Bank Policy Research Working Paper, 4012.
- KEOWN, A. J. ve diğerleri, 2002, Financial Management: Principles and Applications, Ninth Edition, Printice Hall. New Jersey.
- KIM, H. ve KUNG, H. 2013, How Uncertainty Affects Corporate Investment: The Asset Redeployability Channel, http://www.stanford.edu/group/SITE/SITE_2013/2013_segment_2/2013_segment_2_papers/kim.pdf (12.02.2014).
- KNIGHT, B., 2006, Are Policy Platforms Capitalized into Equity Prices? Evidence from The- Bush/Gore 2000 Presidential Election, Journal of Public Economics, 90, 751-773.
- KNIGHT, F.H., 1921. Risk, Uncertainty, and Profit. Hart, Schaffner& Marx; Houghton Mifflin Company, Boston, MA.
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANE, F., SHLEIFER, A., ve VISHNY, R. W. 1998, “Law and Finance”. Journal of Political Economy, 106, 1113–1155.
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANE, F., SHLEIFER, A., ve VISHNY, R. W. 1997, “Legal Determinants of External Finance”. Journal of Finance, 52(3), 1131–1150.
- LAW, S.H. ve HABIBULLAH, M.S. 2009, “The Determinants of Financial Development: Institutions, Openness and Financial Liberalization”, South African Journal of Economics, 77(1), 45-58.
- LEAHY, J. V. ve WHITED, T. V. 1996, The Effect of Uncertainty on Investment: Some Stylized Facts, Journal of Money, Credit and Banking, 28, 64-83.
- LEVY, H. 2002, Fundamentals of Investments, First Edition, Prentice Hall. London.
- MAURO, P., 1995, Corruption and Growth, Quarterly Journal of Economics, 110, 681–712.
- MCGILLIVRAY, F. 2003. Redistributive Policies and Stock Price Dispersion. British Journal of Political Science, 33, 367–96.
- MEI, J. ve GUO, L. 2004. Political Uncertainty, Financial Crisis, and Market Volatility. European Financial Management, 10, 639–57.
- MUDAMBI, R. ve NAVARA, P. 2003, “Political Tradition, Political Risk and Foreign Direct Investment in Italy”, Management International Review, Third Quarter 43(3), 247-265.
- MUKHERJEE, B. ve LEBLANG, D., 2007. Partisan Politics, Interest Rates and the Stock Market: Evidence from American and British Returns in the Twentieth Century. Economics and Politics, 19(2), 135–167.
- NORDHAUS, W. 1975, The Political Business Cycle, Review of Economic Studies, 42, 169–190.
- OKKA, O. 2009, Finansal Yönetim Teori ve Çözümlü Problemler, Nobel Yayın Dağıtım. Ankara.
- PAGANO, M. 1993, “The Floatation of Companies on the Stock Market: A Coordination Failure”, European Economic Review, 37, 1101–25.



Kış-2015

Winter-2015

Cilt: 4 Sayı: 8 (57-73)

Volume: 4 Issue: 8 (57-73)

- PANOUSI, V. ve PAPANIKOLAOU, D., 2012. Investment, Idiosyncratic Risk and Ownership. *Journal of Finance* 67, 1113–1148.
- PASTOR, L. ve VERONESI, P. 2013, Political Uncertainty and Risk Premia, *Journal of Financial Economics*, 110, 520-545.
- PIKE, R. ve NEALE, B. 2006, *Corporate Finance and Investment Decisions & Strategies*, Fifth Edition, Prentice Hall. England.
- PINDYCK, R., 1991. Irreversibility, Uncertainty, and Investment, *Journal of Economic Literature*, 29, 1110–1148.
- RAJAN, R., ve ZINGALES, L., 2003. The Great Reversals: The Politics Of Financial Development In The 20th Century. *Journal of Financial Economics* 69, 5–50.,
- RODRIK, D., 1991, Policy Uncertainty and Private Investment in Developing Countries, *Journal of Development Economics*, 36, 229–242.
- ROE, M. J. ve SIEGEL, J. I, 2011, “Political Instability: Effects on Financial Development, Roots in the Severity of Economic Inequality”, *Journal of Comparative Economics*, 39, 279–309.
- ROUSSEAU, P., WACHTEL, P., 2000, “Equity Markets and Growth: Cross-Country Evidence on Timing and Outcomes 1980–1995”, *Journal of Banking & Finance*, 24, 1933–1957.
- SNOWBERG, E., WOLFERS, J. ve ZITZEWITZ, E. 2007. Partisan Impacts on the Economy: Evidence from Markets and Close Elections. *Quarterly Journal of Economics*, 122, 807–29.
- STEIN, L. ve STONE, E.C. 2012, The Effect of Uncertainty on Investment, Hiring, and R&D: Causal Evidence from Equity Options, Working paper.
- WANG, Y., CHEN, C.R., HUANG, Y.S. 2014, Economic Policy Uncertainty and Corporate Investment: Evidence from China, *Pacific-Basin Finance Journal*, 26, 227-243.
- WOLFERS, J. ve ZITZEWITZ, E. 2009, Using Markets to Inform Policy: The Case of The Iraq War, *Economica*, 76, 225-250.
- YADAV, M. N. 2012, Effect of Political Uncertainty and Corporate Investment Cycles In Nepal, *Elixir Financial management* 46, 8436-8444.
- YARTEY, C. A. 2010, “The Institutional And Macroeconomic Determinants of Stock Market Development In Emerging Economies”, *Applied Financial Economics*, 20, 1615–1625.