



**T.C.**  
**NEVŞEHİR HACI BEKTAŞ VELİ ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**İKTİSAT ANA BİLİM DALI**

**ÜLKE RİSKİ ANALİZİ:**  
**TÜRKİYE VE BRIC ÜLKELERİ ÜZERİNE**  
**AMPİRİK BİR UYGULAMA**

Yüksek Lisans Tezi

Alper Aykut EKİNCİ

Danışman  
Prof. Dr. Alper ASLAN

Nevşehir  
Haziran 2018





**T.C.**  
**NEVŞEHİR HACI BEKTAŞ VELİ ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**İKTİSAT ANA BİLİM DALI**

**ÜLKE RİSKİ ANALİZİ:**  
**TÜRKİYE VE BRIC ÜLKELERİ ÜZERİNE**  
**AMPİRİK BİR UYGULAMA**

Yüksek Lisans Tezi

Alper Aykut EKİNCİ

Danışman  
Prof. Dr. Alper ASLAN

Nevşehir  
Haziran 2018



## BİLİMSEL ETİĞE UYGUNLUK

Bu çalışmadaki tüm bilgilerin, akademik ve etik kurallara uygun bir şekilde elde edildiğini beyan ederim. Aynı zamanda bu kural ve davranışların gerektirdiği gibi, bu çalışmanın özünde olmayan tüm materyal ve sonuçları tam olarak aktardığımı ve referans gösterdiğimi belirtirim.

**Tezi Hazırlayan**  
Alper Aykut EKİNCİ





## TEZ YAZIM KILAVUZUNA UYGUNLUK

**“Ülke Riski Analizi: Türkiye ve BRIC Ülkeleri Üzerine Ampirik Bir Uygulama”** adlı Yüksek Lisans tezi, Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Lisansüstü Tez Yazım Kılavuzu’na uygun olarak hazırlanmıştır.

**Tezi Hazırlayan**  
Alper-Aykut EKİNCİ

**Danışman**  
Prof. Dr. Alper ASLAN

**İktisat Ana Bilim Dalı Başkanı**  
Prof. Dr. Alper ASLAN

## KABUL VE ONAY SAYFASI

Prof. Dr. Alper ASLAN danışmanlığında Alper Aykut EKİNCİ tarafından hazırlanan “**Ülke Riski Analizi: Türkiye ve BRIC Ülkeleri Üzerine Ampirik Bir Uygulama**” adlı bu çalışma, jürimiz tarafından Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Ana Bilim Dalı’nda Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

..12/06/2018

### JÜRİ

Danışman : Prof. Dr. Alper ASLAN  
Üye : Doç. Dr. Oğuz ÖCAL  
Üye : Prof. Dr. Derviş BOZTOSUN

### İMZA



### ONAY:

Bu tezin kabulü Enstitü Yönetim Kurulunun 21/06/2018 tarih ve 2018.25.427 sayılı Kararı ile onaylanmıştır.

21/06/2018



Enstitü Müdürü



**ÜLKE RİSKİ ANALİZİ:  
TÜRKİYE VE BRIC ÜLKELERİ ÜZERİNE  
AMPİRİK BİR UYGULAMA**

**Alper Aykut EKİNCİ**

**Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat**

**Anabilim Dalı, Yüksek Lisans, Haziran 2018**

**Danışman: Prof. Dr. Alper ASLAN**

**ÖZET**

Bu çalışmanın amacı, 2004-2016 döneminde Türkiye ekonomisinin BRIC ülkeleri ile birlikte risk düzeyinin ekonomik, finansal ve politik değişkenler ile ilişkisini analiz etmektir. Bu amaçla, Harvey ve Zhou (1993), Erb vd. (1996), Bekaert vd. (1996), Gangami vd. (2000) tarafından “Ülke Betası Modeli” olarak adlandırılan, uluslararası sermaye varlıkları fiyatlama modeline dayanan model kullanılmıştır. Çalışma kapsamında, ülkeler için 6 ekonomik, 5 finansal, 6 politik ve 3 global olmak üzere 20 değişken ele alınmıştır. Bu değişkenlerde beklenmeyen bir değişimin ülke riskini hangi düzeyde etkilediği tespit edilmeye çalışılmıştır. Bu değişken kümesini hala büyük kümedeki bilgilerin çoğunu içeren küçük bir kümeye indirgemek için Temel Bileşenler Analizi (PCA) uygulanmış ve ekonomik, finansal ve politik indekslere ulaşılmıştır. Temel Bileşen Analizi (PCA) yöntemi ile oluşturulan ekonomik, finansal ve politik indeksler kullanılarak kurulan modeller, panel zaman serilerine ait heterojen katsayıları tahmin etmek için geliştirilen ortalama grup (MG) yöntemi ile tahmin edilmiştir. Ülke riskinin yatırım kararlarına etki etmesiyle ortaya çıkan bir diğer durum o ülkeye yapılacak doğrudan yabancı yatırımların büyüklüğündeki değişimlerdir. Bu nedenle, ekonomik, finansal ve politik indeksler ile doğrudan yabancı yatırımlar (DYY) arasındaki nedensellik ilişkisi Konya tarafından geliştirilen bootstrap panel nedensellik testi ile analiz edilmiştir. Tahminlerden elde edilen bulgular, havuzlanan panelde GSYH, dünya getiri oranları ve politik faktörlerin ülke riskine etki ettiğini göstermektedir. Sonuçlar, ekonomik, finansal ve politik faktörlerin Çin, Hindistan ve Rusya gibi gelişmiş ülkelerde ülke riskine daha çok etki ettiğini göstermektedir. Bununla birlikte, nedensellik analizinden elde edilen bulgular, ekonomik, finansal ve politik indekslerden doğrudan yabancı yatırımlara doğru tek yönlü nedensellik olduğu göstermektedir. Bu sonuç risk düzeyindeki iyileşmelerin doğrudan yabancı yatırımlarda büyüme sağlayacağını ortaya koymaktadır.

**Anahtar Kelimeler:** Ülke Ekonomisi Riski, Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Ülke Betası

**COUNTRY RISK ANALYSIS:AN EMPIRICAL APPLICATION ON  
TURKEY AND THE BRIC COUNTRIES**

**Alper Aykut EKİNCİ**

**Nevşehir Hacı Bektaş Veli University, Institute of Social Sciences Economics**

**M.A, June 2018**

**Supervisor: Prof. Dr. Alper ASLAN**

**ABSTRACT**

The purpose of this thesis is to analyze the relationship between risk level of Turkey and the BRIC economies and economic, financial, political variables over the period 2004-2016. For this purpose, the model based on international capital asset pricing model and called as “Country Beta Model” by Harvey and Zhou (1993), Erb et al. (1996), Bekaert et al. (1996), Gangami et al. (2000) has been taken as the reference. Within the scope of the study, 20 variables including 6 economic, 5 financial, 6 political and 3 global were discussed. The effects of an unexpected change in these variables on the country risk were tried to be determined. To reduce this set of variables to a small cluster that still contains most of the information in the large cluster, the Principal Component Analysis (PCA) has been implemented and economic, financial and political indexes have been reached. The models established by using economic, financial and political indices generated by the Principal Component Analysis (PCA) method are estimated by means of the mean group method (MG) which is developed to estimate the heterogeneous coefficients of panel time series. Another factor that may arise as a result of the impact of country risk on investment decisions is the changes in the size of foreign direct investments. Therefore, the causality relationships between economic, financial and political indices and foreign direct investment (FDI) were analyzed by the bootstrap panel causality test developed by Kónya. Findings obtained from forecasts show that GDP, world rate of return and political factors affect country risk in the pooled panel. The results show that economic, financial and political factors have a greater impact on country risk in developed countries such as China, India, and Russia. At the same time, findings from the causality analysis point out an existence of one-way causality from economic, financial and political indices to foreign direct investment. This result suggests that improvements in risk level will lead to growth in foreign direct investments.

**Keywords:** Country Economy Risk, Foreign Direct Investment, Country Beta

## İÇİNDEKİLER

	<b>Sayfa No.</b>
BİLİMSEL ETİĞE UYGUNLUK .....	i
TEZ YAZIM KILAVUZUNA UYGUNLUK .....	iii
KABUL VE ONAY SAYFASI .....	iv
ÖZET.....	v
ABSTRACT .....	vi
İÇİNDEKİLER .....	vii
TABLOLAR LİSTESİ.....	x
ŞEKİLLER LİSTESİ .....	xi

<b>GİRİŞ</b> .....	<b>1</b>
--------------------	----------

### **BİRİNCİ BÖLÜM RİSK KAVRAMI**

1.1. Risk .....	4
1.2. Ülke Riski.....	6
1.3. Finansal Risk.....	7
1.3.1. Sistemik Olmayan Risk.....	8
1.3.2. Sistemik Risk .....	8
1.3.3. Sistemik ve Sistemik Olmayan Risk Arasındaki Farklılıklar.....	9
1.4. Risk Değerlendirmesi.....	12

### **İKİNCİ BÖLÜM**

#### **DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR VE ÜLKE RİSKİ**

2.1. Doğrudan Yabancı Yatırımlar .....	14
2.2. Doğrudan Yabancı Yatırım Çeşitleri .....	18
2.3. Doğrudan Yabancı Yatırım Biçiminin Belirlenmesi İle İlgili Teoriler.....	19
2.3.1. Getiri Oranlarındaki Farklılık Teorisi .....	19
2.3.2. Portföy Teorisi .....	20
2.3.3. Oligopol Teorisi .....	20
2.3.4. İçselleştirme Teorisi .....	21
2.3.5. OLI Modeli (Elektik Paradigma) .....	21

2.3.6. Tekel Üstünlüğü Teorisi.....	22
2.3.7. Caves Ekonomileri .....	23
2.3.8. Ürün Devreleri Teorisi .....	24
2.4. Doğrudan Yabancı Yatırımı Belirleyen Faktörler.....	24
2.5. Doğrudan Yabancı Yatırımlar İle İlgili Çalışmalar .....	25

## **ÜÇÜNCÜ BÖLÜM**

### **ÜLKE BETASI**

3.1. Ülke Betası ve Ülke Riski .....	30
3.2. Ülke Riski Tespitine Yönelik Ülke Betasını Konu Alan Çalışmalar .....	33
3.3. Ülke Betasını Etkileyen Faktörler .....	36
3.3.1. Ekonomik Faktörler .....	37
3.3.2. Politik Faktörler .....	38
3.3.3. Finansal Faktörler .....	39

## **DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**

### **VERİ SETİ VE MODEL**

4.1. Çalışmanın Amacı Ve Önemi .....	41
4.2. Çalışmanın Kısıtları .....	42
4.3. Veri ve Model .....	43
4.3.1. Politik Risk Faktörleri .....	45
4.3.1.1. Hükümet İstikrarı .....	45
4.3.1.2. Sosyo-ekonomik koşullar.....	45
4.3.1.3. Yatırım Profili .....	46
4.3.1.4. İç Çatışma .....	46
4.3.1.5. Dış çatışma.....	47
4.3.1.6. Yolsuzluk .....	47
4.3.1.7. Politikada Ordunun Etkisi.....	48
4.3.1.8. Dinsel Gerilim.....	48
4.3.1.9. Hukuk ve Düzen .....	48
4.3.1.10. Etnik Gerilim .....	49
4.3.1.11. Demokratik Sorumluluk.....	49
4.3.1.12. Bürokrasi Kalitesi .....	49

4.3.2. Ekonomik Risk Faktörleri .....	50
4.3.2.1. Kişi Başı GSYH .....	50
4.3.2.2. GSYH Büyüme .....	50
4.3.2.3. Enflasyon .....	50
4.3.2.4. Cari Hesap Dengesi, GSYH % .....	51
4.3.2.5. Genel Devlet Net Borç Verme / Borçlanma, GSYH % .....	51
4.3.2.6. Reel Faiz Oranı .....	52
4.3.3. Finansal Risk Faktörleri .....	52
4.3.3.1. Dış Borç Stokları, GSMH % .....	52
4.3.3.2. Dış Borç Stokları, İhracat % .....	52
4.3.3.3. Cari Hesap, İhracat % .....	53
4.3.3.4. Toplam Rezervler, İthalat Ay .....	53
4.3.3.5. Döviz Kuru .....	53
4.3.4. Global Risk Faktörleri .....	53
4.3.4.1. G-7 Ülkelerinin Ağırlıklı Ortalama Enflasyonu .....	53
4.3.4.2. G-7 Ülkelerinin Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranları .....	54
4.3.4.3. ABD Enflasyon Oranı .....	54
4.3.5. Model .....	54

## **BEŞİNCİ BÖLÜM**

### **METODOLOJİ VE BULGULAR**

5.1. PCA .....	59
5.2. Regresyon Tahmini .....	64
5.3. Nedensellik Analizi .....	69
<b>SONUÇ</b> .....	74
<b>KAYNAKÇA</b> .....	78

## TABLULAR LİSTESİ

<b>Tablo 1. 1.</b> Belirsizlik Boyutları .....	5
<b>Tablo 1. 2.</b> Sistemik Ve Sistemik Olmayan Risk Karşılaştırması .....	10
<b>Tablo 1. 3.</b> Finansal Sektörde Riskler .....	11
<b>Tablo 1. 4.</b> Nicel Ve Nitel Analiz Yöntemleri Karşılaştırması .....	13
<b>Tablo 2. 1.</b> Yabancı Sermaye Çeşitleri .....	18
<b>Tablo 2. 2.</b> Amacına Göre Yatırım Çeşitleri .....	19
<b>Tablo 2. 3.</b> Doğrudan Yabancı Yatırımları Belirleyen Faktörler .....	25
<b>Tablo 4. 1.</b> Politik, Ekonomik ve Finansal Risk Alt Bileşenler .....	43
<b>Tablo 4. 2.</b> Politik Risk Alt Bileşenleri .....	44
<b>Tablo 4. 3.</b> Ülke Riskine Etki Eden Global Faktörler .....	44
<b>Tablo 4. 4.</b> MSCI ACWI Endeks Özellikleri .....	55
<b>Tablo 4. 5.</b> Betayı Etkileyebilecek Potansiyel Faktörler .....	57
<b>Tablo 5. 1.</b> PCA Yönteminden Elde Edilen Ağırlıklar .....	61
<b>Tablo 5. 2.</b> MG Tahmincisi Sonuçları .....	65
<b>Tablo 5. 3.</b> CD Testi Sonuçları .....	69
<b>Tablo 5. 4.</b> Nedensellik Testi Sonuçları .....	72

## ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1. 1. Risk Bileşenleri.....	9
Şekil 1. 2. Portföy Büyüklüğü Ve Risk .....	11
Şekil 2. 1. Doğrudan Yabancı Yatırımların Yıllara Göre Dağılımı.....	15
Şekil 2. 2. Doğrudan Yabancı Yatırımların Yıllara Göre/Gelir Gruplarına Dağılımı	16
Şekil 2. 3. BRIC Ülkeleri ve Türkiye DYY Yıllara Göre Dağılımı .....	17
Şekil 4. 1. Türkiye Ve Dünya Hisse Senedi Endeksleri Zaman Serisi .....	56



## GİRİŞ

Uluslararası ticaretin artması, sermayenin sınırları aşarak hareket etmesi ülke ekonomilerinin birbiri ile entegrasyonunu hızlandırırken, yatırımcıların diğer ülkelere yatırım olanaklarını artırmıştır. Bu yatırımcılara, kendi ülkelerindeki sermaye varlıklarının yanında dünya piyasalarındaki sermaye varlıklarına da yatırım imkânı sağlamıştır.

Uluslararası yatırımcılar için, bir ülkeye yatırım kararında o ülkenin piyasasının dünya piyasaları ile olan ilişkisi önemli bir yer tutmaktadır. Ülke piyasası ile dünya piyasasının farklı hareket ediyor olması, getiri oranlarındaki farklılıklar, ülke piyasasının dünya piyasasına olan duyarlılığından kaynaklanmaktadır. Bu duyarlılık ülke riski olarak kabul edilen ülke betasıdır.

Yatırımcıların bekledikleri getiriler, makroekonomik değişkenlerdeki beklenen hareketlere göre belirlenmektedir. Ancak, makroekonomik değişkenlerde meydana gelen beklenmeyen gelişmeler, beklenen ve gerçekleşen getiri arasında farklılıklara sebep olmaktadır. Ekonominin dinamik bir yapıya sahip olması ve makroekonomik değişkenleri belirleyen çok fazla etmenin varlığı değişkenler ile ilgili beklentilerin, gerçekleşen değerlerden uzaklaşmasına neden olmaktadır. Bu sebeple, rasyonel hareket ettiğini varsaydığımız uluslararası yatırımcıların, kararlarında ülke riskini belirleyen faktörler ve bunların etki düzeylerini belirleyerek bu analizlere göre karar mekanizmalarını işletmeleri gerekir.

Bir ülkede yatırım yapma kararı alan yatırımcılar, sistematik riski (kur, faiz oranları, piyasa vb.) ve sistematik olmayan riski (yönetimsel, sektörel vb.) dikkate alarak hareket etmelidir. Ancak, yatırımcılar başka ülkelere yatırım yapma kararlarında



bunlara ek olarak o ÷lkeye özgü ÷lke riskini de değerlendirmeli ve dikkate almalıdır. Ülke riski ÷lkedeki ekonomik, sosyal, politik, finansal gelişmelerin bir fonksiyonudur ve o ÷lke de yapılacak olan yatırımların geleceği hakkında önemli bilgiler içerir. Yatırımcılar, bu riski göz önünde bulundurarak yatırım kararlarını vermekte, böylece ÷lke riski uluslararası sermayenin ÷lkeye girişı belirlemede önemli bir gösterge olmaktadır. Rasyonel hareket eden yabancı yatırımcılar, ÷lke riski notu yüksek olan ÷lkelere yönelmemekte, ÷lke riski yüksek olan ÷lkeler uluslararası sermaye hareketlerinden daha az pay almaktadırlar.

Bu çerçevede, bu tez çalışmasının amacı; ÷lke ekonomilerinin risk seviyesine etki eden ekonomik, finansal ve politik faktörlerin analiz edilmesi, elde edilen bulgularla ÷lke bazında risk etmenlerinin karşılaştırılması ve bu risk faktörleri ile doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki nedensellik ilişkisinin belirlenmesidir. Bu kapsamda, 2004-2016 döneminde ekonomik, finansal ve politik değişmelerin ÷lke riskini nasıl etkilediği panel veri yöntemleriyle araştırılacaktır.

Sosyal bilimlerin doğası gereği araştırma konusu incelenirken bazı sınırlandırmalara gidilmiştir. Çalışmada kapsam açısından ve zaman açısından sınırlandırma yapılmıştır. Bunlardan ilki ÷lkeler için seçilecek olan örneklem ile ilgilidir. Goldman Sachs'ın baş ekonomisti Jim O'Neill tarafından 2001 yılında kaleme alınan bir çalışma (Building Better Global Economic BRICs) ile literatüre giren BRIC ÷lkeleri ekonomileri son yıllarda yüksek hızda büyüyen Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin'i kapsamaktadır. O'Neill, bu ÷lkelerin geniş coğrafyaları, büyük nüfusları ve zengin yeraltı kaynakları ile dünya ekonomisindeki yerlerinin artacağından ve ekonomiye yön vermedeki güçlerinin artacağını belirtmiştir. Zaman açısından yapılan sınırlama ise analizin 2004-2016 dönemini kapsamasıdır. Dünya piyasaları ve politik risk faktörlerine ait verilerin döneminin kısa olması çalışmanın ancak 2004-2016 yılları arasını kapsamasına neden olmuştur.

Çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Riskin kavramsal çerçevesinden bahsedildiği ilk bölümde risk, ÷lke riski, finansal risk ve risk değerlendirmesi anlatılmıştır. İkinci bölümde doğrudan yabancı yatırımlar kavramsal olarak ele alınmıştır. Doğrudan yabancı yatırım çeşitleri, doğrudan yabancı yatırım biçimlerinin teorik çerçevesi,

doğrudan yabancı yatırımları belirleyen faktörler ve bunların ülke riski ile ilişkisi ortaya koyulmuştur. Üçüncü bölümde ise ülke betası kavramı ve ülke betasına etki eden faktörlerden bahsedilmiştir. Ampirik çerçeveye ayrılan son bölümde ise uygulamada kullanılacak veri seti, değişkenler ve yöntemler tanıtılacak, daha sonra elde edilen bulgulara yer verilecektir.



# BİRİNCİ BÖLÜM

## RİSK KAVRAMI

### 1.1. Risk

Risk, olumlu veya olumsuz sonuçlara sahip bir durum karşısında belirsizlik ve şüphe durumudur. Risk, sadece potansiyel zararların boyutu veya olasılıkları ile değil, beklenen sonuçtan sapmalar ile de ilgilidir. Bir durumu riskli hale getiren, sonucun beklenen sonuçtan sapma derecesidir. Risk, amaçların bir işlevidir. Beklenen sonuçtan sapan gerçek sonucun etkileri riske yol açmaktadır. Nesnel veya amaçlanan bir sonuç olmaksızın, sadece belirsizlik vardır. Risk, sadece hedeften sapmanın önemli olduğu durumlarda ortaya çıkar. Yani, bireyleri veya şirketleri finansal olarak etkiliyorsa ya da başka olumsuz sonuçlar meydana getiriyorsa riskten bahsedebiliriz (Moles, 2016).

Pratik bağlamda risk ve belirsizlik sıklıkla eşanlamlı olarak kullanılsa da akademik ve profesyonel literatür genellikle bu iki kavram arasında bir ayrım yapar. Çoğu durumda, risk terimi ileride bir kayıp, hasar veya diğer olumsuz sonuç veya etki tehdidi olarak algılanmaktadır. Bununla birlikte, yıllar içerisinde kavram iyileştirilmiş ve daha yakın tarihli birçok tanım, belirsiz geleceğe ilişkin olumlu sonuçların olasılığını da içermektedir (Kohonen, 2015).

ISO 31000 riski, "hedefler üzerindeki belirsizliğin etkisi" olarak tanımlar. Bu tanım, aslında belirsiz bir dünyada faaliyet gösterdiğimizizi ve bir hedefe ulaşmaya çalıştığımızda, her zaman sonuçların plana göre gitmemesi veya başlangıçta beklediğimiz sonuçları almamamızın bir ihtimali olduğunu kabul eder. Bazen olumlu sonuçlar (yani beklenenden daha iyi), bazen de olumsuz (yani beklenenden daha

kötü) ve bazen ikisini de alırız. Diğer taraftan belirsizlik, ISO tarafından “bir bilgi eksikliğini içeren ve yetersiz ya da eksik anlama yol açan bir durum “olarak tanımlanmıştır. Dolayısıyla, bir olayın, sonuçların veya olasılığın tam olarak anlaşılmasını durumunda belirsizlik (yani kesinlik eksikliği) vardır (ISO 31000: 2009; Kohonen, 2015).

Temel olarak, belirsizlik iki farklı boyutla ilişkili olabilir: (a) bilinmeyen değişkenliğe (risk faktörleri) neden olan değişkenler veya (b) bilinmeyen bu değişkenlerin olasılıkları ve / veya dağılımları. Bu boyutların her ikisinin de bilinmediği durum gerçek belirsizlik olarak adlandırılabilir. Öte yandan risk, her iki faktörün ve olasılık dağılımlarının “bilinmekte” olduğu, yani tahmin edilebildiği ve analiz edilebildiği bir durum olarak düşünülebilir. Risk ve belirsizlik terminolojisi ve boyutları Tablo 1.1'de gösterilmiştir (Kohonen, 2015).

**Tablo 1. 1.** Belirsizlik Boyutları

Belirsizlik Boyutları		Belirsizlik Faktörleri	
		<i>Bilinmeyen</i>	<i>Bilinen</i>
<i>Olasılık/dağılım</i>	<i>Bilinmeyen</i>	Gerçek belirsizlik	Olasılıklarda /dağılımlarda belirsizlik
	<i>Bilinen</i>	Faktörlerdeki belirsizlik	<b><u>RİSK</u></b>

**Kaynak:** Kohonen, 2015.

Belirsizlik, doğrudan veya dolaylı olarak, risk faktörü olarak adlandırılabilir çok sayıda farklı değişkenle ilişkilendirilebilir. Bu faktörler temel olarak farklı risk kaynakları olarak da düşünülebilir. Farklı risk faktörleri, farklı olaylar ve dinamikler ile ilişkilidir ve bu nedenle her risk faktörünün kaynaklarını ve sonuçlarını tanımlamak ve ayrıca farklı risk faktörlerinin birbirleriyle nasıl ilişkili olabileceğini bilmek önemlidir (Kohonen, 2015).

Temel kategorilerin yanı sıra, başta sigortacılık, bankacılık ve finans endüstrisi olmak üzere, riskler için biraz daha pratik sınıflandırmalar geliştirilmiştir. Bu sınıflandırmalar oldukça genel olma eğilimindedir ve kredi, faiz ve döviz kuru oranları gibi merkezi finansal kavramları vurgular (Crouhy vd., 2006).

## 1.2. Ülke Riski

Ülke riski, bir ülkenin varsayılan olasılığı ile ilgili bir ölçektir ve en azından bir dereceye kadar hükümetin kontrolü altında olabilen ancak özel bir teşebbüsün veya bireyin kontrolü altında olmayan olaylardan kaynaklanır (Claessens, 2002). Nicel olarak, ülke riski, uluslararası piyasalardaki genel likidite koşullarına ve uluslararası yatırımcıların davranışlarına, riskten kaçınma derecelerine ve riskten kaçınma derecesine bağlı olan riskli ve risksiz varlık arasındaki getiri farkı ile temsil edilmektedir (Canuto ve Santos, 2003).

Ülke riski, politik, ekonomik, sosyal ve kurumsal faktörlerin etkileşimi, bir ülkeye özgü karmaşık gerçeklik ve o coğrafi alanda yer alan herhangi bir yatırım veya yabancı işi etkileyen ulusal makro-çevre tarafından yaratılmaktadır. Ülke risk seviyesi de dünya politik ve ekonomik durumundan etkilenmektedir. Ülke riski, kısmen ülke hükümet kontrolü altında olan ve yatırım karar vericileri tarafından kontrol edilemeyen belirli olaylardan kaynaklanan, yabancı ortaklı bir işte meydana gelebilecek kayıplara maruz kalmaktır. Yatırım karar vericileri, bu tür olayları tahmin edip, yatırım yapmama kararı vererek risklerden kurtulabilir veya ev sahibi ülkede risk seviyesine uyarlanmış bir uluslararasılaşma biçimini seçme yoluna gidebilir (Iloie, 2015).

Belirli bir ekonomi için ülke riski, yabancı yatırımcıların o ülkeye yatırım yaparken karşılaştıkları tek risktir. Gelişmiş ülkeler için ülke riskini kredi notlarıyla ölçmek uygundur. Bununla birlikte, yapısal olarak farklı olan ve uluslararası yatırımcıların hem yerel hem de küresel faktörlere önemli ölçüde tepki verdiği gelişmekte olan piyasalar için daha rafine tedbirlere ihtiyaç vardır (Verma, 2014).

Temel olarak ülke riskinin içsel ve dışsal olarak iki bileşeni vardır. İçsel risk, mali ve ödemeler dengesi durumu, uluslararası rezervlerin stok durumu, ekonominin reel büyüme oranı ve enflasyon oranı gibi ekonomik temeller ile ilgili spesifik ülke risk belirleyicilerini temsil eder. Diğer taraftan, dışsal risk ise finansal krizlerin bulaşıcı etkileri, uluslararası yatırımcı riskinden kaçınma derecesi ve risksiz faiz oranı gibi tüm küresel faktörleri içerir (Teixeira, 2008).

### 1.3. Finansal Risk

Finansal bağlamda risk, “beklenmedik kayıplara yol açan getirilerin hareketliliği” olarak tanımlanır. Bu tanım, işletmelerin şu anda karşı karşıya oldukları, güvenilir bir şekilde öngörülebilir ve hazırlıklı olunabilen beklenen zararlar ile aniden, beklenmedik bir şekilde ortaya çıkabilecek, bu nedenle genellikle daha ciddi zararlara neden olacak olan beklenmedik kayıplar arasındaki ayrımı işaret etmektedir (Crouhy vd., 2006).

Portföy kuramında toplam risk, sistematik ve sistematik olmayan risk olarak iki gruba ayrılabilir. Bu ayrım yatırımcının riski kontrol altında tutabilme veya kısıtlayabilme imkânına göre belirlenir. Sistematik risk sistem kaynaklı risklerdir. Sosyal, ekonomik ve politik çevredeki değişiklikler sistematik riski oluşturur. Sistematik risk, portföyün çeşitlendirmesi ile yok edilemeyen risk olarak da tanımlanabilir. Toplam riskin diğer bir bölümü olan sistematik olmayan risk, bir şirket veya sektöre özel olan risktir. Sistematik olmayan faktörler, diğer endüstriler ve genel olarak menkul kıymetler piyasasını etkileyen faktörlerden bağımsızlardır. Sistematik olmayan risk, çok iyi çeşitlendirilmiş bir portföyde ortadan kaldırılabilecek bir risk türüdür. Sistematik riskin kontrol edilmesi imkansızken, sistematik olmayan riskin kaynaklarında yapılan değişmelerle ve yönlendirmelerle kontrol edilmesi ve yok edilmesi mümkündür (Demirtaş ve Güngör, 2004).

Portföylerin toplam riskinin iki bileşeni vardır:

**1-Spesifik (Sistematik Olmayan) risk:** Bireysel firmaya özgü faktörlerden dolayı getiri değişkenliğidir.

**2-Sistematik risk:** Piyasada işlem gören tüm menkul kıymetlerin getirisini etkileyen faktörlere bağlı olarak getiri değişkenliğidir.

İki risk bileşeni aşağıdaki gibi hesaplanır;

Sistematik Risk =  $\beta_j \times \sigma_M$

Sistematik Olmayan Risk =  $\sigma_j - \text{Sistematik Risk}$  (Pike ve Neale, 2006).

### 1.3.1. Sistematik Olmayan Risk

Sermaye varlık fiyatlama modeli (Sharp,1964), iki tür riskin, sistematik risk ve sistematik olmayan riskin tüm şirketler ile ilişkili olduğunu belirtmiştir.

Spesifik riskler, rastgele olayların, endüstriyel ilişkilerdeki sorunların, ekipman hatalarının, Ar-Ge başarılarının vb. satışlar ve kazançlar üzerinde beklenen etkiyi ifade eder. Bir hisse senedi portföyünde, bu tür faktörler, dâhil edilen menkul kıymetlerin sayısı arttıkça iptal azalma eğilimindedir (Pike ve Neale, 2006). Sistematik risk, piyasa ile ilişkiliyken, sistematik olmayan risk tek bir firma ile bağlantılıdır (Rowe ve Kim, 2010).

### 1.3.2. Sistematik Risk

Sistematik risk, beta ( $\beta$ ) olarak ifade edilir. Bu, piyasadaki değişim nedeniyle stoktaki değişimin ya da daha kapsamlı bir şekilde sermaye piyasasının hisse senedi getirilerinin kovaryansını belirtir (Gu ve Kim, 2002). Sistematik risk, çeşitlendirme tekniği uygulanarak herhangi bir şekilde elimine edilemezken, sistematik olmayan risk, çeşitlendirme yardımıyla kaldırılabilir veya azaltılabilir. Sistematik risk (Beta), pazarın herhangi bir firmanın finansal, üretim ve pazarlama politikalarına ilişkin değerlendirilmesini yansıtır (Logue ve Merville, 1972).

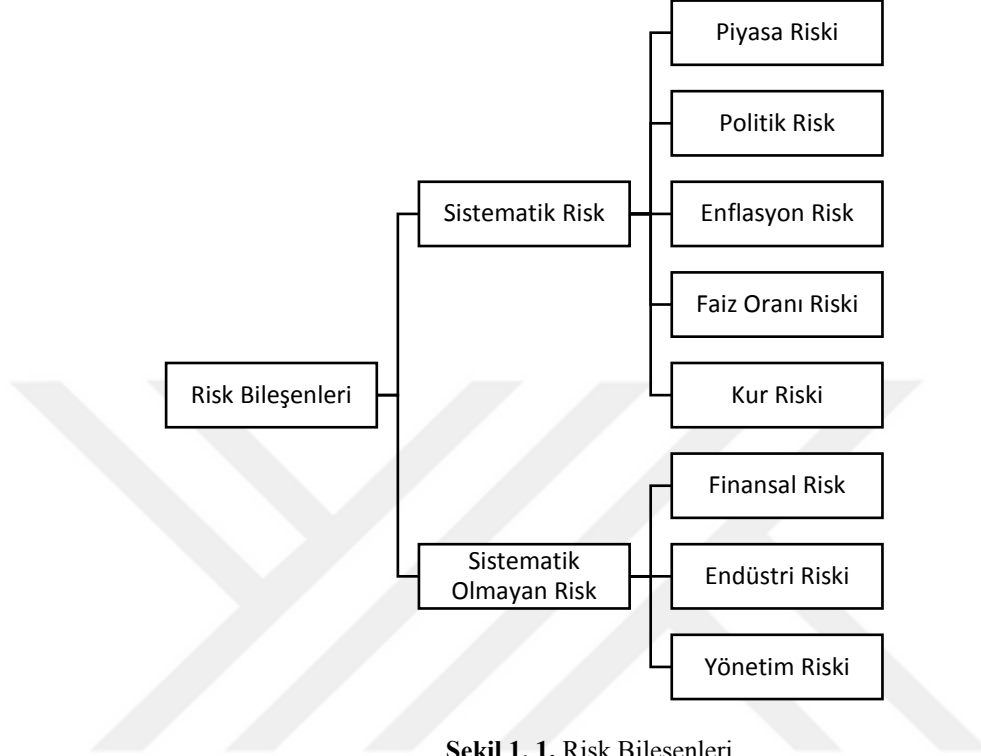
Beta korelasyon katsayısına eşittir. Verilen bir korelasyon için, piyasadaki portföy ile ilgili sistematik risk ne kadar büyükse, beta o kadar büyüktür. Diğer taraftan, belirli bir risk oranı için, korelasyon derecesi ne kadar düşükse, beta o kadar düşüktür. Bu nedenle, beta, mutlak anlamda riski ölçmezken, tek bir varlığın geri dönüşünün piyasadaki geri dönüş ile ne kadar büyük ölçüde hareket ettiğini yansıtan bir risk göstergesidir. Yani göreceli bir riskin ölçüsüdür (Pike ve Neale, 2006).

Beta aşağıdaki gibi hesaplanır:

$$\beta_j = \frac{\text{cov}(R_j, R_M)}{\sigma^2 M}$$

Toplam Risk = Sistematik Risk + Sistematik olmayan risk

$$\sigma^2(r_p) = \beta_p^2 \sigma^2(rm) + \sigma^2(ep)$$



Şekil 1. 1. Risk Bileşenleri

**Kaynak:** Usta, D. (2010), Risk Bileşenleri Analizi: İMKB’de Bir Uygulama ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt 6, Sayı 12, ss. 25–36)

### 1.3.3. Sistematik ve Sistematik Olmayan Risk Arasındaki Farklılıklar

- Sistematik risk, tüm piyasa veya piyasa segmentiyle ilişkili zarar olasılığı anlamına gelir. Sistematik olmayan risk, belirli bir endüstri veya güvenlikle ilişkili risk anlamına gelir.
- Sistematik risk kontrol edilemezken, sistematik olmayan risk kontrol edilebilir.
- Makroekonomik faktörlerden dolayı sistematik risk doğar. Öte yandan, sistemik olmayan risk, mikro ekonomik faktörlere bağlı olarak ortaya çıkmaktadır.
- Sistematik risk, piyasada çok sayıda menkul kıymeti etkiler. Tersine, sistematik olmayan risk belirli bir şirketin menkul kıymetlerini etkiler.
- Sistematik risk, varlık dağıtımını gibi çeşitli yollarla ortadan kaldırılabılır. Sistematik olmayan risk portföy çeşitlemesi yoluyla ortadan kaldırılabılır.



- Sistematik risk üç kategoriye ayrılmaktadır; faiz riski, piyasa riski ve satın alma gücü riski. Sistematik olmayan risk, işletme riski ve finansal risk olarak iki geniş kategoriye ayrılır.

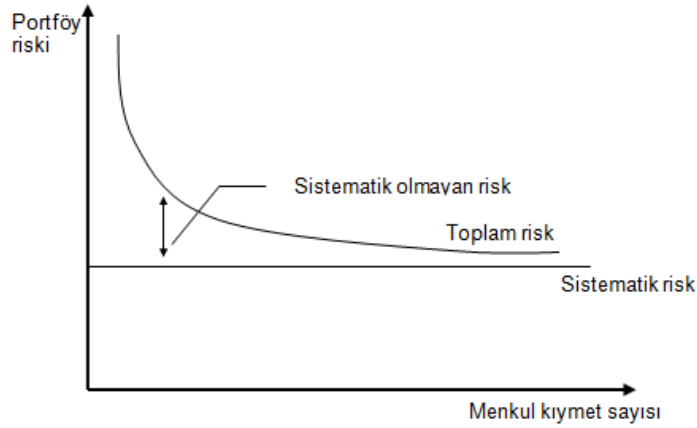
**Tablo 1. 2.** Sistematik ve Sistematik Olmayan Risk Karşılaştırması

<b>Sistematik Risk</b>	
<b><u>Anlam:</u></b>	Sistematik risk, piyasa ya da piyasa segmentiyle bir bütün olarak ilişkilendirilen riski ifade eder.
<b><u>Yapı:</u></b>	Kontrol edilemez
<b><u>Faktör:</u></b>	Dışsal
<b><u>Etki:</u></b>	Piyasadaki çok sayıda menkul
<b><u>Tür:</u></b>	Faiz riski, piyasa riski ve satın alma gücü riski
<b><u>Koruma:</u></b>	Varlık dağıtımı
<b>Sistematik Olmayan Risk</b>	
<b><u>Anlam:</u></b>	Sistematik olmayan risk, belirli bir varlık, şirket ya da endüstri ile ilişkili riski ifade eder.
<b><u>Yapı:</u></b>	Kontrol edilebilir
<b><u>Faktör:</u></b>	İçsel
<b><u>Etki:</u></b>	Sadece belirli şirket
<b><u>Tür:</u></b>	İş riski ve finansal risk
<b><u>Koruma:</u></b>	Portföy çeşitlendirme

**Kaynak:** Tarafımızdan derlenmiştir.

Saf piyasa teorisi, piyasanın mükemmel olduğunu ve hiçbir bilgi asimetrisinin olmadığını varsayar. Bu risk yönetimi aksaklık ilkesine göre risk primleri, finansal araçların fiyatlandırılmasında dikkate alınır (De Angelo ve De Angelo, 2006).

Şekil 1.2' de görebileceğimiz gibi, bir şirketin sahip olduğu varlık portföyünde yer alan herhangi bir sistematik olmayan risk, sadece yeterince büyük bir varlık portföyüne sahip olduğunda çeşitlendirilebilir. Firmanın proje portföyü çok az sayıda menkul kıymetten oluşuyorsa, geri dönüşler önemli bir sistematik risk taşımaktadır. Ancak firma üstlenilen proje sayısını artırdığı için, sistematik olmayan risk miktarını azaltabilir.



**Şekil 1. 2.** Portföy Büyüklüğü Ve Risk  
Kaynak: Kohonen, 2015.

Potansiyel olarak, firma iyi çeşitlendirilmiş bir portföy ile sonuçlanacak olan yeterli sayıda proje üstlenerek geri dönüşleri tahmin edebilir ve sistematik olmayan tüm riskleri ortadan kaldıracaktır (Kohonen, 2015).

**Tablo 1. 3.** Finansal Sektörde Riskler

Risk Grubu	Açıklama
<b>Market riski</b>	Fiyatlarda ve portföy değerini etkileyen finansal piyasa oranlarında değişikliğe neden olan hisse senedi fiyatı, faiz oranları ve döviz kurları gibi riskler.
<b>Kredi riski</b>	Bir portföyün değerini etkileyecek olan karşı tarafların (ör. Borçlular) kredi kalitesinde değişiklik riski.
<b>Likidite Riski</b>	Finansman elde etme ya da bir varlık için uygun bir alıcı bulma ve bunları nakde çevirme zorlukları.
<b>İşletme Riski</b>	Yetersiz sistemlerden, yönetim başarısızlıklarından, teknoloji risklerinden, hatalı kontrollerden, sahtekarlıklardan ve insan hatalarından kaynaklanan potansiyel kayıp riski.
<b>Yasal Risk</b>	Mevcut yasa ve yönetmeliklere uyulmaması, kanun ve yönetmeliklerdeki değişiklikler, adli işlemler gibi konularla ilişkili maliyetler ve diğer zararlara neden olabilecek riskler.
<b>İş riski</b>	Talep belirsizlikleri, ürünlerin fiyatlandırılması, üretim ve teslimat maliyeti gibi iş dünyasının klasik riskleri.
<b>Stratejik Risk</b>	Önemli bir yatırımın başarı ve karlılık konusunda yüksek belirsizlik içermesi ve başarısızlık durumunda meydana gelebilecek itibar ve zarar riski.
<b>İtibar Riski</b>	Müşterilerin, alacaklıların, düzenleyicilerin ve genel piyasanın güveninin kaybedilmesi riski.

Kaynak: Crochy vd. 2006, Risks in Financial Industry ss.25-36.

#### 1.4. Risk Değerlendirmesi

ISO 31000'de, risk analizi ve tahmini, üç alt süreçten oluşan risk değerlendirme kavramı altında yer almaktadır (ISO 31000,2009);

- Risk tanımlama, amaçların başarısını etkileyebilecek riskleri bulmak, tanımak ve açıklamak için kullanılan bir süreçtir.
- Risk analizi, tespit edilen risklerin niteliğini, kaynaklarını, nedenlerini, etkilerini ve sonuçlarını incelemek ve anlamak için kullanılan bir süreçtir ve mevcut kontrol mekanizmalarını denetler.
- Risk değerlendirme, belirli bir risk seviyesinin kabul edilebilir veya kabul edilebilir olup olmadığını belirlemek için risk analizi sonuçlarını risk kriterleri (yani, bir kurumun risk profili ve stratejisi) ile karşılaştırmak için kullanılan bir süreçtir.

Nitel risk tahmin yöntemleri, bireylerin ve grupların farklı olayların olasılıkları ve etkileri hakkındaki öznel inançlarına dayanır. Bu kanılar bireylerin deneyimleri, düşünceleri ve duyguları ile ilgilidir. Nitel yöntemler birçok durumda işe yaramaktadır ve mevcut risk yönetimi kılavuzları ve standartlarında iyi temsil edilmektedir. İyi bilinen nitel risk analizi yöntemlerinin bazı örnekleri, olasılık / risk haritası ve risk puanlamasıdır (Kähkönen vd., 2014).

Nicel risk tahmin yöntemleri temel olarak sayılara ve verilere dayalı olarak farklı matematiksel teknikleri içerir. Bu tekniklerin ardındaki temel fikir, risk olasılık ve etkinin ortak bir fonksiyonu olarak modellenen bir modeldir (Kähkönen vd., 2014).

Bununla birlikte, bu yöntemlerin her birinin güçlü ve zayıf yönleri vardır. Nicel ve nitel risk analizi ve hesaplama yöntemlerinin genel güçlü ve zayıf yönlerinin bazıları Tablo 1.4'de gösterilmiştir. Ancak nitel ve nicel yöntemlerin birbirine üstün olmadığı, aksine tamamlayıcı olduklarını ve çeşitli şekillerde birleştirilebilecekleri de unutulmamalıdır (Kähkönen vd., 2014).

**Tablo 1. 4. Nicel Ve Nitel Analiz Yöntemleri Karşılaştırması**

	<u>Nicel Tahmin Yöntemleri</u>	<u>Nitel Tahmin Yöntemleri</u>
<b>Yararlar</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Riskler finansal etki tarafından önceliklendirilir; Varlıklar finansal değerlerle ön plana çıkarılır.</li><li>• Sonuçlar, yatırımın geri dönüşü ile risk yönetimini kolaylaştırır.</li><li>• Sonuçlar, yönetime özgü terminolojide (parasal değerler, belirli bir yüzde olarak) ifade edilebilir.</li><li>• Organizasyon geçmişe ait veri kaydı oluşturduğundan doğruluk zamanla artar.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Görünürlük ve risk sıralamasının anlaşılmasını sağlar.</li><li>• Uzlaşmaya varmak kolaydır.</li><li>• Varlıkların finansal değerlerini belirlemek için gerekli değildir.</li><li>• Tüm önemli kişileri dahil etmek kolaydır.</li></ul>
<b>Eksiklikler</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Risklere verilen etki değerleri, katılımcıların öznel görüşlerine dayanmaktadır.</li><li>• Güvenilir sonuçlara ve fikir birliğine ulaşma süreci çok zaman alıcıdır.</li><li>• Hesaplamalar karmaşık ve zaman alıcı olabilir.</li><li>• Sonuçlar sadece parasal terimlerle sunulur ve teknik olmayan kişilerin yorum yapması zor olabilir.</li><li>• Süreç uzmanlık gerektirdiğinden, katılımcılar bu konuda kolayca yönlendirilemezler.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Önemli riskler arasında yetersiz farklılaşma.</li><li>• Kontrol uygulamalarına yatırım yapmayı haklı göstermek zordur çünkü bir maliyet-fayda analizi dayanağı yoktur.</li><li>• Sonuçlar, oluşturulan risk yönetimi ekibinin kalitesine bağlıdır.</li></ul>

**Kaynak:** Kohonen, 2015.

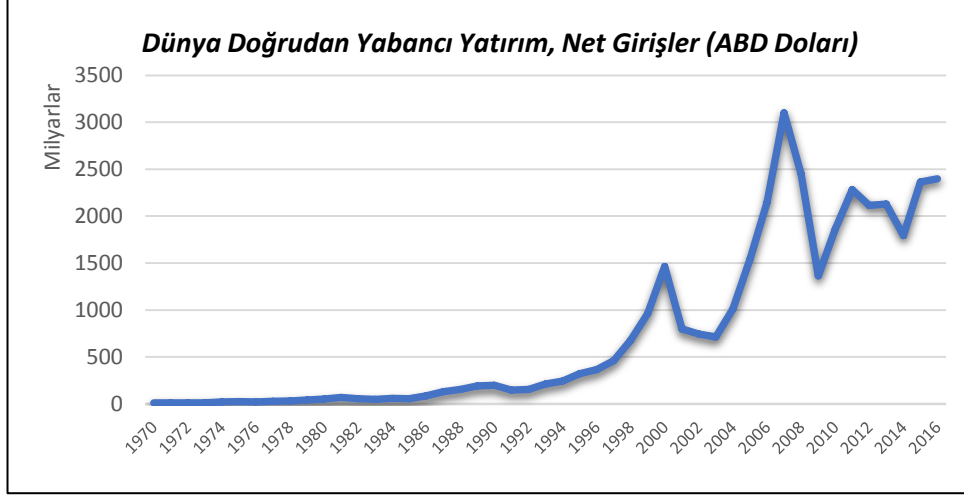
## İKİNCİ BÖLÜM

### DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR VE ÜLKE RİSKİ

#### 2.1. Doğrudan Yabancı Yatırımlar

20. yy. modellerin, davranışların, çalışmaların ve yaşam şekillerinin büyük değişim yaşadığı bir süreci barındırmaktadır. Küreselleşme, ülkelerin birbirine daha fazla bağlanması ve bağımlılığı, bütün olarak küresel bir pazar yaratılması amaçlarından beslenir. Bu amaçların ve bütün formlardaki değişimin olağan sonucu olarak, bütünleşen dünya piyasasında ve kaynak tekelleşmesinde rekabet artarak devam etmektedir. Doğrudan yabancı yatırımların tanımı ilk kez IMF tarafından 1993 yılında yapılmıştır. IMF'ye göre doğrudan yabancı yatırımlar, bir ekonomideki yerleşik işletme tarafından başka bir ülkede uzun süreli bir faaliyet göstermek için gerçekleştirdiği uluslararası yatırımlardır (IMF, 1993). Bir başka ifadeyle; bir ekonomideki yerleşik varlığın başka bir ekonomideki yerleşik varlığa ya da yeni bir yatırım alanına, kalıcı kazanç elde etmeyi hedefleyen yatırımlardır (Batmaz ve Tekeli, 2009). Özellikle İngiltere'nin ihtiyaç duyduğu hammaddelerin (maden, petrol vb.) çıkarılması için 1800'lü yılların başındaki sömürgelerdeki girişimleri yabancı sermaye yatırımlarının başlangıcı olarak kabul edilmektedir (Cömert, 1998).

Doğrudan yabancı yatırımların 20.yy. ortalarında öncelikli olarak savaştan zarar gören ülkelerin toparlanması sürecinde hız kazandığı görülmektedir. Daha sonra ise uluslararası şirketlerin sayısındaki artış, bu yatırımların doğal kaynaklara, sanayi ve altyapı sektörlerine yönelmesine neden olmuştur (Dunning, 1988). Değişik ülkelerde faaliyetleri olan ve o ülkelerdeki varlıklar üzerinde hakları bulunan çok uluslu şirketler, savaş sonrasındaki dönem için en önemli ekonomik unsurlardan biri olmuşlardır (Buckley ve Casson, 1976).



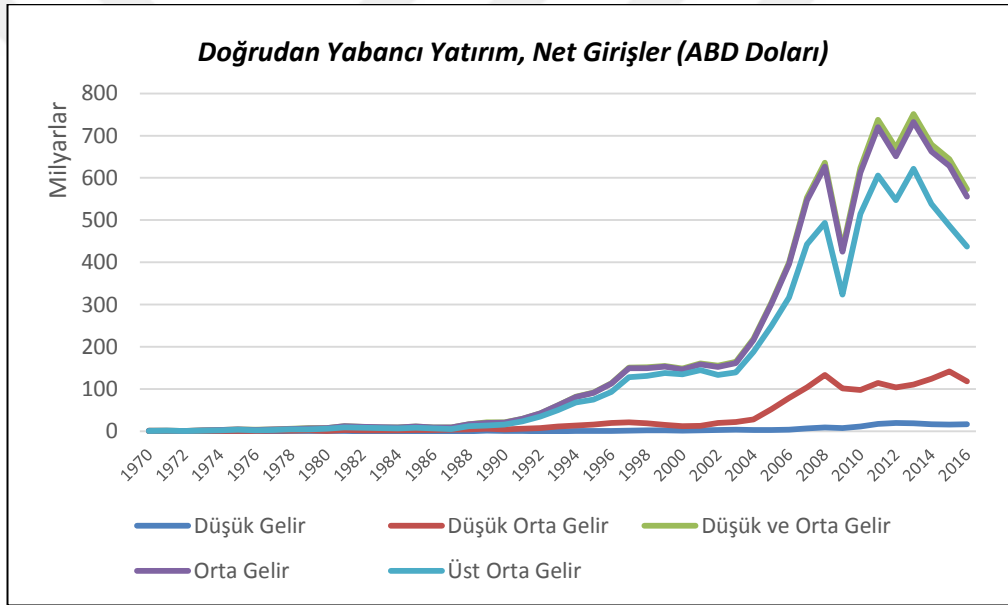
**Şekil 2. 1.** Doğrudan Yabancı Yatırımların Yıllara Göre Dağılımı  
**Kaynak:** Dünya Bankası,2018

Doğrudan yabancı yatırımlar için küresel rekabet, çok uluslu şirketler ve ortaklarına büyük bir pazarlık gücü vermiştir. Yabancı yatırımlar için artan rekabet, ülkelerin giriş düzenlemelerini, vergilerini, çevre izinlerini ve yabancı yatırımları çekmeye yönelik çalışma koşullarını değiştirmelerini zorunlu kılmıştır (Boros, 1999). 1990'lı yıllarda çok sayıda ülke doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının lehine 'Ulusal Yatırım İklimleri' ile ilgili düzenlemelerde değişiklikler yaparak yatırım ortamlarını yabancı yatırımlara daha uygun hale getirmeye çalışmışlardır. Bu değişikliklere bağlı olarak yabancı yatırımların gelişmekte olan ülkelere akışında 1990'lı yıllarda önemli düzeyde genişleme yaşanmıştır (Bayraktar, 2003). Hükümetlerin kararlı tutumu, demokratik görevlerine olan bağlılık ve siyasi istikrar ortamı gibi faktörler yabancı yatırımların dikkatle takip ettikleri konular arasındadır. Temel demokratik hak ve özgürlükler ile birlikte yabancı yatırımları etkileyen diğer unsurlarda çok uluslu şirketlerin kararlarında etkili olmaktadır (Busse ve Hefeker, 2005).

Doğrudan yabancı yatırımlar gittikleri ülkelere götürdükleri sermaye ile ekonomik büyümeye katkıda bulunurlar. Getirdikleri sermayenin yanı sıra, gittikleri ülkeye üretim teknolojisi, yönetim bilgileri, iş gücünün geliştirilmesi, organizasyon düzenlemeleri gibi bilgi birikimi artışı sağlayarak ekonomik büyümeye dolaylı olarak da katkı sağlarlar (De Mello, 1999).

Bir ekonomide elde edilen gelirin ancak bir kısmı tasarruf edilebilmektedir. Yapılan tasarrufların yeni üretim olanaklarına dönüştürülmemesi, tasarruf oranı yüksek olsa

dahi ekonomik büyümemenin gerçekleşmesine engel olabilmektedir. Yatırıma dönüşen tasarruflar üretim kapasitesinin artmasına dolayısıyla daha yüksek üretim düzeyinin yakalanmasını sağlayabilir. Öte yandan, gelir düzeyinin düşük olması ve buna bağlı olarak tasarrufun yetersiz kalması sermaye birikimi ve yatırımların yapılamamasına neden olabilmektedir. Bu durum yeteri kadar fiziki sermaye yatırımı olmamasına, üretim düzeyinin artırılmamasına ve büyümemin gerçekleşmemesine ortam yaratmaktadır. Yoksulluk kısır döngüsü olarak belirtilen bu durum daha çok az gelişmiş ülkelerin içine düştüğü bir sorundur. Tasarruf yetersizliğinin neden olduğu bu sorunun aşılması dış borçlanma veya doğrudan yabancı yatırımlar ile gerçekleşebilir (Samuelson ve Nordhaus, 2001).

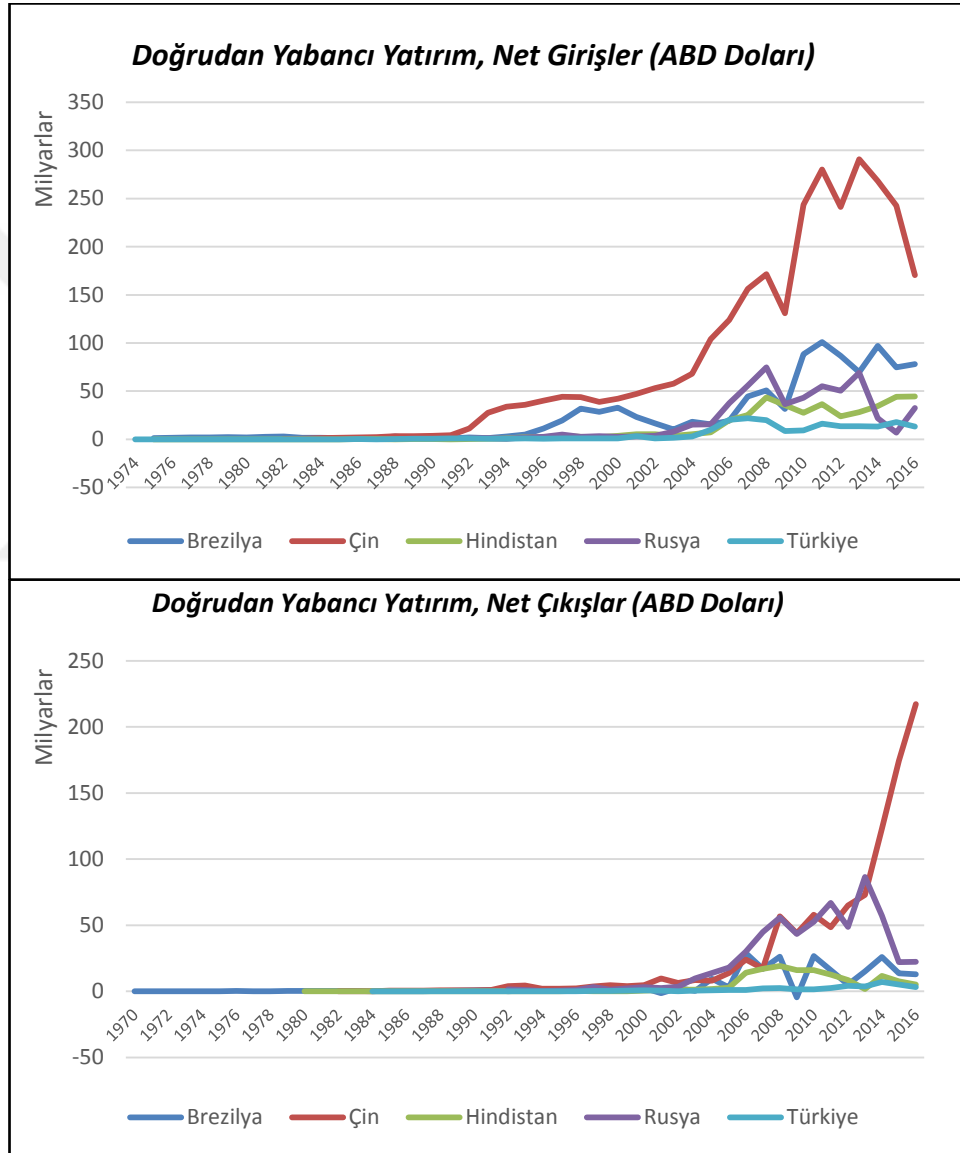


**Şekil 2. 2.** Doğrudan Yabancı Yatırımların Yıllara Göre/Gelir Gruplarına Dağılımı  
**Kaynak:** Dünya Bankası, 2018

Ekonomik etkilerinin yanı sıra, doğrudan yabancı yatırımlar ülkelere, yeni yönetim becerileri, ürün çeşitliliği, iş gücü iyileştirmeleri ve uluslararası finansmana erişim imkanlarını taşımaktadır (Göçer vd., 2014). Yabancı yatırımların ülkeye yönelmesiyle ekonomide verimliliğin artması sağlanabilirse, pozitif dışsallık etkisi ile ekonomik kalkınma sağlanabilir ve çalışan ücret düzeylerindeki artış ile göçler azaltılabilir (Akkoyunlu, 2012).

Doğrudan yabancı yatırımlar etkili bir kurumsal yapının oluşturulmasına katkı sağlayarak geçiş ekonomilerinde sürecin hızlanmasını sağlayabilmektedirler.

Yeniden yapılanmanın ve kurumsallaşmanın olduğu geçiş ekonomilerinde verimlilik, inovasyon gibi konularda yabancı firmaların yerli firmalardan daha iyi performans gösterdiği görülmektedir. Yabancı yatırımlar için sunulan teşvikler ve başlangıçtaki olumlu ortam ülkelere daha fazla doğrudan yabancı yatırım çekmektedir. Bu yatırımlar sonucunda artan bir ekonomik performans yakalanabilmektedir (Bevan ve Estrin, 2004).



**Şekil 2. 3.** BRIC Ülkeleri ve Türkiye DYY Yıllara Göre Dağılımı  
**Kaynak:** Dünya Bankası, 2018



## 2.2. Doğrudan Yabancı Yatırım Çeşitleri

Serbestleşen sermaye hareketleri ülkeler arası sermaye akımlarının önemli ölçüde artmasına sebep olmuştur. Bu sermaye hareketleri temelde iki şekilde meydana gelmektedir. Birincisi, yabancı bir ülkeden satın alınan borç senedi, hisse senedi ve tahvil şeklinde gerçekleşen portföy yatırımlarıdır. İkincisi ise yabancı bir ülkeye bir şirket kurulması veya hali hazırda var olan bir şirketin satın alınması yoluyla gerçekleşen doğrudan yabancı yatırımlardır (Seyidoğlu, 2001). Krediler, nakit ve mevduatlar ise doğrudan yabancı yatırımlar ile portföy yatırımları dışında diğer yabancı yatırımları meydana getirirler (Hennart, 1977). Doğrudan yabancı yatırımlar portföy yatırımlarından farklı olarak, sermaye piyasalarında finansal araçların transferi ile değil, doğrudan firmaların kuruluşu ya da alınması şeklinde gerçekleşmesidir. Buna ek olarak, doğrudan yabancı yatırımlar genellikle uluslararası şirketler, portföy yatırımları ise bireyler tarafından yapılmaktadır (Çağatay, 2012).

**Tablo 2. 1.** Yabancı Sermaye Çeşitleri

Doğrudan Yatırımlar	Portfolyo Yatırımları	Diğer Yatırımlar
<ul style="list-style-type: none"><li>• Öz Sermaye</li><li>• Yeniden Yatırılan Kazançlar</li><li>• Diğer Sermaye</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Net Varlık</li><li>• Tahvil ve Senetler</li><li>• Para Piyasası Enstrümanları</li><li>• Finansal Türevler</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Ticari Krediler</li><li>• IMF Borç ve Kredileri</li><li>• Diğer Borçlar</li><li>• Nakit ve Mevduatla</li></ul>

**Kaynak:** TCMB Ödemeler Dengesi İstatistikleri, 2014

Doğrudan yabancı yatırımlar, 3 türlü yatırım yapma amacıyla gerçekleştirilir. Birincisi, dikey veya piyasa arayan doğrudan yabancı sermaye akışlarıdır. Bu yatırımlarda yatırımcı yerel piyasa hizmet etmektedir. Piyasanın büyüklüğü ve piyasanın gelişmesi bu yatırımlar için önemli faktörlerdir. İkincisi, varlık veya kaynak arayan yabancı yatırımlardır. Bu yatırımlarda, yatırımı yapan şirket, kendi ülkesinde bulunmayan ancak yatırım yapılan ülkede bulunan kaynaklardan (ham madde, düşük işgücü maliyet vs.) yararlanma amacına yönelik faaliyet gösterir. Üçüncüsü ise coğrafi olarak dağılmış olan faaliyetlerin ortak bir merkezden

yönetilmesi ve ölçek ekonomilerinden yararlanılması amacı ile yapılan etkinlik arayan yatırımlardır (Sichei ve Kinyondo, 2012).

**Tablo 2. 2.** Amacına Göre Yatırım Çeşitleri

<b>Pazar Arayan (Yatay)</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Pazar Büyüklüğü</li><li>• Pazar Büyüme Oranı</li><li>• Bölgesel Ve Global Pazarlara Erişim</li><li>• Ülkeye Özgü Tüketici Tercihleri</li><li>• Piyasaların Yapısı</li><li>• Yerel Ticaretin Gücü</li></ul>
<b>Verimlilik Arayan (Dikey)</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• İşgücü Verimliliğine Göre Ayarlanmış Kaynak ve Varlıkların Maliyetleri</li><li>• Ara Ürün Girdi Maliyetleri</li><li>• Ölçek Ekonomileri İçin Bölgesel Bütünleşme Alanı</li></ul>
<b>Kaynak Arayan</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Hammadde</li></ul>
<b>Varlık Arayan</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Nitelikli İş Gücü Durumu Kaliteli Üniversiteler ve Araştırma Enstitüleri</li><li>• Mezun İş Gücü Arzı</li><li>• Oluşturulmuş Yenilikçi Kapasite, Teknolojik Adaptasyon, Pazarlama Ağları, Teknik Beceriler, İş Ve Kültürel Tutumlar,</li><li>• Ar-Ge Ve DYY Kümeleşmelerinin Varlığı</li></ul>

**Kaynak:** Loewendahl H., Ertugal E., 2001

### 2.3. Doğrudan Yabancı Yatırım Biçiminin Belirlenmesi İle İlgili Teoriler

1950’li yıllarda yabancı sermaye yatırımlarının hız kazanması ve gelişmiş ülkeler arasında bu yatırımların büyük miktarları bulması bu sermaye hareketlerinin nedenleri hakkında birçok teorinin üretilmesine neden olmuştur (Seyidoğlu, 2013).

#### 2.3.1. Getiri Oranlarındaki Farklılık Teorisi

Bir firmanın asıl amacının karını maksimuma çıkarmak olduğunu varsayan geleneksel yatırım teorisinden türemiştir. Doğrudan yabancı yatırımlar, bu hipoteze göre sermayenin marjinal maliyetini sermayenin marjinal getirisine eşitlemeye çalışan firmalar için, uluslararası sermaye yatırımları getirilerindeki farklılardan

meydana gelir. Getiriler arasındaki farklılıklar, yabancı sermaye hareketlerinin arttığı 1950'li yıllarda popüler olan bir hipotezdir (Öztürk, 2004).

Firmalar yatırım yapma kararı verirken, aynı yatırımın yurtdışı beklenen getirisi ve yurtiçi beklenen getirisini kıyaslayarak, kar maksimizasyonu amacına uygun olan yüksek getirili yatırımı seçecektir. Bu getiriler arası farklar sermaye hareketlerine sebep olmaktadır (Seyidoğlu,2003).

### **2.3.2. Portföy Teorisi**

Tobin ve Markowitz tarafından geliştirilen portföy teorisi, Büyük Buhran dönemi,1930'lar, sermaye hareketlerini açıklamak için kullanılmıştır (Öztürk, 2004).

Portföy teorisinin temelinde faiz oranları vardır. Sermaye hareketlerinin serbest olduğu, riskin yüksek olmadığı durumlarda, getirisini maksimum yapmaya çalışan yatırımcıların sermayeleri bütün ülkelerin faiz oranları eşit olana kadar, faiz oranlarının yüksek olduğu ülkelere doğru hareket edecektir (Hymer, 1976).

Yatırımcılar portföy oluştururken, sermayenin getiri oranlarını ve risk unsurlarını dikkate alırlar. Risk faktörlerinden gelecek zararı en aza indirmek için yatırımları hem ülkeler hem de sektörler arasında dağıtma yoluna gitmektedirler (Öztürk,2004).

### **2.3.3. Oligopol Teorisi**

Doğrudan yabancı yatırımların oligopolistik bir etkileşim ile meydana geldiğini öne süren teori, F.T. Knickerbocker tarafından geliştirilmiştir. Knickerbocker, ABD çok uluslu şirketlerin doğrudan yabancı yatırımlarını araştırarak bu şirketlerin oligopolistik endüstri yapısında faaliyetlerine devam ettiklerini belirlemiştir. Bu sonuçtan, firmaların uluslararası yatırımlarında yurt içinde buldukları piyasanın etkisi olduğu çıkarımı yapılmıştır. Teoriye göre, rakip bir firmanın bir ülkeye yatırım yaparak pazar payını artırma çabası diğer firmanın pazar payını koruma amacıyla yatırım yapmasına sebep olacaktır. Oligopol bir piyasada olan firmalar birbirlerini takip etmeye zorlanacaktır (Öztürk, 2004). Diğer bir ifade ile oligopol teoride, birkaç firmanın söz sahibi olduğu oligopol piyasada, bir firmanın aldığı önemli karara diğer

firmalar da benzer bir şekilde cevap verirler. Örnek olarak, benzer malı ihraç eden firmalardan birinin sınır dışına doğrudan yatırım yapması ve piyasaya doğrudan ulaşabiliyor olması diğer firmaların ihracatlarına negatif bir etki yapabilir. Yatırım yapan firma, yatırım yaptığı ülkeden yeni üretim ve yönetim becerileri elde ederek daha düşük maliyet, tüketiciye doğrudan ulaşım, satış sonrası destek kolaylığı gibi avantajlar yaratabilir. Bu durum diğer firmalara karşı bariz rekabet üstünlüğü sağlayabilir (Seyidoğlu, 2013).

#### **2.3.4. İçselleştirme Teorisi**

İçselleştirme teorisi çok uluslu şirketlerin bir piyasaya girerken doğrudan yabancı yatırımı ile kendisinin üretimi gerçekleştirmesini veya kiralama/lisanslama yöntemini tercih etmesinin sebeplerini açıklamaya çalışmaktadır. Diğer bir ifade ile, bir firmanın bir piyasa ulaşmak için iki tarafın kendi çıkarları doğrultusunda hareket edeceği bir yapıyı kurmaktansa doğrudan yatırım yapmayı seçmesini araştırır (Demirel, 2006).

İçselleştirme teorisi, yatırım yapacak firmaların ev sahibi ülkedeki aksaklıkları önceden tahmin ederek, bu durumu kendileri için bir avantaja dönüştürmeleri üzerine kuruludur (Emery, 1998). Teori, çok uluslu firmaların uluslararası piyasalarda birçok düzensizliğe maruz kaldığı ve uluslararası şirketlerin yabancı piyasalarda bulunan ve kendi üretim sürecine zarar veren piyasalardan sıyrılmak için üretim faaliyetlerine etki eden bu piyasaları içselleştirme yoluna gitmeleri görüşünden hareket eder (Kurtaran, 2007). Bu içselleştirmeler ile çok uluslu şirketler belirsizliği azaltarak fiyat farklılaştırması ile piyasadaki tüketici fazlasını kendilerine yöneltebilirler (Buckley ve Casson, 1981).

İçselleştirme isteği, endüstriye özgü, ulusa özgü, firmaya özgü ve bölgeye özgü olmak üzere dört faktöre bağlı olarak gerçekleşmektedir (Kurtaran, 2007).

#### **2.3.5. OLI Modeli (Elektik Paradigma)**

Uluslararası pazarda faaliyet gösterebilmesi için firmaların sahiplik (Ownership-O), konum (Location-L) ve içselleştirme (Internalization-I) avantajlarına sahip olması

gerekir. Sahiplik avantajı bilgi ve beceriler gibi bir firmaya monopol gücü sağlayan özellikleri, konum avantajı; talep, maliyet vb. fırsatları sunan yabancı bir ülkede üretimi ve içselleştirme avantajı ise firmanın tam rekabet ortamında çalışmamasından kaynaklanan üstünlükler olarak tanımlanmaktadır (Voutilainen, 2005).

Oli modelinde, doğrudan yabancı yatırımlar sahiplik (ownership), konum (location) ve içselleştirmenin (internalization) bir fonksiyonu olarak tanımlanır. Dunning'e göre bu faktörler yabancı yatırım kararı verecek olan bir firmanın kararından önce sağlaması gereken şartlar olarak değerlendirmiştir (Öztürk, 2004). Dunning, firmaların yabancı bir ülkede yatırım yapmadan önce yerine getirmesi gereken üç koşul ileri sürmüştür:

- Firma, yatırım yapacağı ülke piyasasında rekabet edebilecek şekilde gerekli bilgi ve becerilere sahip olmalıdır. Üretim yapacağı ülkedeki bilgili ve tecrübeli firmalar ile rekabet edebilir durumda olduğu zaman bu yatırımlar sahiplik (ownership) avantajına dönüşecektir.
- Firma yatırım yaptığı ülkeden sağladığı avantaj ile kendi ülkesi yatırım yaptığı, yabancı yatırım yaptığı ülkede üretim yapıp ihraç etmesinden daha karlı olmalıdır. Bu durum, firmaya konum (location) avantajı sağlayacaktır.
- Firmanın yabancı bir yatırım yapması; kiralama ve lisanslama seçeneklerinden daha karlı olmalıdır. Bu karlılık durumu firma için içselleştirme (internalization) avantajı sağlayacaktır (Selek, 2009).

### **2.3.6. Tekel Üstünlüğü Teorisi**

Tekel üstünlüğü teorisi, Stephan Hymer tarafından oluşturulmuştur. Teoriye göre, çok uluslu şirketlerin yerel firmalara göre üstünlüğü, çok uluslu şirketlerin tekel gücünden kaynaklanmaktadır. Piyasa aksaklıkları çok uluslu şirketlere teknoloji üstünlüğü, yönetim teknikleri, üretim bilgileri, patent hakları gibi avantajlar sağlamaktadır. Bu avantajlar firmalara yatırım yapma kararında firmaları daha istekli hale getirmektedir. Firmalar bu monopolcü güçlerinden faydalanabilecekleri

hammadelerin bulunduğu ve üretim maliyetlerinin görece daha az olduğu pazarlara yönelmektedirler. Yatırım yapılan piyasalarda rekabet koşullarının oluşturulmaması ile yabancı yatırımcı tekel üstünlüğü elde edecektir (Kindleberger, 1969).

### **2.3.7. Caves Ekonomileri**

R.E. Caves tarafından çok uluslu şirketlerin yatırım yapma stratejilerini açıklama amacıyla geliştirilmiştir. Caves'e göre uluslararası firmalar pazar yapısı gereği ürün farklılaştırmasını artırmak için farklı ülke pazarlarında aynı malı üretmek veya alt üretim uygulamalarını geliştirmek için doğrudan yabancı yatırım yapmaya yönelmektedirler. Caves, doğrudan yabancı yatırımların yatay ve dikey olarak gruplandırıldıktan sonra yorumlanması gerekliliğini savunmuştur (Öztürk, 2004).

Bu bağlamda doğrudan yabancı yatırımlar üç sebep ile gerçekleşmektedir:

- Soyut sermaye
- Çok tesisli işletmeler
- Girişimci özellikleri (Caves, 1971).

Firmalar yurtdışı yatırımı yapacaklar ise, sahip oldukları nitelik yatırım yapılacak ülkede üretim yapan yerel firmaların yerel olmalarından kaynaklanan avantajlardan daha çok avantaj sağlamalı ve doğrudan yabancı yatırımın ihracat veya lisanslamadan daha karlı olmalıdır (Caves, 1971).

Yurt dışı yatırma dönüşecek olan ürün ve nitelik için iki koşul sağlanmalıdır:

- Sahip olunan nitelik, firma içinde ortak kullanım özelliğinde olmalıdır. Böylece, yurtdışında açılacak olan ortaklıklar ve birimler bu niteliğe sahip olmak için yeniden bir maliyete maruz kalmayacaklardır.
- Firmanın yurtdışı yatırımın getiri oranı yurtiçi üretime bağlı olmalıdır (Caves, 1971).

### **2.3.8. Ürün Devreleri Teorisi**

Teori geleneksel neo-klasik ticaret teorisinin açıklamadığı uluslararası üretimi açıklamaya çalışmaktadır. Teori yeni bir ürünün bulunmasından olgunlaşmasına kadar olan ürün safhalarını açıklamaktadır (Görmezöz, 2007). Gelişmiş ülkelerdeki firmaların üretim imkanları ve bilgiye ulaşma yetenekleri arasında farklılıklar fazla değildir. Ancak bu durum firmaların ürün geliştirme yetenekleri konusunda geçerli olmamaktadır (Vernon,1966).

Vernon' a göre; ülkeler arasında üretimde kullanılan girdiler bakımından karşılaştırmalı üstünlükler vardır. Bu yüzden bazı ülkeler hali hazırda var olan ürünleri üretim yoluna giderken bazıları da yeni ürün üretiminde uzmanlık sağlamalıdır. Ürünün yeni olma özelliğini kaybetmesi durumunda üretim yapılan ülkenin değiştirilmesiyle, başka pazarlarda yeniden üretilmesi, olgunlaşması üretim yapan firmanın uluslararası niteliğe kavuşmasını sağlar (Göver, 2005). Diğer bir ifadeyle, yeni bir mal olma durumundan, ürünün hayat devreleri üzerinde ilerleyerek eski mal haline geçen ürün, coğrafi yer değiştirmektedir (Görmezöz, 2007).

### **2.4. Doğrudan Yabancı Yatırımı Belirleyen Faktörler**

Bununla birlikte, uluslararası yatırım faaliyetleri öncelikli olarak ülkelerin risk faktörlerine bağlı olarak değişim gösterirler. Bir ülkede meydana gelecek olan ve iş ortamında etki eden değişimler, ülke içerisindeki yatırımların karlılığına önemli ölçüde etki ederek çok uluslu şirketlerin müdahil olamayacağı şekilde değerlerinin azalmasına neden olabilirler. Yatırımcılar, yatırım kararlarında elde edecekleri getiri kadar riski de düşünürler. Riskin, yapılan yatırıma ilişkin maddi bir kaybın ortaya çıkması veya oluşan bir zarar neticesinde yapılan yatırımdan beklenen ekonomik faydanın azalma ihtimali olduğu göz önüne alındığında, pek çok yatırım için kaçınılmaz bir unsur olduğunu söylemek mümkündür (Kapusuzoğlu ve İbicioğlu, 2013).

**Tablo 2. 3.** Doğrudan Yabancı Yatırımları Belirleyen Faktörler

### **DYY Belirleyen Faktörler**

<b>Ekonomik belirleyiciler</b>	
	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Ekonomik liberalizm (tarife ve tarife dışı engeller; özelleştirme, döviz politikası; vergilendirme)</li><li>▪ Performans (GSYH büyümesi, enflasyon, hükümet, iç ve dış borç)</li><li>▪ Uzun vadeli strateji (stabilizasyon; yerel pazar, ihracat)</li><li>▪ Telekomünikasyon altyapısı</li><li>▪ DYY performans kayıtları</li></ul>
<b>Siyasi ve Kurumsal</b>	
	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Politik Sistem</li><li>▪ Hükümetin yabancıya yatırıma karşı tutumu</li><li>▪ Sosyo-ekonomik gruplar arasındaki gerilimler</li><li>▪ Hukuk ve Düzen: yargı sistemi ve anlaşmazlık çözümü</li><li>▪ Giriş ve operasyon kuralları</li><li>▪ Piyasaları işleyiş politikaları ve yapısı (özellikle rekabet politikası, birleşme ve satın almalar, işgücü piyasaları)</li><li>▪ Uluslararası doğrudan yatırım anlaşması</li><li>▪ DYY ve ticaret politikalarının tutarlılığı</li><li>▪ Kültürel faktörler ve yaşam kalitesi</li></ul>
<b>DYY Olanakları</b>	
	<ul style="list-style-type: none"><li>• Yatırım promosyonu</li><li>• Yatırım kolaylığı</li><li>• Yatırım teşvikleri</li><li>• Mülkiyet ve alan temini</li><li>• Sosyal olanaklar</li><li>• İdari giderler</li></ul>

**Kaynak:** Loewendahl H., Ertugal E., 2001

## **2.5. Doğrudan Yabancı Yatırımlar İle İlgili Çalışmalar**

Doğrudan yabancı yatırımcıların belirleyicileri için klasik model, sahiplik, konum ve uluslararası hale getirme paradigmasına dayalı kapsamlı bir analiz sağlayan Dunning'in (1973, 1981) çalışmalarıyla başlamaktadır. Toplam ekonometrik yaklaşıma dayalı ampirik çalışmalar ise Agarwal (1980), Schneider, Friedrich ve Frey, B.S. (1985) tarafından yapılmıştır. Daha sonra Lucas (1993), birçok ürün tekelsinin geleneksel türetilmiş bir faktörüne dayanan bir model kullanarak, 1960-1987 arası Doğu ve Güney Asya ekonomileri için doğrudan yabancı yatırımların belirleyicilerini incelemiştir. Bu çalışmada, doğrudan yabancı girişlerinin, sermaye maliyetine oranla ücretlere göre daha esnek olduğunu ve ihracattaki toplam talebin iç talepten daha elastik olduğunu ortaya koymuştur.



Loree ve Guisinger (1995), çalışmalarında Amerika Birleşik Devletleri tarafından 1977-1982 yılları arasında gelişmiş uluslara yapılan doğrudan yabancı yatırımların belirleyicilerini araştırmıştır. Çalışmada, gelişmiş ülkelerde, ev sahibi ülke politikasına ilişkin değişkenlerin önemli olduğu ve altyapının tüm bölgeler için önemli bir belirleyici olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Sing ve Jun (1995), niteliksel ekonomik değişkenlerin uygulanması ile uluslararası işlemlere ilişkin vergiler ile gelişmekte olan ülkelere doğrudan yabancı sermaye girişleri arasında pozitif bir ilişki olduğunu ve ihracatla ilgili değişkenlerin doğrudan yabancı yatırımların bir ülkeye çekilmesinde güçlü bir rol oynadığı ortaya koymuşlardır.

Duran (1999), 1970-1995 dönemi için doğrudan yabancı yatırımların sürükleyicilerini bulmak için Panel verilerini ve zaman serilerini kullanmıştır. Çalışma, büyüklük, büyüme, yurt içi tasarruf, ülkenin ödeme gücü, ticari açıklık ve makroekonomik istikrar değişkenlerinin doğrudan yabancı yatırımların hızlandırıcıları olduğunu göstermektedir.

Beven ve Estrin (2000), 1994-1998 yılları arasında geçiş ekonomilerine (Orta ve Doğu Avrupa) doğrudan yabancı yatırımların belirleyicilerini belirlemek için ülke riski, işgücü maliyeti ve ev sahibi piyasa büyüklüğü faktörlerini kullanmışlardır. Çalışma, ülke risklerinin özel sektör gelişmesinden, endüstriyel gelişmeden, hükümet dengesinden, rezervlerinden ve yolsuzluktan etkilendiğini gözlemlemiştir.

Garibaldi (2002), çalışmasında 1990 ve 1999 yılları arası eski Sovyetler Birliği de dahil olmak üzere Doğu Avrupa'daki 26 geçiş ekonomisine doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımlarını analiz etmiştir. Regresyon tahmini doğrudan yabancı yatırım akışlarının piyasa büyüklüğü, mali açık, enflasyon ve döviz kuru rejimi, risk analizi, ekonomik reformlar, ticarete açıklık, doğal kaynakların mevcudiyeti, yatırımların önündeki engeller ve bürokrasi gibi ekonomik faktörler tarafından iyi açıklandığını göstermiştir.

Erdal ve Tatoğlu (2002), yabancı yatırımları belirleyen makroekonomik değişkenleri 1980-1998 dđnemi Tđrkiye için analiz etmişlerdir. Eş bđtđnleřme analizi yaptıkları çalışmada, pazar bđyüklüđü, ticaret açıklık ve altyapının yapılan doğrudan yabancı yatırımları olumlu yđnde; dđviz kurundaki istikrarsızlığın ise olumsuz yđnde etkilediği sonucuna ulaşmışlardır. Ekonomik istikrar, faiz oranıyla tanımlanmış ve doğrudan yabancı yatırımlara etkisin olumsuz olduğu fakat istatistiksel olarak anlamlı olmadığı ortaya çıkmıştır.

Deichmann, Karidis ve Sayek (2003), uluslararası şirketlerin Tđrkiye’de yatırım yapacakları bđlgenin seçiminde etkili olan unsuları logit model kullanarak analiz etmiş ve bđlgenin GSYH’si, bđlgede daha önce yatırım yapmış uluslararası şirketlerin faaliyeti, ulaşım imkanları, deniz taşımacılığına uygunluk, altyapı, nitelikli iş gđcđ faktđrlerinin etkili olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Kırankabeş (2004), çalışmasında regresyon ve korelasyon analizleri kullanarak, Tđrkiye’nin milli geliri ve doğrudan yabancı yatırımlarının ülke riskinden etkilenmesini 1984-2003 yılları için incelemiştir. Çalışmanın sonucunda, doğrudan yabancı yatırımların milli gelire pozitif etkisinin olduğunu ve doğrudan yabancı yatırımlar ile bđtđnleřik ülke riski arasında anlamlı ilişkinin olmadığını ortaya koymuştur. Doğrudan yabancı yatırımların kısa dđnemde finansal riski, uzun dđnemde ekonomik riski etkilediği, doğrudan yabancı yatırımların en çok ekonomik sirklerden etkilendiği sonucuna ulaşılmıştır.

Busse ve Hefeker (2005), çalışmalarında 1984-2003 yılları arasında kurumsal yapı, politik risk ve doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir.83 ülkeye ait bilgileri ile panel veri analizi yapılmış ve hđkđmetin istikrarı, etnik gelirim şiddeti, demokratik hak ve özgürlükler, hukuki yapı, içi çatışmalar doğrudan yabancı yatırımlar için belirleyici olarak gözlemlenmiştir.

Demirel (2006), Tđrkiye için doğrudan yabancı yatırımları etkileyen unsurları ve yatırımların ekonomik bđyümeye olan katkısını 1984-2005 yılları arası dđnem için incelemiştir. EKK yđntemi kullanarak yaptığı analizde, doğrudan yabancı yatırımların ekonomik bđyümeyi ve GSYH’yi, ekonomik bđyüme, kamu yatırımları,

enflasyon, yurtiçi toplam yatırımların da doğrudan yabancı yatırımları pozitif olarak etkilediği sonuçlarına ulaşmıştır.

Sahoo (2006), pazar büyüklüğünün, işgücü büyümesinin, altyapı endeksinin ve ticaret açıklığının Güney Asya ülkelerindeki doğrudan yabancı yatırım akışlarının önemli belirleyicileri olduğunu ortaya koymuştur.

Karagöz (2007), 1970-2005 yılları arası dönem için Türkiye doğrudan yabancı yatırım girişlerini incelemiştir. Çalışmada, ticari dışa açıklık, ekonomik istikrar, sermaye stoku, piyasa hacmi, altyapı, reformlar, politik risk ve beşerî sermaye değişkenlerini eş bütünleşme ve nedensellik incelemesi içeren zaman serileri analizi ile sınamıştır. Analizin sonucunda, yabancı sermaye girişlerinin önceki dönem yapılan yabancı yatırım ve ticari dışa açıklıktan etkilendiğini göstermiştir.

Kar ve Tatlısöz (2008), 1980-2003 yılları arası dönem için Türkiye’de doğrudan yabancı yatırımları etkileyen faktörleri araştırmışlardır. Doğrudan yabancı yatırımlar ile GSYH, dışa açıklık, yatırım teşvikleri, elektrik üretim düzeyi ve uluslararası net rezervler arasında pozitif yönlü ve reel döviz kuru, iş gücü maliyetleri ile ise negatif yönlü bir ilişki olduğu sonucuna varmışlardır.

Özcan ve Arı (2010), doğrudan yabancı yatırımları etkileyen faktörleri belirlemek amacıyla 27 OECD üyesi için 1994-2006 yılları arası dönem verilerini kullanarak GMM analiz yapmıştır. Büyüme oranı, enflasyon ve altyapının doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde pozitif yönde, cari açık ve dışa açıklığın ise negatif yönde bir etkisi olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Samara (2012), ülke risk ve doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişkiyi Pearson korelasyon ve EKK ile test etmiş, doğrudan yabancı yatırımların ekonomik, politik ve finansal risk ile anlamlı bir ilişkisi olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Khan ve Akbar (2013), 1986-2009 yılları arasındaki dönemde 94 ülke üzerinde politik risk ile Doğrudan Yabancı Yatırım (DYY) arasındaki negatif ve anlamlı ilişkiyi incelemişlerdir. Politik risk ile doğrudan yabancı yatırımlar arasında genel

olarak negatif bir iliŒki olduğu ve bu iliŒkinin yüksek gelirli ülkelerde, dŒk gelirli ülkelere göre daha fazla olduğu sonucuna ulaŒmıŒlardır.



## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### ÜLKE BETASI

#### 3.1. Ülke Betası ve Ülke Riski

Ülke riski, genel anlamıyla o ülkede yatırım yapacak olan yatırımcıların karşılaşacakları tüm riskler olarak tanımlanabilir (Petrović ve Stanković, 2009). Diğer bir tanım olarak ülke riski, ihracat ya da kredilendirmelerden alacaklı durumda olan yatırımcıların, borçlunun bulunduğu ülkedeki veya borçlu ülkedeki faktörlere bağlı olarak zarar görme ihtimalidir (İleri, 1999).

Ülke riski analizlerinde amaç ülkelerin döviz geliri yaratma gücünü hesaplamak ve dış borç ödeme güçlerine göre ülkeleri gruplara ayırmaktır. Bu anlamda, uluslararası kredilerin geri ödenmesi genellikle ülkenin ekonomik, finansal ve politik durumlarına bağlı olduğu ön görülmekte ve açılan kredilerin geri ödemelerinin gerçekleşmeme ihtimalini tespit ederken borçlu ülkenin ekonomik, politik ve finansal durumları ve bu durumların değişim eğilimleri takip edilmektedir (Kara, 2006).

Sistematik risk, beta katsayısı ile ölçülmektedir. Guilford C. Babcock (1972), “riskin ölçüsü olarak betayı savunmaya dair bir not” başlıklı makalesinde, beta katsayısını basitçe “piyasa getirisine oranla getirinin hareketliliği” olarak tanımlamıştır.

William Sharpe, beta katsayısını “bir piyasa endeksinde getiri oranının bağımsız değişken ve getiri menkul kıymetler oranının bağımlı değişken olduğu basit doğrusal regresyon fonksiyonunda eğim terimi” olarak tanımlamaktadır (Bowman, 1979).

Buna ek olarak, beta katsayısı “yatırım karar sürecinde” önemli bir araçtır. Çünkü, portföy piyasasında portföyünün aşağı yönlü riskini değerlendirirken portföy yöneticisi için çok açıklayıcı olabilir (Ambachtsheer, 1974).

Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli (CAPM) sistematik riske teorik bir yaklaşım olarak William F. Sharpe (1964) tarafından ortaya konulmuş ve daha sonra John Lintner (1965) ve Jan Mossin (1966)’nin çalışmalarıyla model son şeklini almıştır. Modelin orijinal halinde beta(risk) çok iyi çeşitlendirilmiş portföyün toplam varyansına olan katkısı olarak belirtilmiştir. Burada ABD piyasası pazar olarak kullanılmıştır. Bu model, hisse senedinin beklenen getirisini hesaplamada risk priminin risksiz faiz oranına eklenmesi yöntemine dayanmaktadır (Damadoran, 2002). Bu modelde:

$$r_h = r_f + \beta(r_p - r_f)$$

$$\beta = \frac{Cov_{h,p}}{\delta_p^2}$$

$r_h$  = Hisse senedi beklenen getiri

$r_f$  = Riskten arınmış faiz oranı

$\beta$  = Beta katsayısı

$Cov_{h,p}$  = Pazar ve hisse senedi getirileri kovaryansı

$\delta_p^2$  = Pazar varyansı

Erb, Harvey ve Viskanta (1996) dünya sermaye piyasası ile ülke sermaye piyasası getirisi arasındaki farkın ülke riskinden kaynaklandığını savunmuşlardır. Bu bağlantı aşağıdaki gibi gösterilebilir (Basu, 2011);

$$R_{\text{ülke portföyü}} = a + \beta R_{\text{dünya portföyü}} + e_t$$

Ülkeye ait risklerin tamamının bir özeti olarak  $\beta$  katsayısı ülkenin dünya piyasasından ve diğer ülkelerin bütününden ayıran bir risk faktörü olarak görülebilir. Ülke getirisinin diğer ülke getirilerinden nasıl farklılaştığının bir göstergesi olarak

ülkenin ekonomik, finansal ve politik durumundan etkilenen bir katsayıdır (Harvey, 2005).

Özellikle  $\beta$  parametresi, ülkenin ekonomik, mali, politik faktörlerin, dünya piyasa koşullarının bir kombinasyonu olarak dünya piyasa koşullarına duyarlılığı ifade etmektedir. Bu kapsamda  $\beta$ , ülke riskinin bir ölçüsüdür ve ülkenin dünyanın geri kalan ülkelerinden neden farklı getiri elde ettiğinin bir göstergesidir.

Hisse senedi ve sistematik risk ilişkisini doğrusal “regresyon modeli” ile belirleyen CAPM modelinde “Beta Katsayısı” sistematik risk ölçüsü olarak kabul edilmektedir. Bu katsayı, hisse senedi getirisinin pazar portföy getirisine karşı hassasiyetini göstermektedir. Beta katsayısı, hisse senedinin pazar ile hareket etme yatkınlığının bir göstergesidir (Pike ve Neale, 2003).

Ülke riski değişken olarak ülkeye özel faktörlerden etkilenecektir. Ülke riskini etkileyen faktörlerin başında makro ekonomik değişkenler gelmektedir. Bu durumda, ülke riski modeli bu değişkenlerin doğrusal bir kombinasyonudur:

$$\beta = b_0 + bX$$

$X = \text{Makroekonomik değişken}$

$b = \text{ülke riskinin } (\beta) \text{ değişkene duyarlılığı}$

Beta'nın doğru bir tahmini en az iki nedenden dolayı önemlidir (Brenner ve Smith, 1972). İlk olarak, sermaye piyasası teorisinde risk- getiri veya risk- ödül ilişkisini anlamak için beta önemlidir. Bu teorik ilişki, beklenen getiri- beta ilişkisinin bir ödül- risk denklemi olarak analiz edilmesiyle oluşturulabilir. Beta, riskinin uygun ölçüsü olarak değerlendirilir. Diğer bir ifade ile, bireysel varlığın portföyün riskine olan katkısına bağlı olarak, getiri ya da varlıklar üzerindeki risk primi beklentileri şekillenir (Bodie vd., 2008). Bir hisse senedinin betası piyasa portföyünün varyansına katkısını ölçüyorsa, o zaman herhangi bir varlık veya teminat için gerekli risk primi veya beklenen getiri, kendi betasının bir fonksiyonu olmalıdır. Böylece, bir teminatın betası yüksek ise, daha yüksek risk priminin beklenmesi gerekir. İkinci olarak, yatırım kararlarına etki edeceği için doğru bir beta tahmini yapmak önemlidir

(Alexander ve Chervany, 1980). Sistematik riskin etkisini ölçtüğü için, beta, yatırımcıların kendi bireysel portföylerini risk profillerine göre nasıl oluşturabileceklerini anlamaları için son derece yararlı bir araçtır.

### **3.2. Ülke Riski Tespitine Yönelik Ülke Betasını Konu Alan Çalışmalar**

Erb, Harvey ve Viskanta (1996) ülke betası modelini oluşturan ilk çalışmayı gerçekleştirdiler. Erb, Harvey ve Viskanta, (1996b) bu çalışmalarında ülke riskinin beş risk bileşenini açıklamaya çalışmışlardır. Ülke kredi derecelendirmesi, politik risk, finansal risk, ekonomik risk ve bileşik risk ölçütleri ile yaptıkları çalışmada, ölçütlerin varlık değerlemede etkisinin olduğunu ortaya koyulmuş ve ülke riski ile beklenen getiri arasında anlamlı ilişki bulunmuştur.

Brooks, Faff ve Ho (1997), çalışmalarında ABD bankacılık sektörü stoklarının piyasa modeli betasının istikrarını incelemiştir. Çalışma, bankacılık düzenleme sürecinin farklı aşamaları çerçevesinde beta istikrarına odaklanmıştır. Düzenleyici değişikliklerin bankaların beta riskinin istikrarını etkilediğini tespit etmişlerdir. Benzer bir modeli banka dışı için de tespit ettiler ve bankacılık sektörü üzerindeki etkinin ekonominin geri kalanını yönlendirdiği sonucuna vardılar.

Gangemi, Brooks ve Faff (2000), Avustralya için ülke beta riskinin ekonomik bir modelini geliştirmiştir. Ülke betalarını makroekonomik değişkenlerin bir fonksiyonu olarak modellemişlerdir. Çalışmalarındaki değişkenler, Abell ve Krueger (1989), Bekaert (1996), Erb (1996), Groenewold ve Fraser, (1997)'in çalışmalarındakine benzer şekilde tanımlanmıştır. Avustralya dış borçlarının ülke riski üzerindeki etkisi çalışmanın temeli olmuştur. Çalışmanın sonucunda sadece ticaret ağırlıklı döviz kuru endeksinin ülke varlık getirileri üzerinde önemli bir etkisinin olduğu ortaya çıkarılmıştır. Çalışma, yerel para değerlenmesinin Avustralya'daki ülke betası üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğu ve dışsal şokların makroekonomik performans üzerinde önemli bir rol oynadığını göstermiştir.

Goldberg ve Veitch (2002), çalışmalarında, Arjantin için Gangemi, Brooks ve Faff (2000) ve Erb, Harvey ve Viskanta (1996)'nın çalışmalarından beslenen bir ülke beta



riski modeli geliştirdiler. Ticaret ortaklarının döviz kuru riskinin, sabit döviz kuru rejimi altında faaliyet gösteren ülkenin beta riski üzerindeki bulaşıcı etkilerinin önemini incelediler. Arjantin'i ülke betasındaki varyasyonlar için önemli olan tek ekonomik değişkenin, ticaret ortaklarının, yani Brezilya ve Meksika'nın döviz kurları olduğunu ortaya koymuşlardır.

Wdowinski (2004), Polonya için yaptığı çalışmasında ülke betasını oluşturan faktörleri analiz etmiştir. Parasal faktörler ve reel faktörler modeli oluşturduğu çalışmasında tüm Hisse senetlerinin olduğu Varşova Endeksi (WIG-Varşova) ve Varşova 20 (WIG20) olarak iki ayrı endeksle majör piyasa endeksleri (DJIA, NASDAQ, DAX ve FTSE) için regresyon analizi yapılmıştır. Sonuç olarak, faiz oranı ve döviz kuru gibi finansal faktörlerin Polonya'nın ülke riskini belirlemede daha fazla etkisi olduğu ortaya çıkmıştır.

Andrade ve Teles (2004), Brezilya lke riskini ölçmek için yaptıkları çalışmada, Harvey ve Zhou (1993), Erb (1996a, 1996b) ve Gangemi'nin (2000) lke betası modelini kullanarak bir model oluşturmuşlardır. Makroekonomik değişkenlerin ülke riski üzerindeki etkisini zamanla değişen parametreler yaklaşımı ile analiz edilmiştir. Para politikasının Brezilya'nın ülke riski üzerinde önemli ve istikrarlı bir etkisi olduğu ve uluslararası rezervlerin sadece sabit döviz kuru döneminde önemli bir etki yarattığı tespit edilmiştir.

Verma ve Soydemir (2006), yerel ve global risk faktörlerinin Latin Amerika lkesi riskini etkileyip etkilemediğini araştırmak için bir ülke beta yaklaşımından yararlanmışlardır. Her iki faktörün de Meksika, Brezilya, Arjantin ve şili'de nispeten farklı etkileri olduğu, G-7 lkelerinde reel faiz ve enflasyon oranlarının ülke betası üzerinde olumsuz bir etki yarattığı, en yüksek etkinin ise Meksika üzerinde olduğu bunu Brezilya ve şili'nin takip ettiği bulguları elde edilmiştir. Yerel faktörlerden para arzı ve döviz kurlarının ülke riskini etkilediği, para arzının en çok Meksika'da daha sonra şili ve Brezilya'da, döviz kurunun ise Meksika ile Brezilya üzerinde etkisinin olduğu Arjantin ve şili'nin kurdan etkilenmediği sonuçlarına ulaşılmıştır.

Tourani-Rad, Choi ve Wilson (2006), zamanla değişen ülke betası modelini kullanarak Yeni Zelanda'nın ülke riskini analiz etmişlerdir. lke betasını etkileyen makroekonomik faktörlerin belirlenmesi için kurulan modelde hükümet yurtdışı borçları, on yıllık devlet tahvili faiz oranı, doksan günlük hazine bonosu faiz oranı, perakende ticaret endeksi, cari işlemler dengesi, üretici fiyat endeksi, ticaret ağırlıklı endeks ve para arzını da olduğu birçok makroekonomik değişken kullanılmıştır. Parasal Durum İndeksinin ve ABD Dolar kurunun ülke betasını etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Goldberg ve Veitch (2009), çalışmalarında temel ekonomik faktörlerin Güney Afrika borsaları için finansal entegrasyonun ortaya çıkmasından önce ve sonra ülke riskini nasıl etkiledikleri zamana bağlı değişen bir beta modeli kullanılarak analiz edilmiştir. Döviz kurlarının ve altın fiyatlarının, finansal bütünleşme öncesi sürecinde Güney Afrika'nın betasını etkileyen önemli ekonomik değişkenler olduğu belirlenmiştir. Finansal bütünleşme sonrası dönem için ise, ülke betasının arttığı ve altın fiyatı ve kur faktörlerinin etkisinin azaldığı sonuçlarına ulaşılmıştır.

Çam (2010), yaptığı çalışmada Türkiye lke riski ile İMKB'deki firma değerleri arasındaki ilişkiyi 2000-2009 yılları arası dönem için incelemiştir. Panel veri analizi yapılan çalışmada, ülke riskinin ve ülke riskini meydana getiren ekonomik, finansal ve politik risk bileşenlerinin firma değerleri ile negatif yönlü bir ilişkisi olduğunu ve firma değerleri üzerinde en büyük etkinin finansal risk olduğunu ortaya koymuştur.

Basu (2011), Hindistan için yaptığı çalışmasında, Erb, Harvey ve Viskanta (1996) tarafından oluşturulan ülke betası modelini, makroekonomik faktörlerin etkisini tahmin etmek için kullanmıştır. Çalışmada Hindistan lke riskinin doğrudan yabancı yatırım akışları, döviz kurları, işsizlik oranı ve para politikası ile ilişkili olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Muwando ve Gumbo (2013), çalışmalarında, Zimbabwe için altı ekonomik temelden yola çıkarak bir ülke beta modeli oluşturmuştur. Lojistik çoklu regresyon analizi kullandıkları çalışmalarında, siyasi riskin ülke betasını etkileyen en büyük faktör olduğu, doğrudan yabancı yatırımların ülke riski ile negatif yönde hareket ettiği,

GSYH'nin yüzdesi olarak cari hesabın ve kişi başı yıllık GSYH'nin ülke riski üzerinde negatif etki yarattığı, GSYH yüzdesi olarak dış borcun ve GSYH deflatorünün ülke riski ile pozitif ilişkili olduğu sonuçlarına ulaşmışlardır.

Verma ve Verma (2014), çalışmalarında yerel ve küresel risk faktörlerinin Hong Kong, Endonezya, Singapur, Filipinler ve Malezya'nın ülke riskini etkileyip etkilemediğini ülke betası modelini kullanarak analiz etmişlerdir. Çalışmanın sonucunda, küresel faktörlerin Asya piyasası riskine etkileri olduğu, ülkelerin ABD Doları endeks değerinin Malezya hariç, diğer tüm ülkelerin ülke riskini pozitif etkilediği, ABD Dolar-Euro marjının, tüketici fiyat endekslerinin ve G7 ülkelerinin reel faiz oranlarının ülke betasını negatif etkilediği bulgularına ulaşılmıştır. Ayrıca, yerel faktörlerden Malezya ve Singapur'da döviz kurunun, Hong Kong'da para arzının etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

### **3.3. Ülke Betasını Etkileyen Faktörler**

Ülkelerin uluslararası piyasalardan borçlanmaları 1970'ler itibariye artış göstermiştir. Bu artan borçlanmalarla birlikte, borçlarını geri ödemede problem yaşayan ülkelerin sebep olduğu batık alacaklar, borç ertelemeleri ve yeniden yapılandırmalar da artmaya başlamıştır. Bu durum yatırımcıları ülke riskini daha çok düşünmeye itmiştir (Cosset ve Roy, 1991).

Sermaye piyasalarında riskin tespit edilmesi finansal kararlar ve yatırım kararlarıyla ilgili riskin araştırılmasını ve hesaplanmasını içeren bir süreçtir (Siegel ve Shim, 2000). Nagy, 1979 yılında yaptığı çalışmada ülke riskinde politik, ekonomik ve sosyal faktörlerin etkisini ortaya çıkarmıştır. Hafferman, bankacılık sektörü için yaptığı çalışmada ülke riskine etki eden faktörleri ekonomik ve sosyo-politik olarak iki grupta incelemiştir. Ülke riskini etkileyen sosyal, finansal, ekonomik ve politik faktörler birbirlerini etkilemektedir. Bir ekonomideki belirsizlikler politik yatkinlıkların yarattığı borç ödeme çekimsizliğini artırırken, politik gerginlikler de ekonomik güçlülere sebep olabilmektedir. Ülke riski ile ilgili yapılan güncel çalışmalarda politik, ekonomik ve finansal faktörlerin her biri ayrı olarak dikkate alınmaktadır (Başar, 2006).

### 3.3.1. Ekonomik Faktörler

Ekonomik risk, bir ülkenin ekonomik olarak güçlü yanlarını ve zayıf olduğu noktaları belirleme imkânı sağlamaktadır. Ekonomik risk, GSYH, reel GSYH, yıllık büyüme oranı, bütçe dengesi ve cari hesap gibi makroekonomik değişkenler kullanılarak hesaplanmaktadır. Ekonomik yapısının güçlülük düzeyi ne kadar artarsa ülkede kriz dönemlerinde yönetimin istikrarı sağlamak için alacağı önlemlerde ve uygulamalarda daha rahat ve hızlı hareket edebilmesine imkân sağlamaktadır (Güngör, 2012).

Ödemeler dengesi bileşenlerini oluşturan kalemlerden elde edilen oranlar, ülke risk ölçümlerinde sıklıkla kullanılmaktadır. Ülke risk belirleme çalışmalarında, ödemeler dengesi bileşenlerinin GSMH'ye ve GSYH'ye oranları dikkate alınmıştır. Bu oranlar ülkenin riskinin yönünü belirlemede önemli göstergelerdir (Çam, 2010).

Makroekonomik faktörlerden enflasyon oranı, ekonomik risk göstergelerinden biridir. Enflasyonun neden olacağı reel getirilerdeki beklenmeyen azalama, yatırımcıların hedefledikleri getiriden uzaklaşmasına neden olan enflasyon riski olarak tanımlanır. Yüksek enflasyon barındıran ekonomilerde menkul kıymet yatırımları ve firmaların mali yapıları bu durumdan olumsuz etkilenmekte ve risk artma eğilimindedir (Zengin, 2009). Piyasaların globalleşmesi ve firmaların faaliyet alanlarının genişlemesi piyasa riskini daha önemli hale getirmiş ve ülke riski için de önemli olan döviz kuru ve faiz oranı hareketlerinden kaynaklanan riskler daha etkili olmaya başlamıştır (Yücel vd., 2007).

Ekonomik riskin analizinde yaygın olarak kullanılan göstergeler aşağıdaki gibi sıralanmaktadır (Sealy, 2001).

- Kişi başı GSMH veya GSYH
- GSMH veya GSYH büyüme oranı
- Yıllık enflasyon oranı,
- Ödemeler dengesinin GSMH veya GSYH'ye oranı,
- Cari işlemler dengesinin GSMH veya GSYH'ye oranı

BDDK lke riskini etkileyen makroekonomik değişkenleri aşağıdaki Şekilde belirtmiştir (BDDK, 2014).

- Ekonominin büyüklüğü ve ülkenin dış borç yapısı
- Ülkenin demeler bilançosunun yapısı
- Makroekonomik diğer faktörler

### **3.3.2. Politik Faktörler**

Piyasalar, ülkenin ekonomik yapısında meydana gelen değişimlerden etkilendikleri gibi sosyal yapısından da etkilenirler. Ülkenin içinde bulunduğu savaş hali, politik faaliyetler, seçim döneminde olunması, uygulamaya geçen yeni ekonomi politikaları gibi değişkenler de sermaye piyasası getirilerinde düőüőe neden olabilmektedir. Öte yandan, politik istikrarın ülke riskindeki etkinliği ülkenin gelişmiş veya gelişmekte olan ülke durumunda olmasında göre farklılık göstermektedir. Az gelişmiş ülkeler politik risklere karşı daha duyarlıdır ve maruz kaldıkları istikrarsızlıklar ülke ekonomisini daha çok etkileyerek borç ödemelerinde daha büyük riskler yaratmaktadır. Gelişmiş lkeler için önemsiz olan politik değişimler, gelişmekte olan ülkeler için büyük etkiler oluőturabilmektedirler.

Uluslararası bankalar, ülke riski analizlerinde o ülkenin nüfus oranları, eğitim düzeyi, gelir dağılımı, dini-etnik grup gerilimleri, iş gücü yoğunluğu gibi nitelikleri değerlendirmektedirler. Çünkü iç savaş, etnik çatışmalar, gelir dağılımındaki düzensizlikler, sosyal sınıf farklılıkları gibi sosyo-politik unsular ülkenin siyasi ve ekonomik yapısını etkileyecek bir özelliğe sahiptir (Yrk, 1999).

Politik risk, ülkenin politik yapısının bir tespitidir. Bu risk ölümü, bürokrasinin kalitesi, demokratik evre, etnik-dini gerilim, asker-siyaset ilişkisi, kamu düzeni, yolsuzluk, hükümet istikrarı, i ve dış politika gibi birçok değişkeni içermektedir (Hassan vd., 2003). Bunlarla beraber, politik risk değişkenleri genel olarak aşağıdaki Şekilde listelenmektedir (Merna ve Al-Thani, 2008).

- Hükümet istikrarı
- Yatırım ortamı
- İç ve dış çatışma
- Politikaya askerin müdahalesi
- Yolsuzluk
- Dini veya diğer etnik gerginlik
- Politik sistem ve ekonomi politikaları
- Kanunlar
- Demokrasi ve bürokrasinin kalitesi

### **3.3.3. Finansal Faktörler**

Finansal risk faktörleri, bir ülkenin yurtdışı resmi, ticari ve finansal borçlarını ödeyebilme kabiliyetini, dış borç/GSYH, dış borç servisi/ ihracat, ithalata ödenen likidite, faiz oranı ve döviz kuru gibi değişkenlere bağlı olarak ölçme imkânı sunmaktadır (Yapraklı ve Güngör, 2007).

Finansal risk faktörlerinden biri olan döviz kuru, ülke riskine olan etkisinin yanında uluslararası finans içinde de önemli yer tutmaktadır. Bu yüzden konusu uluslararası finans birçok çalışmada kullanılmaktadır (Çam, 2010). Döviz kuru riski çok boyutlu bir özellik taşımaktadır. Döviz kurlarındaki dalgalanmalar uluslararası alanda faaliyet gösteren işletmeler için üç tür risk yaratmaktadır. Bunlar; işlem riski, muhasebe riski ve ekonomik risktir (Campell, 1994).

Bunlardan ilki işlem riskidir. İşlem riski (transaction exposure), yabancı para cinsinden yapılan uluslararası işlemlerin cari nakit akışlarının, beklenmeyen kur dalgalanmalarından etkilenmesi olarak tanımlanabilir (Robock ve Simmons, 1989). Mevcut sözleşmeler sonucunda ortaya çıkması nedeniyle işlem riskine, sözleşme riski de (contractual exposure) denilmektedir.

İkincisi muhasebe riskidir. Muhasebe riski (accounting exposure) ya da dönüştürme riski (translation exposure) olarak bilinen bu risk türü döviz cinsinden belirlenmiş

aktif ya da pasiflerin muhasebe kayıtları için ulusal para birimine çevrilmesi sonucunda ortaya çıkan bir risktir. Buna göre muhasebe riski, bağlı işletme bilançolarının farklı kurlara göre dönüştürülmeleri nedeniyle, ana şirket açısından ortaya çıkan kayıp ve kazançları ifade eder (Seyidoğlu, 1994).

Sonucusu ise ekonomik risktir. Ekonomik risk (economic exposure), döviz kurlarında beklenmeyen dalgalanmaların, işletmenin gelecekteki nakit akımları ile firma değeri üzerinde doğuracağı etkileri ifade eder (Holland, 1993). Ekonomik riske işletme riski de (operating exposure) denilmektedir. Firma değeri, gelecekte beklenen nakit akımlarının bugünkü değeri ile ölçülmektedir. Kur dalgalanmaları bu nakit akımlarının bugünkü reel değerini değiştirmekle, firmanın değerini de etkilemiş olmaktadır. Bu da şirket hisse senetlerinin piyasa değerini etkilemektedir (Seyidoğlu, 1994).

Barut, Çam ve Kaya (2016), çalışmalarında ICR tarafından kullanılan, Dış Borç/ GSYH, Dış Borç Servisi/ İhracat, Cari Hesap /İhracat, İthalata Ödenen Net Likidite, Döviz Kuru İstikrarı gibi finansal risk değişkenlerinden yararlanarak 2000-2009 yılları arası dönem için Türkiye finansal stres endeksi ve finansal risk endeksi arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. ADF birim kök testi, Granger nedensellik analizi yöntemi kullanılan çalışmada, finansal risk endeksinden finansal stres endeksine doğru tek yönlü bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir.

Basu (2011), Hindistan ülke riskine etki eden faktörleri incelediği çalışmada, GSYİH-GSYİH Deflatörü, Kamu Borcu, Cari İşlemler Dengesi, Faiz Oranı, Yabancı Para Rezervi, Döviz Kuru, Doğrudan Yabancı Yatırımlar, İşsizlik ve Politik Risk Endeksi gibi değişkenleri kullanmıştır. ARIMA ve EKK yöntemlerinde yararlandığı analizin sonucunda, Hindistan'ın ülke riskinin Doğrudan Yabancı Yatırım Akışları, Faiz oranı (para politikası), döviz kurları ve işsizlik oranı ile yüksek korelasyonu sergilediği sonucuna varılmıştır.

## **DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**

### **VERİ SETİ VE MODEL**

#### **4.1. Çalışmanın Amacı Ve Önemi**

Uluslararası ortamda finansal karar alma sürecinin çoğu, ülke düzeyinde bir risk tahmini için bir çerçeve uygulamalıdır. Uluslararası yatırımcılar için, bir ülkeye yatırım yapma kararında, o ülkenin dünya piyasalarından neden farklı getiri oranlarına sahip olduğu sorusunun cevabı önemli rol oynamaktadır. Bu farklılık ya da ülkenin piyasalarının dünya piyasalarına karşı duyarlılığı ülke riski olarak değerlendirilen ülke betasından kaynaklanmaktadır.

Ülke riski, bir dizi ülkeye özgü ve bölgesel / harici faktör tarafından etkilenebilir. Genel olarak, ülke riskinin ekonomik, finansal ve politik risk olmak üzere üç ana unsuru vardır. Ülke risk değerlendirmesinin temel işlevlerinden biri, iç ve dış ekonomik, mali ve politik nedenlerden dolayı borçluların ödeme sorunlarını tahmin etmektir.

Moody's, Standard and Poor's, International Country Risk Guide ve Political Risk Services gibi birçok uluslararası analiz kurumun olması ülke riski analizlerinin değerinin bir göstergesidir. Ülke riski derecelendirmeleri, yabancı yatırımlar arayan ve uluslararası finansal piyasalarda devlet tahvili satan, büyük şirketler ve uluslararası finans kurumları tarafından verilen borç verme ve yatırım kararları için çok önemlidir. Derecelendirme kuruluşları, ekonomik, finansal ve politik risk dereceleri hakkındaki bilgileri birleşik bir risk derecelendirmesine birleştirerek



niteliksel ve niceliksel ÷lke risk derecelendirmelerini sağlamaktadırlar. ÷lke risk derecelendirmeleri gelişmekte olan ÷lkelerin sermaye piyasalarına girmelerine ve ekonomik, mali ve politik görevlilere bu t÷r riskleri değerlendirmek için gerekli araçları sağlamasına yardımcı olmaktadır.

Bu gerçekler g÷z önüne alındığında, ÷lke riskinde gelecekteki değişikliklerin doğru tahminleri hayati önem taşımaktadır. Bu alışmada, T÷rkiye ve BRIC ÷lkeleri için 2004-2016 yılları arasındaki d÷nem verileri kullanılarak, ÷lke riski ve ÷lke riskine etki eden ekonomik, politik ve finansal fakt÷rler analiz edilecektir. ÷lke betasını etkileyen fakt÷rleri analiz eden çalışmalar incelendiğinde, politik etkenlerin çok fazla dahil edilmediği g÷r÷lmüştür. Bu anlamda çalışma farklılaşmıştır. Ayrıca, dışsal olarak ÷lke riskine etki edebilecek global bazı değişkenler de çalışmaya eklenerek ÷lke betası kavramı daha geniş bir çerçeveye taşınmıştır.

Buna ek olarak, ÷lke riski ve doğrudan yabancı yatırımla literatürde yakın ilişkili iki kavramdır. Bu yüzden çalışmada ÷lke riskini etkileyen ekonomik, politik ve finansal fakt÷rler ile doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişki de incelenmektedir.

#### **4.2. Çalışmanın Kısıtları**

Bu alışmada T÷rkiye'nin ÷lke riski kavramı ve ona etki eden ekonomik, politik ve finansal fakt÷rler incelenmiştir. Çalışmada kapsam açısından ve zaman açısından sınırlandırma yapılmıştır. Bunlardan ilki ÷lkeler için seçilecek olan örnekleme ile ilgilidir. Goldman Sachs'ın baş ekonomisti Jim O'Neill tarafından 2001 yılında kaleme aldığı bir alışma (Building Better Global Economic BRICs) ile literatüre giren BRIC ÷lkeleri ekonomileri son yıllarda yüksek hızda büyüyen Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin'i kapsamaktadır.

Çalışmadaki diğer bir kısıt ise zaman açısından yapılan sınırlandırma. Dünya piyasaları ve politik risk fakt÷rlerine ait verilerin kısıtlı olması nedeniyle çalışma ancak 2004-2016 yılları arasını kapsamaktadır.

### 4.3. Veri ve Model

Çalışmada, ülke riskini belirleyen faktörler ICRG tarafından kullanılan metodoloji üzerinden verilerin ulaşılabilirliği ve çeşitlendirilmesi göz önüne alınarak yeniden düzenlenmiştir. ICRG modeli tarafından kullanılan değişkenlere ek olarak, ülkelerin genel risk seviyesine etki eden dışsal faktörler olarak global değişkenler kullanılmıştır. Bu global faktörler, Verma (2014) tarafından Asya piyasaları üzerine yapılan analizde kullanılan faktörlerden derlenmiştir. ICRG modeli, 1980 yılında finansal, ekonomik ve politik riski tahmin etmeye yönelik olarak uluslararası finans ve ekonomi üzerine saygı duyulan haber bülteni “International Reports” editörleri tarafından oluşturulmuştur. Editörler, uluslararası iş operasyonlarında yatırımcıların ihtiyaç duyduğu, potansiyel risklerin derinlemesine ve kapsamlı bir analizi için istatistiksel bir model oluşturdu. Analizlerle desteklenmesi ile ülkeler arasında çeşitli risk türlerinin ölçülmesini ve karşılaştırılmasını sağlayan kapsamlı sistem ortaya çıkmıştır. Sistem, politik, ekonomik ve finansal olmak üzere üç ana risk kategorisinde gruplandırılmıştır (ICRG Methodology, 2018).

Çalışmada, Uluslararası Ülke Risk Rehberi (ICRG-International Country Risk Guide) esas alınarak çalışma özelinde bazı değişikliklerle Tablo 4.1’deki gibi hazırlanmıştır.

**Tablo 4. 1.** Politik, Ekonomik ve Finansal Risk Alt Bileşenler

<b>Ekonomik Risk</b>	<b>Finansal Risk</b>	<b>Politik Risk</b>
Kişi Başına GSYH	Dış Borç Stokları, GSMH %	Hükümet İstikrarı
GSYH Büyümesi	Dış Borç Stokları, İhracat %	Sosyoekonomik Koşullar
Yıllık Enflasyon Oranı	Cari Hesap, İhracat %	Yatırım Profili
Cari İşlemler Dengesi	Toplam Rezervler, İthalat Ay	İç Çatışma
Genel Devlet Net Borçlanma	Döviz Kuru	Dış Çatışma
Reel Faiz Oranı		Yolsuzluk
		Politikada Ordu Etkisi
		Dinsel Gerilim
		Hukuk Ve Düzen
		Etnik Gerilim
		Demokratik Sorumluluk
		Bürokrasi Kalitesi

**Kaynak:** The PRS Group, ICRG Methodology, 2018.

Politik risk faktörleri, ICRG tarafından Demokratik Düzen, Siyasi İstikrar, Hükümet Etkinliği, Düzenleyici Kalitesi, Hukuk Üstünlüğü ve Yolsuzluğun Kontrolü başlıkları altında gruplanarak puanlanmaktadır.

**Tablo 4. 2.** Politik Risk Alt Bileşenleri

<b>Politik Risk</b>	
<b>Demokratik Düzen</b>	Politikada Ordu Etkisi Demokratik Sorumluluk
<b>Siyasi İstikrar</b>	Hükümet İstikrarı İç Çatışma Dış Çatışma Etnik Gerilim
<b>Hükümet Etkinliği</b>	Bürokrasi Kalitesi
<b>Düzenleyici Kalitesi</b>	Yatırım Profili
<b>Hukuk Üstünlüğü</b>	Hukuk Ve Düzen
<b>Yolsuzluğun Kontrolü</b>	Yolsuzluk

**Kaynak:** ICRG, 2018

Ülke riskine etki eden Ekonomik, Politik ve Finansal 22 bileşenin yanında Verma (2014) 'nın ülke riskine etki eden makroekonomik faktörleri Asya piyasalarında analiz ettiği çalışmasında kullandığı global faktörlerden, G-7 ülkelerinin ağırlıklı ortalama enflasyonu, G-7 ülkelerinin ağırlıklı ortalama kısa vadeli faiz oranları, ABD faiz oranı ve ABD enflasyonu risk analizine eklenmiştir.

**Tablo 4. 3.** Ülke Riskine Etki Eden Global Faktörler

<b>Global Faktörler</b>
G-7 Ülkelerinin Ağırlıklı Ortalama Enflasyonu
G-7 Ülkelerinin Ağırlıklı Ortalama Kısa Vadeli Faiz Oranları
ABD Enflasyon Oranı

**Kaynak:** Verma R, Verma P., (2014). Country Risk and Macroeconomic Factors: Evidence from Asian Markets. Journal of Applied Business and Economics vol. 16(5).

#### **4.3.1. Politik Risk Faktörleri**

Sistemik riski etkileyen faktörlerden birisi de politik risk faktörüdür. Siyasi risk faktörlerinin ölçümü, diğer faktörlere göre daha zordur. Politik riskin doğrudan yabancı yatırımlar ve ülke riski ile ilişkisini inceleyen çalışmalar genellikle yolsuzluk düzeyini indeks olarak kullanmaktadırlar. Ancak politik riski oluşturan alt bileşenlerin etkisini de dâhil edebilmek için çalışmada kullanılacak politik riskin ana göstergesi, ICRG politik risk endeksidir. Bu endeks, ülkelerin genel politik riskini değerlendirmektedir.

Bu endeks, ülkelerin hükümet istikrarı, sosyo-ekonomik koşulları, yatırım profili, iç ve dış çatışma, politikada askeri etki, dini ve etnik gerilimler, demokratik hesap verebilirlik, bürokrasi kalitesi, yolsuzluk, hukuk ve düzenlemeler ile ilgili durumlarını bir araya getirmektedir. Politik risk endeksini oluşturan alt bileşenler ICRG Metodolojisine göre aşağıda açıklanmıştır (The PRS Group ICRG Methodology, 2018).

##### **4.3.1.1. Hükümet İstikrarı**

Hükümetin beyan edilen programlarını yerine getirme yeteneğinin ve görevde kalma yeteneğinin bir değerlendirmesidir. Risk derecesi, her biri azami 2,5 puan ve en az -2,5 puan olan üç alt bileşenin toplamıdır. 2,5 puan “Çok Düşük Risk” seviyesini ve -2,5 puan “Çok Yüksek Risk” seviyesini ifade etmektedir.

Alt bileşenler şunlardır:

- Hükümet Birliği
- Yasama Gücü
- Popüler Destek

##### **4.3.1.2. Sosyo-Ekonomik Koşullar**

Toplumda iş eylemlerini kısıtlayabilecek veya sosyal memnuniyetsizliği körükleyebilecek sosyoekonomik baskıların bir değerlendirmesidir. Risk derecesi, her biri azami 2,5 puan ve en az -2,5 puan olan üç alt bileşenin toplamıdır. 2,5 puan

“Çok Düşük Risk” seviyesini ve -2,5 puan “Çok Yüksek Risk” seviyesini ifade etmektedir.

Alt bileşenler şunlardır:

- İşsizlik
- Tüketici Güveni
- Yoksulluk

#### **4.3.1.3. Yatırım Profili**

Yatırım riskini etkileyen ve diğer politik, ekonomik, finansal risk bileşenlerinin kapsamadığı faktörlerin bir değerlendirmesidir. Risk derecesi, her biri azami 2,5 puan ve en az -2,5 puan olan üç alt bileşenin toplamıdır. 2,5 puan “Çok Düşük Risk” seviyesini ve -2,5 puan “Çok Yüksek Risk” seviyesini ifade etmektedir.

Alt bileşenler şunlardır:

- Sözleşme Geçerliliği / Kamulaştırma
- Sermayenin Geri Transferi
- Ödeme Gecikmeleri

#### **4.3.1.4. İç Çatışma**

Ülkedeki politik şiddetin ve yönetim üzerindeki güncel veya potansiyel etkisinin bir değerlendirmesidir. En yüksek puanlama, hükümete karşı silahlı veya sivil bir muhalefetin bulunmadığı ve hükümetin kendi halkına karşı doğrudan veya dolaylı olarak keyfi şiddete başvurmadığı ülkelere verilir. En düşük puanlama, devam eden bir iç savaş sürecine gömülmüş olan ülkelere verilir. Risk derecesi, her biri azami 2,5 puan ve en az -2,5 puan olan üç alt bileşenin toplamıdır. 2,5 puan “Çok Düşük Risk” seviyesini ve -2,5 puan “Çok Yüksek Risk” seviyesini ifade etmektedir.

Alt bileşenler şunlardır:

- İç Savaş / Darbe Tehdidi
- Terörizm / Siyasi Şiddet

- Sivil bozukluk

#### **4.3.1.5. Dış çatışma**

Şiddet içermeyen dış baskılardan (diplomatik baskılar, yardımın durdurulması, ticaret kısıtlamaları, toprak anlaşmazlıkları, yaptırımlar, vb.) şiddetli içeren baskılara (savaş, sınır ötesi çatışmalar) kadar, hükümetin yabancı eylemden kaynaklanan riskinin bir değerlendirmedir. Dış çatışmalar yabancı ticareti, ticaret ve yatırım yaptırımlarına, ekonomik kaynakların tahsisinde çarpıtmalara, toplum yapısındaki şiddetli değişime yönelik operasyonlara getirilen kısıtlamalar gibi birçok yönden olumsuz etkileyebilir. Risk derecesi, her biri azami 2,5 puan ve en az -2,5 puan olan üç alt bileşenin toplamıdır. 2,5 puan “Çok Düşük Risk” seviyesini ve -2,5 puan “Çok Yüksek Risk” seviyesini ifade etmektedir.

Alt bileşenler şunlardır:

- Savaş
- Sınır Ötesi Çatışma
- Yabancı Baskılar

#### **4.3.1.6. Yolsuzluk**

Politik sistem içindeki yolsuzluğun bir değerlendirmesidir. Bu tür yolsuzluk, çeşitli nedenlerden dolayı yabancı yatırım için bir tehdittir. Bunlar, ekonomik ve finansal çevreyi bozar, insanların yetenekleri yerine kayırmalar aracılığıyla güç pozisyonlarını almasını sağlayarak hükümet ve iş verimliliğini azaltır ve siyasi sürece içsel bir istikrarsızlık getirir. En yaygın yolsuzluk biçimi, doğrudan iş dünyasıyla, ithalat ve ihracat lisansları, kambiyo kontrolleri, vergi değerlendirmeleri, kredilerle bağlantılı özel ödemeler ve rüşvet talepleri şeklindeki mali yolsuzluktur. Bu tür bir yolsuzluk, işi etkili bir şekilde yürütmeyi zorlaştırabilir ve bazı durumlarda yatırımın geri çekilmesine veya durdurulmasına neden olabilir.

Öte yandan, aşırı hamilik, nepotizm, iş ayırma, gizli parti finansmanı ve politikayla iş dünyası arasındaki kuşkulu yakın ilişkiler biçimindeki güncel ya da potansiyel yolsuzluklarla daha dikkat çekicidir. Bu gizli yolsuzluk türleri, potansiyel olarak

yabancı işlere karşı daha büyük risk oluşturmaktadır. Çünkü, devlet ekonomisinde popüler hoşnutsuzluklara, gerçekçi olmayan ve verimsiz kontrollere yol açabilir ve kara pazarın gelişimini teşvik edebilirler.

#### **4.3.1.7. Politikada Ordunun Etkisi**

Ordu seçimle iş başına gelmez. Bu nedenle, siyasete katılımı, hatta çok az düzeyinde bile, demokratik hesap verebilirliğin azalmasına neden olmaktadır.

Bazı ülkelerde, askeri güç alma tehdidi seçilmiş bir hükümeti siyaseti değiştirmeye zorlayabilir veya ordunun isteklerine daha uygun olan başka bir hükümet tarafından değiştirilmesini sağlayabilir. Askeri bir darbe tehdidi, hükümetin etkin bir şekilde işleyemeyeceğinin ve bu nedenle de ülkenin yabancı işletmeler için huzursuz bir ortama sahip olduğunun bir göstergesidir.

Tam ölçekli bir askeri rejim en büyük riski oluşturmaktadır. Kısa vadede askeri rejim yeni bir istikrar sağlayabilir ve böylece iş risklerini azaltabilir. Bununla birlikte, uzun vadede risk kesinlikle artacaktır. Çünkü yönetim sistemi kısmen yozlaşacaktır ve böyle bir hükümetin devam etmesi silahlı bir muhalefet yaratacaktır.

#### **4.3.1.8. Dinsel Gerilim**

Dinsel gerginlikler, medeni hukukun yerini din hukukuna bırakmayı ve diğer dinleri siyasi ve toplumsal süreçten çıkarmayı amaçlayan tek bir dini grup tarafından toplumun veya yönetimin baskılanmasından, tek bir dini grubun yönetime hükmetme arzusundan, din özgürlüğünün bastırılmasından, bir dini grubun kendi kimliğini ifade etme ve ülke bütününden ayrılma arzusundan kaynaklanabilmektedir.

#### **4.3.1.9. Hukuk ve Düzen**

“Hukuk ve Düzen” tek bir bileşen oluşur, ancak iki unsuru ayrı ayrı değerlendirilir. Her bir öge 0-3 arasında değerlendirilmektedir. “Hukuk” unsurunu değerlendirmek için, hukuk sisteminin gücü ve tarafsızlığı göz önünde bulundurulurken, “Düzen” unsuru, yasanın halkın gözetimi ile ilgili bir değerlendirilmedir.

#### **4.3.1.10. Etnik Gerilim**

Bu bileşen, ırksal, milli veya dilsel bölünmelere atfedilebilecek bir ülke içindeki gerilim derecesinin bir değerlendirmesidir. Gerilimin yüksek olduğu, karşıt grupların anlaşmaya yatkın olmadığı ülkelere düşük skorlar verilir.

#### **4.3.1.11. Demokratik Sorumluluk**

Hükümetin halkına ne kadar duyarlı olduğunun bir ölçüsüdür. Daha az duyarlı olması durumunda hükümetin demokratik bir toplumda barışçıl bir şekilde düşmesi beklenebilir. Ancak demokratik olmayan bir toplumda muhtemelen şiddet içeren bir şekilde düşmesi beklenmektedir.

Puanlama, söz konusu ülkenin sahip olduğu yönetim türüne göre yapılmaktadır.

- Alternatif Demokrasi
- Hâkim Demokrasi
- Gerçek tek parti devleti
- Mutlak Tek Parti Devleti
- Monarşi

Genel olarak, en yüksek değerlendirme puanı (en düşük risk), “Alternatif Demokrasi” yönetimlere verilirken, en düşük değerlendirme puan (en yüksek risk), “Monarşi” yönetimlere verilmektedir.

#### **4.3.1.12. Bürokrasi Kalitesi**

Bürokrasinin kurumsal gücü ve kalitesi, hükümetler değiştiğinde politika revizyonlarını en aza indirgeyen bir başka şok engelleyicidir. Bu nedenle, bürokrasinin hükümet politikalarında ya da hükümet hizmetlerinde kesinti yapılmaksızın ciddi değişikliklere yol açmadan idare etme gücü ve uzmanlığına sahip olduğu ülkelere yüksek puanlar verilmektedir. Düşük riskli ülkelerde, bürokrasi politik baskıdan bağımsız bir şekilde otonom olmaya ve işe alım ve eğitim için yerleşik bir mekanizmaya sahip olma eğilimindedir.



## **4.3.2. Ekonomik Risk Faktörleri**

### **4.3.2.1. Kişi Başı GSYH**

Kişi başına düşen yüksek gelirli ülkelerin hükümetleri genellikle düşük riskli bir değerlendirmeye sahiptir. Kişi başına düşen gelir, normal olarak, belirli bir ülkenin genel ekonomik ve kurumsal gelişim düzeyinin iyi bir göstergesi olarak kabul edilir. Zengin ülke hükümetleri, olumsuz dönemlerde sıkı politikalar benimsemek için daha fazla esnekliğe sahiptir (Canuto, 2012).

### **4.3.2.2. GSYH Büyüme**

GSYH genel olarak ekonomik refahın, ülkenin yaşam standardının veya üretkenliğinin bir göstergesi olarak kullanılır. GSYH büyümesi enflasyona göre ayarlandığında, reel GSYİH büyümesini elde edersiniz, bu da ülkenin ekonomik büyümesini ölçmek (veya gerilemek) için kullanılacak servetle ilgili bir kavramdır.

Martinez-Zarzoso'nun (2003) yaptığı çalışmada, ev sahibi ülkedeki yüksek seviyedeki büyümenin, yatırımcıların güven düzeyini artıran yüksek bir üretim düzeyine işaret ettiği sonucuna varılmıştır. Öte yandan, Martinez-Zarzoso ve Nowak-Lehmann'ın (2004) yaptığı araştırmalar, ülkedeki yüksek gelirin de o ülkeye yatırım yapmak için yabancı yatırımcı ilgisini çekeceğini ileri sürmüşlerdir.

### **4.3.2.3. Enflasyon**

Enflasyon oranları, kurumlar tarafından mali ve parasal politikaların tutarlılığı ve belirli bir ülkenin finansal, politik ve kurumsal istikrarının en iyi barometreleri arasında sayılmaktadır (Canuto, 2012).

Erb (1996b) model ülke riski analiz modelini, 1979- 1995 döneminde 21 gelişmiş ve 26 yükselen piyasa için ülkenin kredi notunun bir fonksiyonu olarak genişletmiştir. Bir ülkenin kredi notunu eş zamanlı olarak etkileyen başlıca faktörlerin politik risk, enflasyon, döviz kuru değişkenliği ve kontrolü, endüstriyel portföy, ekonomik canlılık ve küresel ekonomik şoklara duyarlılık olduğunu gözlemlemişlerdir.

Awan ve uzZaman (2010), çalışmasında enflasyon oranlarının Pakistan'daki doğrudan yabancı yatırım girişlerinin olumlu etkilerine neden olduğunu ortaya koymuştur.

#### **4.3.2.4. Cari Hesap Dengesi, GSYH %**

Cari hesap, mal ve hizmet ihracatının değeri ile mal ve hizmet ithalatının değeri arasındaki fark olarak ifade edilebilir. Bir açık, ülkenin ihracatta olduğundan daha fazla mal ve hizmet ithal ettiği anlamına gelir. Ancak cari hesap aynı zamanda net gelir (faiz ve temettüer gibi) ve genellikle toplamın küçük bir kısmı olan yurtdışından (yabancı yardımlar gibi) transferleri de içerir. Cari hesap aynı zamanda ulusal (hem kamu hem de özel) tasarruf ve yatırım arasındaki fark olarak ifade edilebilir. Bir cari hesap açığı, yatırımla ya da yüksek bir yatırım oranıyla ya da her ikisiyle ilgili olarak düşük bir ulusal tasarruf düzeyini yansıtabilir.

Büyük cari açıklar bir ekonomi için çeşitli riskler doğurmakta ve ekonomik krizin ya da dalgalanmaların etkisinin derinleşmesine neden olabilmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkeler için cari işlemler açığı, ekonomideki istikrarsızlığın temel nedenlerinden biri sayılmaktadır.

#### **4.3.2.5. Genel Devlet Net Borç Verme / Borçlanma, GSYH %**

Net borç verme / borçlanma, toplam harcamadan gelir çıkartılarak hesaplanır. Bu denge, genel devlet faaliyetlerinin ekonominin geri kalanı ve yerleşik olmayanlar üzerindeki mali etkisinin bir göstergesi olarak görülebilir.

Yüksek düzeydeki hükümet borçlanması potansiyel olarak bazı sorunlar içerir. Yüksek borç faiz ödemeleri, gelecekteki vergileri arttırma ihtiyacı, özel sektörün dışlanması ve enflasyonist baskılara neden olabilir. Ancak durgunluk dönemlerinde ve yatırım amaçlı borçlanmalar avantaj sağlayabilmektedir. Kısa vadede bu borçlanma durumu bir açığa neden olabilir, ancak üretkenliği artırır ise, gelecekte daha yüksek bir ekonomik büyüme ve daha fazla vergi geliri sağlayacaktır.

Keynes'e göre devlet borçlanmasını durgunlukta daha yüksek olmaktadır. Keynes durgunlukta firmaların yatırımlarını keseceğini ve hane halkının harcamalarını azaltacağını öngörmüştür. Bu, özel sektör tasarrufunda artışa ve kullanılmayan kaynaklarda artışa neden olur.

#### **4.3.2.6. Reel Faiz Oranı**

Reel faiz oranı, bir yatırımcının, borçlunun enflasyonu ayırdıktan sonra aldığı (veya almayı beklediği) faiz oranıdır.

Faiz oranı yatırımın geri dönüşüdür. Yatırımcı, yatırımlarını düşük faiz oranlarından yüksek faiz oranına yönlendirecektir. Çünkü yüksek getiri arayan yabancı yatırımcılara teşvik sağladığı için yüksek faiz oranı doğrudan yabancı yatırımlara neden olabilir (Anna, 2012).

Faiz oranı riski, bir yatırımın değerinin, mutlak faiz oranlarındaki değişimden, iki oran arasındaki farktan, getiri eğrisi değişiminden veya faiz oranı ilişkisinden dolayı değişmesi riskidir.

#### **4.3.3. Finansal Risk Faktörleri**

##### **4.3.3.1. Dış Borç Stokları, GSMH %**

Abell ve Kruger (1989) çalışmasında betayı etkileyen makroekonomik faktörleri analiz etmişlerdir. 1980-1986 dönemine ait 17 endüstriyi içeren aylık verileri kullandıkları analizde, faiz oranı, bütçe açıkları, dış ticaret açığı, enflasyon ve petrol fiyatlarının önemli ölçüde betayı etkileyen makroekonomik faktörler arasında yer aldığı sonucuna ulaşmışlardır.

##### **4.3.3.2. Dış Borç Stokları, İhracat %**

Jayachandran ve Seilan (2010), 1970-2007 döneminde Hindistan'ın ithalat ve ihracat, doğrudan yabancı yatırımlar ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır.

Araştırma, ithalat, ihracat ve ekonomik büyümenin doğrudan yabancı yatırım girişleriyle olumlu bir ilişki içinde olduğu sonucuna varmıştır.

#### **4.3.3.3. Cari Hesap, İhracat %**

Majeed ve Eatazaz (2009), çalışmalarında 1970-2008 dönemi için 72 gelişmekte olan ülkeden panel verilerini kullanmıştır. Araştırma sonuçları, ödeme dengesi ve enflasyonun doğrudan yabancı yatırım girişlerine olumsuz etkide bulunduğunu ortaya koymaktadır. Ticaret açığı genellikle doğrudan yabancı yatırımların önemli belirleyicisi olarak ifade edilir. Yüksek üretim seviyelerine ve ihracat kapasitesine işaret ettiği için, ticaret fazlası doğrudan yabancı yatırım çekmekte olumludur (Chakrabarti, 2001).

#### **4.3.3.4. Toplam Rezervler, İthalat Ay**

Uluslararası rezervler ekonominin sağlığını yansıtır. Daha yüksek uluslararası rezervler, yatırımcıların doğrudan yabancı yatırımların artışına yol açan güvenlerini artırmaktadır (Anna, 2012).

#### **4.3.3.5. Döviz Kuru**

Gangemi vd. (2000), dış borçların Avusturalya'nın ülke riskine etkisini incelemek için bir dizi ekonomik değişkeni araştırmışlardır. Değişken seti olarak Avustralya'nın net yurtdışı borçlanması, 90 gün vadeli banka bonusu, on yıllık Hazine bonusu, yün fiyatı, ticaret ağırlıklı endeksi, üretici fiyat endeksi, perakende ticareti, cari işlemler dengesi ve para arzını kullanmışlardır. Çalışmanın sonucunda, döviz kurunun Avustralya'nın ülke betası üzerinde önemli bir etkisi olan tek makroekonomik faktör olduğunu gözlemlemişlerdir.

#### **4.3.4. Global Risk Faktörleri**

##### **4.3.4.1. G-7 Ülkelerinin Ağırlıklı Ortalama Enflasyonu**

Verma (2014) çalışmasında, küresel faktörler arasında, ABD Doların fiyatının ülke riski üzerinde önemli olumlu etkilere sahip olduğunu ortaya koymuştur. Buna ek olarak, Dolar/Euro, reel faiz oranları ve G-7 ülkelerinin enflasyonu faktörlerinin tüm

vakalarda ülke beta üzerinde önemli bir olumsuz etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşmıştır.

#### 4.3.4.2. G-7 Ülkelerinin Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranları

Verma ve Soydemir (2006), hem yerel hem de global faktörlerin Meksika, Brezilya, Arjantin ve Şili'nin ülke riski üzerinde nispeten farklı etkileri olduğunu bulmuştur. Buna göre, G-7 ülkelerinin reel faiz oranları ve enflasyon oranlarının ülke betası üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi vardır.

#### 4.3.4.3. ABD Enflasyon Oranı

Enflasyon, ekonomi üzerinde derin bir etki yaratabileceğinden, anlaşılması için çok önemli olan başka bir riski temsil etmektedir. Bu anlamda piyasaları en çok etkileyen enflasyon verisi ABD tarafından belirtilir. Çünkü yatırım araçlarının değeri ABD Doları olarak belirlenmektedir ve yatırımların çoğu ABD Doları olarak yapılmaktadır. ABD enflasyon oranları, uluslararası yatırımların akış yönüne etki yapması beklenmektedir.

#### 4.3.5. Model

Bu çalışmada, ülke riskini ölçmek için standart ülke beta piyasa modelini kullanmaktadır. Bu model, Gangemi (2000), Wdowinski (2004), Andrade ve Teles (2004), Verma ve Soydemir (2006), Verbenik (2011), Basu (2011), Özdemir (2015)'in de çalışmalarında kullandığı gibi zamanla değişen bir beta modelidir.

Denklem olarak aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir:

$$R_{\text{ülke portföyü}} = a + \beta R_{\text{dünya portföyü}} + e_t \quad (1)$$

$$R_{\text{ülke portföyü},t} = \text{Ülke Getirisi}$$

$$a \& \beta = \text{Parametreler}$$

$$\beta R_{\text{dünya portföyü},t} = \text{Küresel Hisse Senedi Endeksi}$$

$$e_t = \text{Rastgele Hata Terimi}$$

Beta ( $\beta$ ), iç ve dış makroekonomik faktörlerin etkilendiği, Türkiye ve BRIC ülkeleri için ülke riskini ölçmede temel gösterge olarak kullanılmaktadır. Beta( $\beta$ ) temel ülke

riski göstergesi olarak artması, genel olarak düşünüldüğünde CAPM (Capital Asset Pricing Model)'de ülke riski ve dolayısıyla yerli hisse senetlerine ilişkin gerekli (veya beklenen) getiri oranı küresel hisse senetlerine göre artar.

Analiz için seçilen örnek dönem, ulusal borsaları etkileyen küresel mali krizi içermektedir. Şekil 4.1'de görüldüğü gibi 2008 krizinin ülke betası üzerine potansiyel etkisini hesaba katmak için bir kriz kuklası (Dc) eklendi (Özdemir, 2015).

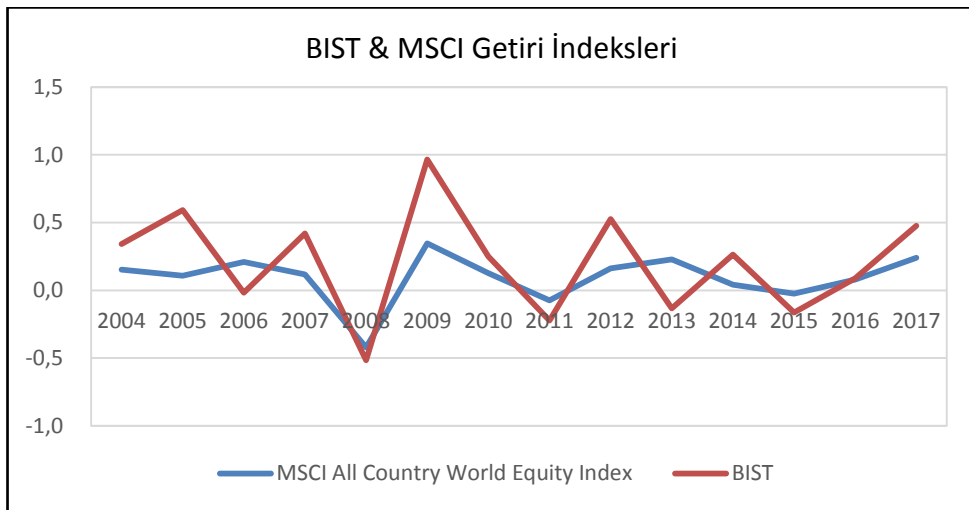
$$R_{\text{ülke portföyü}} = a + \beta R_{\text{dünya portföyü}} + DcR_{\text{dünya portföyü}} + e_t \quad (2)$$

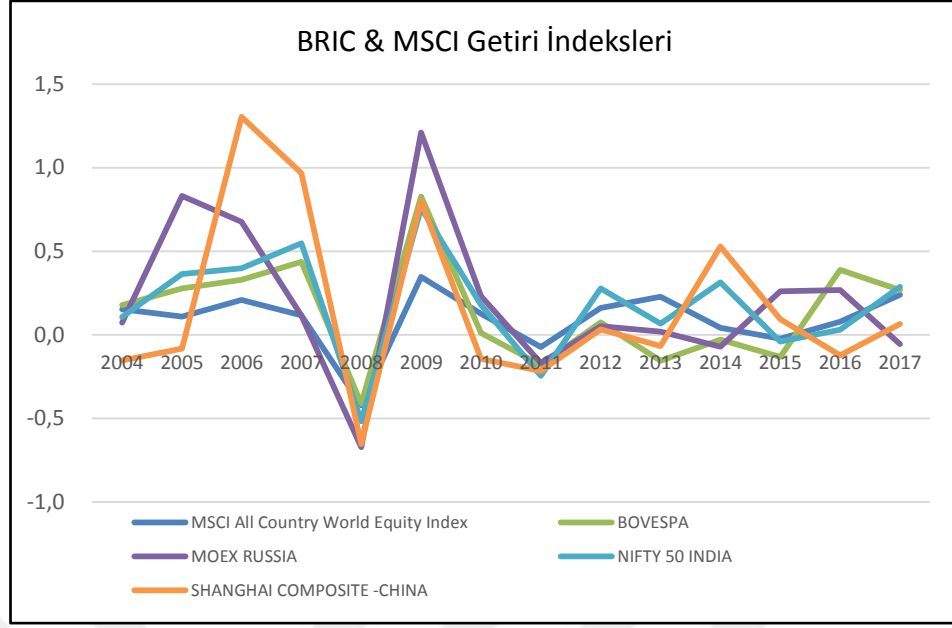
Küresel hisse senedi endeksi olarak, 23 Gelişmiş ve 24 Gelişmekte olan pazarı kapsayan MSCI ACWI kullanılmıştır. Endeks 2,493 bileşenle, küresel yatırım sermayesi setinin yaklaşık %85'ini kapsamaktadır.

**Tablo 4. 4.** MSCI ACWI Endeks Özellikleri

<i>MSCI ACWI</i>	
<i>Bileşenlerinin Sayısı</i>	2.493
<b>İndeks</b>	<b>Pazar (Milyon ABD Doları)</b>
<b>En Büyük</b>	45.538.363,76
<b>En Küçük</b>	848.496,40
<b>Ortalama</b>	336,27
<b>Medyan</b>	18.266,49
	7.353,33

**Kaynak:** MSCI ACWI





**Şekil 4. 1.** Türkiye Ve Dünya Hisse Senedi Endeksleri Zaman Serisi  
**Kaynak:** Msci World Index/[https://www.msci.com/ World](https://www.msci.com/World), 2018

Fama ve French (1989), Mc-Queen ve Roley (1993), Ferson ve Harvey (1991), Jaganathan ve Wang (1996) tarafından yürütülen çalışmalar, hisse senedi getirilerinin iş döngüsü ile yakından ilişkili olduğunu ve bu faaliyetlerin makroekonomik değişkenlerden etkilendiğini belirtmiştir (Adnan, 2015).

Bu çerçevede, yurtiçi getirileri ile küresel getirileri arasındaki ilişkinin makroekonomik değişkenlerle güçlü bir şekilde ilişkili olması ve sonuç olarak da söz konusu parametrenin beta seviyesinin makroekonomik şoklara bir cevap olarak önemli ölçüde değişmesi beklenmektedir (Özdemir, 2015).

Bu kapsamda, zamanla değişen bir beta riski şu şekilde ifade edilebilir:

$$B_t = b_0 + \sum_{i=1}^N b_i E_{it} + U_t \quad (3)$$

$b_0$  ve  $b_i$  = Tahmin edilecek parametreler

$E_{it}$  = t zamanında betayı etkileyen ekonomik risk faktörü

$U_t$  = Bağımsız ve özdeş olarak dağıtılmış rastgele bozukluk terimi

Borsa getirileri ile risk arasındaki ilişkiyi modellemede ilgili literatürde çeşitli göstergeler ve faktörler kullanılmıştır. Bu çalışmada, beta üzerine etki edecek

potansiyel değişkenler ekonomik, finansal, politik ve global faktörler olarak gruplanmıştır.

Bu değişkenler Tablo 4.5’de belirtilmiştir.

**Tablo 4. 5.** Betayı Etkileyebilecek Potansiyel Faktörler

<b>Betayı Etkileyebilecek Potansiyel Faktörler</b>		
<b>Faktör</b>	<b>Simge</b>	<b>Kaynak</b>
<i>Kişi Başına GSYH</i>	<i>GDPPC</i>	<i>WB</i>
<i>GSYH Büyümesi</i>	<i>GDPGRWT</i>	<i>WB</i>
<i>Yıllık Enflasyon Oranı</i>	<i>INF</i>	<i>WB</i>
<i>Cari İşlemler Dengesi, GSYH %</i>	<i>CABGDP</i>	<i>WB</i>
<i>Genel Devlet Net Borçlanma, GSYH %</i>	<i>GGDBTGDP</i>	<i>IMF</i>
<i>Reel Faiz Oranı</i>	<i>RIR</i>	<i>FRED</i>
<i>Dış Borç Stokları, GSMH %</i>	<i>EXTDBTGNP</i>	<i>WB</i>
<i>Dış Borç Stokları, İhracat %</i>	<i>EXTDBTEXP</i>	<i>WB</i>
<i>Cari Hesap, İhracat %</i>	<i>CAEXP</i>	<i>WB</i>
<i>Toplam Rezervler, İhracat Ay</i>	<i>TRIMP</i>	<i>WB</i>
<i>Döviz Kuru</i>	<i>EXG</i>	<i>WB</i>
<i>Demokratik Düzen</i>	<i>VA</i>	<i>ICRG</i>
<i>Siyasi İstikrar</i>	<i>PV</i>	<i>ICRG</i>
<i>Hükümet Etkinliği</i>	<i>GE</i>	<i>ICRG</i>
<i>Düzenleyici Kalitesi</i>	<i>RQ</i>	<i>ICRG</i>
<i>Hukuk Üstünlüğü</i>	<i>RL</i>	<i>ICRG</i>
<i>Yolsuzluğun Kontrolü</i>	<i>CC</i>	<i>ICRG</i>
<i>G-7 Ülkelerinin Ağırlıklı Ortalama Enflasyonu</i>	<i>G7INF</i>	<i>WB</i>
<i>G-7 Ülkelerinin Ağırlıklı Faiz Oranları</i>	<i>G7INT</i>	<i>WB</i>
<i>ABD Enflasyon Oranı</i>	<i>USAINF</i>	<i>WB</i>

**Kaynak:** Tarafımızdan hazırlanmıştır.

Böylece, zamanla değişen ülke betası modeli aşağıdaki gibi ifade edilebilir.

$$B_t = b_0 + b_1GDPPC_t + b_2GDPGRWT_t + b_3INF_t + \dots + b_{19}G7INT_t + b_{20}USAINF_t \quad (4)$$

Ancak, denklemde temsil edilen beta zamanı denklemi (4) beta doğrudan gözlemlenemediği için tahmin edilemez. Bununla birlikte, formun genel bir zamanla değişen beta pazar modelinden yararlanılabilir.

$$R_{\text{ülke portföyü}} = \sigma + \beta R_{\text{dünya portföyü}} + e_t \quad (1)$$

Bu çerçevede, şimdi denklem (1)'i denklem (4)'e kullanabiliriz. Buna göre;



$$R_{i,t} = a + b_0 r_{w,t} + b_1 GDP_{PCtrw,t} + b_2 GDP_{GRWTtrw,t} + b_3 INF_{trw,t} + \dots + b_{20} USAIN_{trw,t} + b_{21} D_{trw,t} \quad (5)$$

Denklem (5) tamamen gözlemlenebilir değişkenler içerdęi için, denklem (4) dolaylı olarak tahmin edilebilir.

Bu çalışmada, örnek dönem yıllık olarak 2004-2016 arası periyodu kapsamaktadır.



## BEŞİNCİ BÖLÜM

### METODOLOJİ VE BULGULAR

#### 5.1. PCA

Literatürde ülke riskini beta hesaplamalarıyla ölçen çalışmaların çoğu, ülke riskine yani betaya etki eden makroekonomik değişkenleri incelemek için birkaç gösterge kullanmaktırlar. Birçok farklı göstergeyi aynı denklem içinde modellemek veya her bir değişkeni ayrı ayrı modellemek yerine bu değişkenlerin toplam etkisini ölçmeye çalışmak daha anlamlı olabilmektedir.

Temel Bileşenler Analizi (PCA) büyük bir değişken kümesini hala büyük kümedeki bilgilerin çoğunu içeren küçük bir kümeye indirgemek için kullanılabilir bir boyut küçültme aracıdır. Temel Bileşenler Analizi, verideki kalıpları tanımlamanın, verileri benzerliklerini ve farklılıklarını vurgulayacak şekilde ifade etmenin bir yoludur. PCA, orijinal kümenin en farklı varyasyonlarını hesaba katan daha küçük bir doğrusal kombinasyon seti elde etmek için birbiriyle ilişkili değişkenlerin doğrusal dönüşümünü kullanan istatistiksel bir tekniktir (Kaddour ve William, 2014)

Temel bileşen analizi (PCA) merkezi fikri, veri kümesinde var olan varyasyonun mümkün olduğunca korunmasını sağlarken, çok sayıda birbiriyle ilişkili değişkenden oluşan bir veri kümesinin boyutsallığını azaltmaktır (Wood, 2009).

Temel bileşenler analizi, orijinal p değişkenlerinden oluşan veri setini, daha az sayıda ve bu değişkenlerin doğrusal bileşenleri olan yeni değişkenlerle ifade etme

yöntemidir. Yani, aralarında korelasyon bulunan p sayıda değişkenin açıkladığı yapıyı, aralarında korelasyon bulunmayan ve sayıca orijinal değişken sayısından daha az sayıda ( $k < p$ ) orijinal değişkenlerin doğrusal bileşenleri olan k tane değişkenle ifade etme yöntemine temel bileşenler analizi denir (Johnson ve Wichern, 2002).

PCA, bir veri azaltma tekniği olarak da görülebilir. Örneğin,  $X_1, X_2, X_3, \dots, X_p$  gibi değişkenlerin olduğu bir veri setinde PCA uygulaması p adet yeni değişken oluşturabilir. Bunlardan,  $PC_1, PC_2, \dots, PC_p$  temel bileşen,  $b_s$  ise temel bileşen katsayılarıdır (Kaddour ve William, 2014).

Temel bileşenler aşağıdaki gibi ifade edilebilir:

$$PC_1 = b_{11}X_1 + \dots + b_{1p}X_p = Xb_1$$

$$PC_p = b_{p1}X_1 + \dots + b_{pp}X_p = Xb_p$$

*Ya da genel kural olarak,*

$$PC = Xb$$

Tablo 5.1 PCA yönteminden elde edilen her bir değişkenin ağırlıklarını göstermektedir.

**Tablo 5. 1.** PCA Yönteminden Elde Edilen Ağırlıklar

ÜLKE	EKONOMİK GÖSTERGELER	AĞIRLIK
Brezilya	<i>Kişi Başına GSYH</i>	-0,542541181
	<i>GSYH Büyümesi</i>	0,307490066
	<i>Yıllık Enflasyon Oranı</i>	-0,277837013
	<i>Cari İşlemler Dengesi, GSYH %</i>	0,536561802
	<i>Reel Faiz Oranı</i>	0,435416125
	<i>Genel Devlet Net Borçlanma, GSYH %</i>	0,23752842
Rusya	<i>Kişi Başına GSYH</i>	-0,385855093
	<i>GSYH Büyümesi</i>	0,40874845
	<i>Yıllık Enflasyon Oranı</i>	0,422243329
	<i>Cari İşlemler Dengesi, GSYH %</i>	0,394403771
	<i>Reel Faiz Oranı</i>	-0,419662302
	<i>Genel Devlet Net Borçlanma, GSYH %</i>	0,417229361
Hindistan	<i>Kişi Başına GSYH</i>	-0,114809472
	<i>GSYH Büyümesi</i>	0,290286791
	<i>Yıllık Enflasyon Oranı</i>	-0,509495361
	<i>Cari İşlemler Dengesi, GSYH %</i>	0,516531688
	<i>Reel Faiz Oranı</i>	0,513834726
	<i>Genel Devlet Net Borçlanma, GSYH %</i>	0,334866737
Çin	<i>Kişi Başına GSYH</i>	-0,432782152
	<i>GSYH Büyümesi</i>	0,437774371
	<i>Yıllık Enflasyon Oranı</i>	0,438936984
	<i>Cari İşlemler Dengesi, GSYH %</i>	0,380855065
	<i>Reel Faiz Oranı</i>	-0,404128171
	<i>Genel Devlet Net Borçlanma, GSYH %</i>	0,346435237
Türkiye	<i>Kişi Başına GSYH</i>	-0,544738098
	<i>GSYH Büyümesi</i>	-0,041052152
	<i>Yıllık Enflasyon Oranı</i>	0,391857332
	<i>Cari İşlemler Dengesi, GSYH %</i>	0,296666763
	<i>Reel Faiz Oranı</i>	0,596786967
	<i>Genel Devlet Net Borçlanma, GSYH %</i>	-0,322268685

<b>ÜLKE</b>	<b>FİNANSAL GÖSTERGELER</b>	<b>AĞIRLIK</b>
<i>Brezilya</i>	<i>Döviz Kuru</i>	<i>0,549367358</i>
	<i>Dış Borç Stokları, GSMH %</i>	<i>0,528820075</i>
	<i>Dış Borç Stokları, İhracat %</i>	<i>0,56620542</i>
	<i>Cari Hesap, İhracat %</i>	<i>-0,041733136</i>
	<i>Toplam Rezervler, İhracat Ay</i>	<i>0,310184787</i>
<i>Rusya</i>	<i>Döviz Kuru</i>	<i>0,533618691</i>
	<i>Dış Borç Stokları, GSMH %</i>	<i>0,505864254</i>
	<i>Dış Borç Stokları, İhracat %</i>	<i>0,598091342</i>
	<i>Cari Hesap, İhracat %</i>	<i>-0,266625994</i>
	<i>Toplam Rezervler, İhracat Ay</i>	<i>0,174784941</i>
<i>Hindistan</i>	<i>Döviz Kuru</i>	<i>0,585224763</i>
	<i>Dış Borç Stokları, GSMH %</i>	<i>0,594785067</i>
	<i>Dış Borç Stokları, İhracat %</i>	<i>0,383164528</i>
	<i>Cari Hesap, İhracat %</i>	<i>-0,116317256</i>
	<i>Toplam Rezervler, İhracat Ay</i>	<i>-0,378679206</i>
<i>Çin</i>	<i>Döviz Kuru</i>	<i>-0,407315328</i>
	<i>Dış Borç Stokları, GSMH %</i>	<i>0,496843566</i>
	<i>Dış Borç Stokları, İhracat %</i>	<i>0,557623608</i>
	<i>Cari Hesap, İhracat %</i>	<i>-0,523130332</i>
	<i>Toplam Rezervler, İhracat Ay</i>	<i>0,051295828</i>
<i>Türkiye</i>	<i>Döviz Kuru</i>	<i>0,473295045</i>
	<i>Dış Borç Stokları, GSMH %</i>	<i>0,516693893</i>
	<i>Dış Borç Stokları, İhracat %</i>	<i>0,49157722</i>
	<i>Cari Hesap, İhracat %</i>	<i>0,285423431</i>
	<i>Toplam Rezervler, İhracat Ay</i>	<i>0,431166468</i>

ÜLKE	POLİTİK GÖSTERGELER	AĞIRLIK
Brezilya	<i>Demokratik Düzen</i>	0,22805579
	<i>Siyasi İstikrar</i>	0,453757694
	<i>Hükümet Etkinliği</i>	0,354891911
	<i>Düzenleyici Kalitesi</i>	0,565345379
	<i>Hukuk Üstünlüğü</i>	0,222404385
	<i>Yolsuzluğun Kontrolü</i>	0,497058482
Rusya	<i>Demokratik Düzen</i>	-0,51682499
	<i>Siyasi İstikrar</i>	0,438829179
	<i>Hükümet Etkinliği</i>	0,360609294
	<i>Düzenleyici Kalitesi</i>	-0,510247125
	<i>Hukuk Üstünlüğü</i>	0,286106815
	<i>Yolsuzluğun Kontrolü</i>	-0,260907227
Hindistan	<i>Demokratik Düzen</i>	0,252386411
	<i>Siyasi İstikrar</i>	0,342916172
	<i>Hükümet Etkinliği</i>	0,353389629
	<i>Düzenleyici Kalitesi</i>	0,50803172
	<i>Hukuk Üstünlüğü</i>	0,41402883
	<i>Yolsuzluğun Kontrolü</i>	0,514110171
Çin	<i>Demokratik Düzen</i>	-0,126800191
	<i>Siyasi İstikrar</i>	-0,162842662
	<i>Hükümet Etkinliği</i>	0,537537222
	<i>Düzenleyici Kalitesi</i>	-0,357674489
	<i>Hukuk Üstünlüğü</i>	0,489887701
	<i>Yolsuzluğun Kontrolü</i>	0,548212289
Türkiye	<i>Demokratik Düzen</i>	0,498152727
	<i>Siyasi İstikrar</i>	0,484357034
	<i>Hükümet Etkinliği</i>	0,242246065
	<i>Düzenleyici Kalitesi</i>	0,175204142
	<i>Hukuk Üstünlüğü</i>	0,495122653
	<i>Yolsuzluğun Kontrolü</i>	0,427452962

**Kaynak:** Tarafımızdan hazırlanmıştır.

Ekonomik, finansal ve politik göstergelere ait indeksler elde edildikten sonra ekonomik, finansal ve politik göstergeler yerine ikame edilince aşağıdaki denklemlere ulaşılmıştır.

$$R_{i,t} = B_0 + B_1 r_{w,t} + B_2 GDP_{i,t} + B_3 INF_{i,t} + B_4 Ekonomik İndeks_{i,t} + B_5 D_t + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

$$R_{i,t} = X_0 + X_1 r_{w,t} + X_2 GDP_{i,t} + B_3 INF_{i,t} + X_4 Finansal İndeks_{i,t} + X_5 D_t + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

$$R_{i,t} = Y_0 + Y_1 r_{w,t} + Y_2 GDP_{i,t} + Y_3 INF_{i,t} + Y_4 Politik İndeks_{i,t} + Y_5 D_t + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

(6) nolu denklemde, B1 dünya getiri oranının, B2 GSYH'nin, B3 enflasyonun, B4 Ekonomik İndeksin ülke getiri oranına etkisini göstermektedir.

(7) nolu denklemde, X1 dünya getiri oranının, X2 GSYH'nin, X3 enflasyonun, X4 Finansal İndeksin ülke getiri oranına etkisini göstermektedir.

(8) nolu denklemde, Y1 dünya getiri oranının, Y2 GSYH'nin, Y3 enflasyonun, Y4 Politik İndeksin ülke getiri oranına etkisini göstermektedir.

## 5.2. Regresyon Tahmini

Geleneksel rasgele veya sabit efekt tekniklerine dayanan panel modelleri genellikle küçük T ve büyük N panellere odaklanır ve eğim katsayılarının homojenliğini varsayar. Heterojen eğim katsayılarının kullanıldığı Ortalama Grup tahmincisi (MG), Pesaran ve Smith (1995) tarafından dinamik rastgele katsayılı modelle karşı önerilmiştir.

Pesaran ve Smith (1995) tarafından geliştirilen Ortalama Grup Tahmincisi (MG), eğim parametresininve hata varyansının birimlere göre değişmesine izin vererek heterojenliği dikkate almaktadır.

Tablo 5,2'de Ortalama Grup Tahmincisi (MG) kullanılarak denklem (6), (7) ve (8) için değişkenlerin ülke getirisi üzerindeki etkisinin ölçüldüğü model sonuçları gösterilmektedir.

**Tablo 5. 2. MG Tahmincisi Sonuçları**

<b>Grup</b>	<b>Değişken</b>	<b>Denklem 6</b>	<b>(p-value)</b>
<i>Havuzlanmış Panel</i>	<i>msci</i>	0,8633	0,043
	<i>gdp</i>	2,6535	0,003
	<i>inflation</i>	0,1499	0,403
	<i>dummy</i>	-0,1338	0,263
	<i>economicindex</i>	0,0009	0,276
	<i>cons</i>	-8,2157	0,025
<i>Brezilya</i>	<i>msci</i>	0,0646	0,120
	<i>gdp</i>	2,9756	0,850
	<i>inflation</i>	-0,5334	-1,900
	<i>dummy</i>	-0,1227	-0,810
	<i>economicindex</i>	0,0000	0,190
	<i>cons</i>	-6,9873	-0,510
<i>Rusya</i>	<i>msci</i>	0,4739	0,363
	<i>gdp</i>	5,4682	0,000
	<i>inflation</i>	0,3064	0,180
	<i>dummy</i>	-0,4832	0,005
	<i>economicindex</i>	0,0001	0,004
	<i>cons</i>	-19,9768	0,000
<i>Hindistan</i>	<i>msci</i>	0,7973	0,038
	<i>gdp</i>	2,8477	0,001
	<i>inflation</i>	0,3450	0,001
	<i>dummy</i>	0,0084	0,911
	<i>economicindex</i>	0,0040	0,030
	<i>cons</i>	-6,9709	0,001
<i>Çin</i>	<i>msci</i>	2,5050	0,002
	<i>gdp</i>	2,0648	0,091
	<i>inflation</i>	0,1469	0,547
	<i>dummy</i>	0,2133	0,243
	<i>economicindex</i>	0,0003	0,085
	<i>cons</i>	-10,0232	0,012
<i>Türkiye</i>	<i>msci</i>	0,4759	0,409
	<i>gdp</i>	-0,0890	0,920
	<i>inflation</i>	0,4845	0,325
	<i>dummy</i>	-0,2847	0,049
	<i>economicindex</i>	-0,0001	0,009
	<i>cons</i>	2,8796	0,281



<b>Grup</b>	<b>Değişken</b>	<b>Denklem 7</b>	<b>(p-value)</b>
<i>Havuzlanmış Panel</i>	<i>msci</i>	0,8593	0,003
	<i>gdp</i>	1,5846	0,000
	<i>inflation</i>	-0,0860	0,623
	<i>dummy</i>	-0,1295	0,001
	<i>financialindex</i>	-0,0036	0,195
	<i>cons</i>	-4,1132	0,000
<i>Brezilya</i>	<i>msci</i>	0,0475	0,940
	<i>gdp</i>	2,3584	0,011
	<i>inflation</i>	-0,5866	0,225
	<i>dummy</i>	-0,1133	0,435
	<i>financialindex</i>	0,0002	0,929
	<i>cons</i>	-4,4956	0,171
<i>Rusya</i>	<i>msci</i>	0,8731	0,261
	<i>gdp</i>	1,6406	0,142
	<i>inflation</i>	0,0608	0,849
	<i>dummy</i>	-0,2312	0,293
	<i>financialindex</i>	0,0004	0,846
	<i>cons</i>	-5,7700	0,147
<i>Hindistan</i>	<i>msci</i>	1,2070	0,003
	<i>gdp</i>	1,2880	0,003
	<i>inflation</i>	0,2092	0,141
	<i>dummy</i>	0,0061	0,948
	<i>financialindex</i>	-0,0032	0,386
	<i>cons</i>	-3,3192	0,001
<i>Çin</i>	<i>msci</i>	1,7049	0,009
	<i>gdp</i>	1,0197	0,005
	<i>inflation</i>	0,2974	0,046
	<i>dummy</i>	-0,1567	0,388
	<i>financialindex</i>	-0,0142	0,001
	<i>cons</i>	-4,4744	0,000
<i>Türkiye</i>	<i>msci</i>	0,4638	0,576
	<i>gdp</i>	1,6163	0,062
	<i>inflation</i>	-0,4109	0,436
	<i>dummy</i>	-0,1523	0,424
	<i>financialindex</i>	-0,0010	0,766
	<i>cons</i>	-2,5070	0,313

<b>Grup</b>	<b>Değişken</b>	<b>Denklem 8</b>	<b>(p-value)</b>
<i>Havuzlanmış Panel</i>	<i>msci</i>	0,7613	0,095
	<i>gdp</i>	0,8076	0,316
	<i>inflation</i>	-0,0390	0,842
	<i>dummy</i>	-0,1119	0,200
	<i>politicalindex</i>	0,2761	0,029
	<i>cons</i>	-0,9891	0,707
<i>Brezilya</i>	<i>msci</i>	-0,1540	0,941
	<i>gdp</i>	2,6396	0,339
	<i>inflation</i>	-0,6089	0,284
	<i>dummy</i>	-0,1558	0,691
	<i>politicalindex</i>	-0,0639	0,908
	<i>cons</i>	-5,0848	0,400
<i>Rusya</i>	<i>msci</i>	0,2660	0,680
	<i>gdp</i>	-1,6661	0,348
	<i>inflation</i>	-0,0791	0,755
	<i>dummy</i>	-0,3367	0,056
	<i>politicalindex</i>	0,6952	0,031
	<i>cons</i>	9,1873	0,230
<i>Hindistan</i>	<i>msci</i>	0,9470	0,016
	<i>gdp</i>	1,1153	0,000
	<i>inflation</i>	0,3768	0,002
	<i>dummy</i>	-0,0572	0,547
	<i>politicalindex</i>	0,2508	0,090
	<i>cons</i>	-2,3159	0,001
<i>Çin</i>	<i>msci</i>	2,4457	0,013
	<i>gdp</i>	-0,3244	0,549
	<i>inflation</i>	0,4104	0,086
	<i>dummy</i>	0,1879	0,411
	<i>politicalindex</i>	0,3617	0,404
	<i>cons</i>	-1,8252	0,545
<i>Türkiye</i>	<i>msci</i>	0,3020	0,688
	<i>gdp</i>	2,2735	0,024
	<i>inflation</i>	-0,2940	0,540
	<i>dummy</i>	-0,1977	0,272
	<i>politicalindex</i>	0,1366	0,265
	<i>cons</i>	-4,9069	0,126

**Kaynak:** Tarafımızdan hazırlanmıştır.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Gelişmiş ülkeler enflasyon oranları açıklayıcı değişken olarak eklenmiş, ancak anlamlı sonuç elde edilemediği için bulgular raporlanmamıştır.

Havuzlanmış model için, dünya getiri oranları denklem (6) ve denklem (7) de pozitif ve %5 seviyesinde anlamlıdır. Bu katsayılar 0,863 ile 0,859 aralığındadır. GSYH, denklem (6) ve denklem (7) de pozitif ve anlamlıdır. Katsayıları 2,653 ile 1,584 aralığındadır. Enflasyon oranı ise 3 denklem için de anlamsızdır. Politik indeksi ise 0,276 katsayısı ile %5 seviyesinde anlamlıdır.

Brezilya için hazırlanan modelde, GSYH, finansal indeksler kullandığında pozitif ve %5 seviyesinde anlamlıdır. Enflasyon oranı, ekonomik indeks kullanıldığında negatif ve anlamlıdır. Ekonomik, finansal ve politik indeksler ise istatistiksel olarak anlamlı çıkmamıştır.

Rusya için hazırlanan modelde, GSYH yalnızca ekonomik indeksler kullanıldığında pozitif ve yüksek anlamlı çıkmıştır. Ekonomik indeks 0,0001 ve politik indeks 0,695 katsayıları ile anlamlı çıkmıştır.

Hindistan için hazırlanan modelde, dünya getiri oranı 3 denklemde de 0,797 /1,207 / 0,946 katsayıları ile %5 düzeyinde anlamlı gözlenmiştir. GSYH katsayılarının tamamı 3 denklem için de pozitif ve %5 düzeyinde anlamlıdır. Ekonomik indeks pozitif ve %5 düzeyinde anlamlı iken, politik indeks ise pozitif ve %10 düzeyinde anlamlıdır.

Çin için hazırlanan modelde, dünya getiri oranları 3 denklem için de pozitif ve %5 düzeyinde anlamlıdır. GSYH ekonomik indeksin kullanıldığı denklemde pozitif ve %10 düzeyinde anlamlı, finansal indeksin kullanıldığı denklemde ise pozitif ve %5 düzeyinde anlamlı olarak gözlenmiştir. Ekonomik indeks %5 seviyesinde ve finansal indeks ise %10 seviyesinde anlamlı ve pozitif gözlenmiştir.

Türkiye için hazırlanan modelde, GSYH finansal ve politik indekslerin kullanıldığı denklemlerde pozitif ve anlamlı çıkmıştır. Ekonomik indeks ise %5 düzeyinde anlamlı ve -0,0001095 katsayısı ile negatif olarak hesaplanmıştır.

### 5.3. Nedensellik Analizi

Bir panel analizinde olası bir kesit bağımlılık problemi genellikle tutarsız ve yukarı doğru tahmin sonuçlarına neden olur (Bai ve Kao, 2006). Bu nedenle, analizden önce test edilmelidir. Bu çalışma, kesitsel bağımlılığın varlığını araştırmak için Pesaran (2004) metodolojisi kullanılmıştır. Pesaran (2004), kesitsel bağımlılığı olmayan, kesitsel bağımlılık (CD) testini, standart örneklem büyüklüğündeki panellerde bile standart normal ve verimli olarak asimptotik olarak dağıtılmasını önermiştir. Bu test istatistiği aşağıdaki şekilde yazılabilir:

$$CD = \sqrt{\frac{2T}{N(N-1)}} \left( \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N (\hat{\rho}_{ij}) \right)$$

Denklemden N ülke sayısını, T zaman periyodunu,  $\rho_{ij}$  ise hata terimleri ikili korelasyonunun örneklem tahminini göstermektedir.

Tablo 5.3'de sunulan test sonucuna göre, sıfır hipotezi, %1 düzeyinde reddedilmekte ve yatay kesitler arasında bağımlılık olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

**Tablo 5.3.** CD Testi Sonuçları

Değişkenler	E	F	P	fdi
CD-test	10,29(a)	8,34(a)	-1,57	5,98(a)

**Not:** a terimi %1 düzeyinde anlamlılığı simgelemektedir.

**Kaynak:** Tarafımızdan hazırlanmıştır.

Kesitsel bağımlılık ve heterojenite olasılığı, bu problemleri göz önünde bulundurabilen bir nedensellik analizi gerektirmektedir. Bu bağlamda, bu çalışmada Konya (2006) tarafından geliştirilen ve kesitsel bağımlılık ve heterojenlik problemlerine sahip panellerde bile verimli sonuçlar veren bir bootstrap panel Granger nedensellik analizi kullanılmıştır. Konya (2006) metodolojisi, birim kök ve eş bütünleşme değişkenlerini test etmeyi gerektirmez, bu durumda değişkenler kendi seviyelerinde kullanılır.

Konya (2006) heterojen panel nedensellik testi aşağıdaki denklem sistemiyle ifade edilmektedir:

$$\begin{aligned}
fdi_{1,t} &= \alpha_{1,1} + \sum_{i=1}^{ky} \beta_{1,1,i} fdi_{1,t-i} + \sum_{i=1}^{ke} \delta_{1,1,i} E_{1,t-i} + \varepsilon_{1,1,t} \\
fdi_{2,t} &= \alpha_{1,2} + \sum_{i=1}^{ky} \beta_{1,2,i} fdi_{2,t-i} + \sum_{i=1}^{ke} \delta_{1,2,i} E_{2,t-i} + \varepsilon_{1,2,t} \\
&\cdot \\
&\cdot \\
&\cdot \\
fdi_{N,t} &= \alpha_{1,N} + \sum_{i=1}^{ky} \beta_{1,N,i} fdi_{N,t-i} + \sum_{i=1}^{ke} \delta_{1,N,i} E_{N,t-i} + \varepsilon_{1,N,t} \tag{9}
\end{aligned}$$

&

$$\begin{aligned}
E_{1,t} &= \alpha_{2,1} + \sum_{i=1}^{ky} \beta_{2,1,i} fdi_{1,t-i} + \sum_{i=1}^{ke} \delta_{2,1,i} E_{1,t-i} + \varepsilon_{2,1,t} \\
E_{2,t} &= \alpha_{2,2} + \sum_{i=1}^{ky} \beta_{2,2,i} fdi_{2,t-i} + \sum_{i=1}^{ke} \delta_{2,2,i} E_{2,t-i} + \varepsilon_{2,2,t} \\
&\cdot \\
&\cdot \\
&\cdot \\
E_{N,t} &= \alpha_{2,N} + \sum_{i=1}^{ky} \beta_{2,N,i} fdi_{N,t-i} + \sum_{i=1}^{ke} \delta_{2,N,i} E_{N,t-i} + \varepsilon_{2,N,t} \tag{10}
\end{aligned}$$

&

$$\begin{aligned}
fdi_{1,t} &= \alpha_{1,1} + \sum_{i=1}^{ky} \beta_{1,1,i} fdi_{1,t-i} + \sum_{i=1}^{ke} \delta_{1,1,i} F_{1,t-i} + \varepsilon_{1,1,t} \\
fdi_{2,t} &= \alpha_{1,2} + \sum_{i=1}^{ky} \beta_{1,2,i} fdi_{2,t-i} + \sum_{i=1}^{ke} \delta_{1,2,i} F_{2,t-i} + \varepsilon_{1,2,t} \\
&\cdot \\
&\cdot \\
&\cdot \\
fdi_{N,t} &= \alpha_{1,N} + \sum_{i=1}^{ky} \beta_{1,N,i} fdi_{N,t-i} + \sum_{i=1}^{ke} \delta_{1,N,i} F_{N,t-i} + \varepsilon_{1,N,t} \tag{11}
\end{aligned}$$

&

$$\begin{aligned}
F_{1,t} &= \alpha_{2,1} + \sum_{i=1}^{ky} \beta_{2,1,i} fdi_{1,t-i} + \sum_{i=1}^{ke} \delta_{2,1,i} F_{1,t-i} + \varepsilon_{2,1,t} \\
F_{2,t} &= \alpha_{2,2} + \sum_{i=1}^{ky} \beta_{2,2,i} fdi_{2,t-i} + \sum_{i=1}^{ke} \delta_{2,2,i} F_{2,t-i} + \varepsilon_{2,2,t} \\
&\cdot \\
&\cdot \\
&\cdot \\
F_{N,t} &= \alpha_{2,N} + \sum_{i=1}^{ky} \beta_{2,N,i} fdi_{N,t-i} + \sum_{i=1}^{ke} \delta_{2,N,i} F_{N,t-i} + \varepsilon_{2,N,t} \tag{12}
\end{aligned}$$

&

$$\begin{aligned}
fdi_{1,t} &= \alpha_{1,1} + \sum_{i=1}^{ky} \beta_{1,1,i} fdi_{1,t-i} + \sum_{i=1}^{ke} \delta_{1,1,i} P_{1,t-i} + \varepsilon_{1,1,t} \\
fdi_{2,t} &= \alpha_{1,2} + \sum_{i=1}^{ky} \beta_{1,2,i} fdi_{2,t-i} + \sum_{i=1}^{ke} \delta_{1,2,i} P_{2,t-i} + \varepsilon_{1,2,t} \\
&\cdot \\
&\cdot \\
&\cdot \\
fdi_{N,t} &= \alpha_{1,N} + \sum_{i=1}^{ky} \beta_{1,N,i} fdi_{N,t-i} + \sum_{i=1}^{ke} \delta_{1,N,i} P_{N,t-i} + \varepsilon_{1,N,t} \tag{13}
\end{aligned}$$

&

$$\begin{aligned}
P_{1,t} &= \alpha_{2,1} + \sum_{i=1}^{ky} \beta_{2,1,i} fdi_{1,t-i} + \sum_{i=1}^{ke} \delta_{2,1,i} P_{1,t-i} + \varepsilon_{2,1,t} \\
P_{2,t} &= \alpha_{2,2} + \sum_{i=1}^{ky} \beta_{2,2,i} fdi_{2,t-i} + \sum_{i=1}^{ke} \delta_{2,2,i} P_{2,t-i} + \varepsilon_{2,2,t} \\
&\cdot \\
&\cdot \\
&\cdot \\
P_{N,t} &= \alpha_{2,N} + \sum_{i=1}^{ky} \beta_{2,N,i} fdi_{N,t-i} + \sum_{i=1}^{ke} \delta_{2,N,i} P_{N,t-i} + \varepsilon_{2,N,t} \tag{14}
\end{aligned}$$

(9), (10), (11), (12), (13) ve (14) numaralı denklem setlerinde; fdi doğrudan yabancı yatırımları, E ekonomik indeksi, F finansal indeksi ve P ise politik indeksi ifade etmektedir. N ülke sayısını, T zaman periyodunu, k ise gecikme uzunluğunu göstermektedir.

(9) nolu denklem setinde ekonomik indeksten doğrudan yabancı yatırımlara doğru olan nedensellik, (10) nolu denklem setinde doğrudan yabancı yatırımlardan ekonomik indekse doğru olan nedensellik, (11) nolu denklem setinde finansal indeksten doğrudan yabancı yatırımlara doğru olan nedensellik, (12) nolu denklem setinde doğrudan yabancı yatırımlardan finansal indekse doğru olan nedensellik, (13) nolu denklem setinde politik indeksten doğrudan yabancı yatırımlara doğru olan nedensellik, (14) nolu denklem setinde doğrudan yabancı yatırımlardan politik indekse doğru olan nedensellik olarak tanımlanmaktadır.

**Tablo 5. 4.** Nedensellik Testi Sonuçları

<b><i>H<sub>0</sub>: E fdi'nin nedeni değildir</i></b>		<b><i>H<sub>0</sub>: fdi E'nin nedeni değildir</i></b>	
<i>Ülke</i>	<i>Wald istatistiği</i>	<i>Ülke</i>	<i>Wald istatistiği</i>
<i>Brezilya (a)</i>	6,888	<i>Brezilya</i>	1,331
<i>Rusya (a)</i>	22,839	<i>Rusya</i>	2,279
<i>Hindistan</i>	1,842	<i>Hindistan</i>	0,618
<i>Çin (a)</i>	37,186	<i>Çin</i>	0,004
<i>Türkiye</i>	1,605	<i>Türkiye (b)</i>	3,751
<b><i>H<sub>0</sub>: F fdi'nin nedeni değildir</i></b>		<b><i>H<sub>0</sub>: fdi F'nin nedeni değildir</i></b>	
<i>Ülke</i>	<i>Wald istatistiği</i>	<i>Ülke</i>	<i>Wald istatistiği</i>
<i>Brezilya (a)</i>	11,654	<i>Brezilya</i>	0,275
<i>Rusya</i>	2,050	<i>Rusya</i>	0,176
<i>Hindistan (b)</i>	4,501	<i>Hindistan</i>	0,029
<i>Çin (a)</i>	7,731	<i>Çin</i>	1,377
<i>Türkiye</i>	1,932	<i>Türkiye</i>	1,347
<b><i>H<sub>0</sub>: P fdi'nin nedeni değildir</i></b>		<b><i>H<sub>0</sub>: fdi P'nin nedeni değildir</i></b>	
<i>Ülke</i>	<i>Wald istatistiği</i>	<i>Ülke</i>	<i>Wald istatistiği</i>
<i>Brezilya</i>	0,110	<i>Brezilya</i>	0,163
<i>Rusya</i>	0,315	<i>Rusya</i>	0,465
<i>Hindistan (b)</i>	4,908	<i>Hindistan</i>	1,207
<i>Çin (b)</i>	4,256	<i>Çin</i>	1,433
<i>Türkiye (a)</i>	19,216	<i>Türkiye</i>	0,918

**Kaynak:** Tarafımızdan hazırlanmıştır.

**Not:** a ve b terimleri sırasıyla %1 ve %5 düzeylerinde anlamlılığı simgelemektedir.

Nedensellik testi sonuçları, Brezilya, Rusya ve Çin için ekonomik indeksten doğrudan yabancı yatırımlara doğru bir nedensellik ilişkisi olduğunu göstermektedir. Bu ülkeler için ekonomik indeksten doğrudan yabancı yatırımlara doğru nedensellik olmadığını öne süren boş hipotez %1 anlamlılık seviyesinde reddedilmiştir. Doğrudan yabancı yatırımlardan ekonomik indekse doğru nedensellik ilişkisi ise sadece %5 anlamlılık seviyesi ile Türkiye’de vardır.

Finansal indeksten doğrudan yabancı yatırımlara doğru nedensellik ilişkisi Brezilya ve Çin için %1, Hindistan için %5 anlamlılık seviyesinde vardır. Doğrudan yabancı yatırımlardan finansal indekse doğru nedensellik ilişkisi hiçbir ülke için gözlenmemiştir.

Politik indeksten doğrudan yabancı yatırımlara doğru nedensellik ilişkisi Hindistan ve Çin için %5, Türkiye için ise %1 anlamlılık seviyesinde vardır. Doğrudan yabancı yatırımlardan finansal indekse doğru nedensellik ilişkisi hiçbir ülke için gözlenmemiştir.



## SONUÇ

Küreselleşme ile birlikte ticaretin sınırları ortadan kalkmaya başlamış, ülkeler, yatırımcılar, firmalar arasındaki etkileşim artarak devam etmektedir. Bu durum hem ülkeler hem de yatırımcılar açısından bazı imkânları ve bu imkânlar ile birlikte bazı riskleri yanında getirmiştir. Kar elde etmek amacıyla sermayelerini başka ülkelere taşımaya başlayan yatırımcılar açısından karşı karşıya oldukları riskler çeşitlenmekte ve farklılaşmaktadır. Yatırımcıların, sistematik ve sistematik olmayan alışageldikleri risklerin yanında, yatırım yaptıkları her bir ülke için, ülke risklerine de dikkat etmesi gerekliliği ayrıca önemli hale gelmiştir.

Yatırımcılar için uluslararası yatırım, ülkenin seçimi, yatırım varlıklarının seçimi, portföyün tanımlanması, varlıkların fiyatlanması, varlıkları etkileyen risklerin belirlenmesi gibi birçok parametreyi içeren karmaşık bir süreçtir. Uluslararası varlık fiyatlama modellerinde, varlık getirilerinin dünya faktörlerine karşı duyarlı olduğu kabul edilmektedir.

Sharpe (1964) tarafından geliştirilen “Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modelinin” uluslararası versiyonu, çeşitlendirilmiş bir dünya portföyü olduğunda ülke betasının getirinin belirleyicisi olduğunu varsaymaktadır. Bu model ülke riskini sadece beta olarak kabul etmektedir (Erb, Harvey ve Viskanta, 1997). Bu bağlamda, ülkeye ait risklerin tamamının bir özeti olarak,  $\beta$  katsayısı ülkenin dünya piyasasından ve diğer ülkelerin bütününden ayıran bir risk faktörü olarak görülebilir. Ülke getirisinin diğer ülke getirilerinden nasıl farklılaştığının bir göstergesi olarak beta, ülkenin ekonomik, finansal ve politik durumundan etkilenen bir katsayıdır (Harvey, 2005). Ülke riski analizlerinde de ülke betası kavramı ve betayı etkileyen faktörlerin tespiti önemli bir araştırma alanı haline gelmiştir.

Genellikle ülke ekonomisinin makro değişkenleri üzerinden analiz edilen ülke riskinin aslında ekonomik, finansal ve politik etmenlerden de etkilendiği, bu etmenlerin o ülkedeki firmaları ve yatırımcıları etkilediği ortaya çıkmıştır.

Ülke riski ekonomik, finansal ve politik faktörlerin bir fonksiyonu olarak ele alınmakta ve bu bileşenleri çeşitli değişkenleri ile hesaplanmaktadır. Ülke riski bileşenlerinden ekonomik risk makroekonomik değişkenlere; finansal risk, sistematik riski oluşturan değişkenlere bağlı olarak belirlenmektedir. Politik risk ise o ülkedeki sosyo-politik yapının ülke riskine katkısını göstermektedir.

Ülke riskinin yatırım kararlarına etki etmesiyle ortaya çıkan bir diğer durumda ülkeye yapılacak yatırımla meydana gelene doğrudan yabancı yatırımların büyüklüğüdür. Uluslararası yatırım faaliyetleri öncelikli olarak ülkelerin risk faktörlerine bağlı olarak değişim gösterirler. Bir ülkede meydana gelecek olan ve iş ortamına etki eden değişimler, ülke içerisindeki yatırımların karlılığına önemli ölçüde etki ederek çokuluslu şirketlerin müdahil olamayacağı şekilde değerlerinin azalmasına neden olabilmektedir.

Doğrudan yabancı yatırımlar gittikleri ülkelere götürdükleri sermaye ile ekonomik büyümeye katkıda bulunurlar. Getirdikleri sermayenin yanı sıra, gittikleri ülkeye üretim teknolojisi, yönetim bilgileri, iş gücünün geliştirilmesi, organizasyon düzenlemeleri gibi bilgi birikimi artışı sağlayarak ekonomik büyümeye dolaylı olarak da katkı sağlarlar (De Mello, 1999). Bu avantajları ile sebebiyle, doğrudan yabancı yatırımların da ülke riskine eki eden bileşenlerden nasıl etkilendiği çalışılması gereken bir alan haline gelmiştir.

Ülke riski ile ilgili birçok kuruluş hesaplamalar yapmaktadır. Bu kuruluşların kullandıkları yöntem ve değişkenler farklı olduğu sonuçlar aynı çıkmamaktadır. Bu çalışmada ülke riski notları sıklıkla kullanılan ve 1980 yılından itibaren ülke riski ölçümü yapan Political Risk Service (PRS) Group, International Country Risk Guide (ICRG) değişkenleri (sistemi) kullanılmıştır.

Çalışmanın temel amacı bir uygulamalı model olarak Türkiye'nin ve BRIC ülkelerinin ülke riskine etki eden ekonomik, finansal ve politik değişkenlerini 2004-2016 periyodu için analiz etmek, bu faktörler ile doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişkiyi araştırmaktır. Bu amaçla Harvey ve Zhou (1993), Erb vd. (1996),

Bekaert vd. (1996), Gangami vd. (2000) tarafından “Ülke Betası Modeli” olarak adlandırılan, uluslararası sermaye varlıkları fiyatlama modeline dayanan model kullanılmıştır.

Çalışma kapsamında, ülkeler için 6 ekonomik,5 finansal,6 politik ve 3 global olmak üzere 20 değişken ele alınmıştır. Bu değişkenlerde beklenmeyen bir değişimin ülke riskini hangi düzeyde etkilediği tespit edilmeye çalışılmıştır. Birçok farklı göstereyi aynı denklem içinde modellemek veya her bir değişkeni ayrı ayrı modellemek yerine bu değişkenlerin toplam etkisini ölçmeye çalışmak daha anlamlı olabilmektedir. Bu değişken kümesini hala büyük kümedeki bilgilerin çoğunu içeren küçük bir kümeye indirgemek için Temel Bileşenler Analizi (PCA) uygulanmış ve ekonomik, finansal ve politik indekslere ulaşılmıştır. Ekonomik, finansal ve politik göstergelere ait indeksler elde edildikten sonra ekonomik, finansal ve politik göstergeler yerine ikame edilerek 3 farklı denklem kurulmuştur. Ortalama Grup Tahmincisi (MG) kullanılarak bu üç denklem için değişkenlerin ülke getirisi üzerindeki etkisi ölçülmüştür.

Doğrudan yabancı yatırımlar ile ekonomik, finansal ve politik indeksler arasındaki nedensellik Kónya (2006) tarafından geliştirilen ve kesitsel bağımlılık ve heterojenlik problemlerine sahip panellerde bile verimli sonuçlar veren bir bootstrap panel Granger nedensellik testi ile analiz edilmiştir.

Ortalama Grup Tahmincisi (MG) sonuçlarında, havuzlanmış model için, dünya getiri oranları ve politik risk indeksleri pozitif ve anlamlı çıkmıştır. Brezilya için ise ekonomik, finansal ve politik indeksler anlamlı sonuç vermemiştir. Rusya için ekonomik ve politik indekslerinin ülke riskine etkisi tespit edilmiştir. Çin içinse ekonomik ve finansal indekslerin etkisi belirlenmiştir. Türkiye için hazırlanan modelde ekonomik indeks anlamlı ve negatif olarak hesaplanmıştır.

Nedensellik testi sonunda, Brezilya, Rusya ve Çin için ekonomik indeksten doğrudan yabancı yatırımlara doğru bir nedensellik ilişkisi olduğu tespit edilirken, doğrudan yabancı yatırımlardan ekonomik indekse doğru nedensellik ilişkisi ise sadece Türkiye için tespit edilmiştir. Finansal indeksten doğrudan yabancı yatırımlara doğru

nedensellik ilişkisi ise Brezilya, Çin ve Hindistan için anlamlı bulunmuştur. Doğrudan yabancı yatırımlardan finansal indekse doğru nedensellik ilişkisi hiçbir ülke için gözlenmemiştir. Politik indeksten doğrudan yabancı yatırımlara doğru nedensellik ilişkisi açısından ise Hindistan, Çin ve Türkiye için tespit edilirken, doğrudan yabancı yatırımlardan finansal indekse doğru nedensellik ilişkisi hiçbir ülke için gözlenmemiştir.

Bu analiz sonuçları uluslararası yatırımcılar ve araştırmacılar açısından Türkiye'nin ve BRIC ülkelerinin ülke riskini etkileyen değişkenlerin ve bu değişkenlerdeki değişimlerin ülke riskine etkisinin belirlenmesi açısından faydalı olacaktır. Bununla birlikte çalışma ülke politikalarının sonuçlarında beklenmeyen sapmaların ülke riskine nasıl etki edeceğinin tahmin edilmesi açısından önemli bir katkı sağlayacaktır.

## KAYNAKÇA

- Abell J, Krueger T (1989) Macroeconomic Influences on Beta. *Journal of Economics and Business* 41: 185-193.
- Agarwal JP (1980) Determinants of foreign direct investment: a survey. *Weltwirtschaftliches Archive* No.116: 739-77.
- Alexander G, Norman C (1980) On the Estimation and Stability of Beta. *Journal of Finance and Quantitative Analysis* 15 (1): 123-127.
- Altman EI, Jacquillat M, Levasseur M (1974) Comparative Analysis of Risk Measures: France and the United States. *Journal of Finance* 29(5): 1495–511.
- Ambachtsheer K (1974) Clearing up Current Confusion about Beta. *Financial Analysts Journal* 30(3): 10-90.
- Andrade JPD, Teles VK (2004) An Empirical Model of the Brazilian Country Risk- An Extension of the Beta Country Risk Model. *Universidade de Brasilia Research Paper*.
- Anna C (2012) The impact of interest rates on foreign direct investment: A case study of the Zimbabwean economy (February 2009-June 2011). *International Journal of Management Sciences and Business Research* 1(5).
- Avik C (2001) The determinants of foreign direct investments: Sensitivity analyses of cross country regressions. *Kyklos* 54(1):89-114
- Awan MZ, Khan B, Zaman K (2011) Economic determinants of Foreign Direct Investment (FDI) in commodity producing sector: A case study of Pakistan. *African Journal of Business Management* 5(2): 537-545.
- Bai J, Kao C (2006) On the estimation and inference of a panel cointegration model with cross– sectional dependence. *Panel Data Econometrics: Theoretical Contributions and Empirical Applications*: 3–30.
- Barak O (2008) *Davranışsal Finans Teori ve Uygulama* (Gazi Kitabevi, Ankara).
- Basu S (2011) Country Risk Analysis in Emerging Markets: The Indian Example. *Indian Institute of Management Bangalore, Working Paper No: 326*.
- Başar M (2006) *Uluslararası Bankacılık, Bankacılık Uygulamalar* (Anadolu Üniversitesi, Eskişehir).

- Batmaz N, Tekeli S (2009) *Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkileri* (Ekin Yayınevi, Denizli).
- Bayraktar F (2003) *Dünya da ve Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları* (Türkiye Kalkınma Bankası AŞ. Genel Araştırmalar, Ankara).
- BDDK (2014) *İyi uygulama rehberi* (Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, İstanbul).
- Bodie Z, Kane A, Marcus A. (2008) *Investments* (McGraw Hill Publishing, New York).
- Bohren O (1997) Risk Components and the Market Model: A Pedagogical Note. *Applied Financial Economics* 7(3): 307–10.
- Boros J (1999) *The determinants of foreign direct investment operations of Finnish MNCs in transition economies* (ETLA, The Research Institute of Finnish Economy, Helsinki)
- Bowman R (1979) The Theoretical Relationship Between Systematic Risk and Financial (Accounting) Variables. *Journal of Finance* 34 (3): 617-630.
- Bracker K, Koch P (1999) Economic Determinants of the Correlation Structure Across International Equity Markets. *Journal of Economics and Business* 51:443-471.
- Brooks D, Faff R, Ho K (1997) A new test of the relationship between regulatory change in financial markets and the stability of beta risk of depository institutions. *Journal of Banking and Finance* 21: 197-219.
- Buckley J, Casson M (1981) The Optimal Timing of FDI. *Economic Journal* 91(4):75-87.
- Buckley P (1988) The Limits of Explanation: Testing the Internalization Theory of the Multinational Enterprise. *Journal of International Business Studies* 19(2):181-193.
- Campbell T, Kracaw W (1994) *Financial Institutions and Capital Markets* (Harper Collins College Pub. New York).
- Canuto O, Santos P, Porto P (2012) Macroeconomics and Sovereign Risk, Ratings. *Journal of International Commerce, Economics and Policy*, 3(2).
- Carey M, Stulz R (2007) *The risks of financial institutions* (University of Chicago Press, Chicago).

- Caves R (1971) International Corporations: The Industrial Economics of Foreign Investment. *Economica New Series*, 38(149):1-27.
- Caves R (1982) *Multinational Enterprise and Economic Analysis* (Cambridge University Press, Cambridge).
- Chang E, Pinegar M (1987) Risk and Inflation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 22(1):89-99.
- Choi J, Rajan M (1997) A Joint Test of Market Segmentation and Exchange Risk Factor in International Capital Markets. *Journal of International Business Studies* :30-49.
- Claessens S, Embrechts G (2002) Basel II, sovereign ratings and transfer risk, external versus internal ratings. *Conference Basel II: An Economic Assessment, Bank for International Settlements*. Basel, İsviçre.
- Cömert F (1998) Yabancı Sermayenin Dünü Bugünü ve Geleceği. *Hazine Dergisi* 12:1-3.
- Crouhy M, Galai D, Mark R (2006) The Essentials of Risk Management: The Definitive Guide for the Non-risk Professional. *McGraw Hill Professional*:416.
- Çağatay S. (2012) *Akdeniz için Birlik Anlaşması: Türkiye'den Güney Akdeniz'e Giden Doğrudan Yatırım ve İhracat Potansiyelinin Etkin Değerlendirilmesi* (TÜBİTAK Proje Raporu, Ankara).
- Çam A (2010) Ülke Riskinin Firma Değeri Üzerine Etkisi: İMKB'e Kayıtlı Firmalar Üzerine Bir Uygulama. Doktora Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.
- Çam A, Barut A, Kaya E (2016) Finansal Risk Mi Stres Yaratır Yoksa Stres Mi Finansal Risk Yaratır? *Yönetim Ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi* 14 (3):124-137.
- Damadoran A (2002) *Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (Wiley Publishing, USA).
- De Haan J, Siermann C, Lubek E (1997) Political instability and country risk: new evidence, *Applied Economics Letters* 4:703-707.
- De Mello, Luiz R (1999) Foreign Direct Investment in Developing Countries and Growth: A Selective Survey. *Journal of Development Studies* 34 (1): 1-34.

- DeAngelo H, DeAngelo L, Stulz R M (2006) Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 81(2), 227-254.
- Demirel O (2006), Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Ekonomik Büyümeye Etkileri ve Türkiye Uygulaması, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta.
- Demirtas Ö, Güngör Z (2004) Portföy Yönetimi ve Portföy Seçimine Yönelik Uygulama. *Havacılık ve Uzay Teknolojileri Dergisi* 1(4):103-109.
- Diamonte L, Liew J, Stevens R (1996) Political Risk in Emerging and Developed Markets. *Financial Analyst Journal* May-June:71-76.
- Dunning JH (1973) The determinants of international production. *Oxford Economic Papers* 25.
- Dunning JH (1981) *International production and multinational enterprise* (Allen & Unwin, London).
- Dunning JH (1988) *Explaining International Production* (Unwin Hyman, London).
- Eğilmez M (2015). *Kendime Yazılar*. <http://www.mahfiegilmez.com/2015/12/fedin-faiz-artmasnn-olas-etkileri.html> (15 Mayıs 2018).
- Emery D, Finnerty J, Stowe J (1998) *Principles of Financial Management* (Prentice Hall, New Jersey)
- Erb C B, Harvey C R, Viskanta T E (1996a) Expected Returns and Volatility in 135 Countries. *The Journal of Portfolio* Spring :46-58.
- Erb C B, Harvey C R, Viskanta T E (1996b) Political Risk, Economic Risk, and Financial Risk. *Financial Analysts Journal* Nov.-Dec: 29-46.
- Erdal F, Tatoğlu E (2002) Locational Determinants of Foreign Direct Investment in an Emerging Market Economy: Evidence from Turkey. *Multinational Business Review* 10(1).
- Fama EF (1993) Common Risk Factors in the Returns on Common Stocks and Bonds. *Journal of Financial Economics* 33(1): 3–56.
- Goldberg S, Veitch J (2002) Country Risk and the Country Contagion Effect. *Journal of Management Research* 2(1):13-21.



- Görmezöz K (2007) Türkiye' ye Doğrudan Gelen Yabancı Sermaye Yatırımlarının İstihdam Üzerindeki Etkileri.T.C. Çalışma ve Sosyal Güvenlik Bakanlığı Uzmanlık Tezi, Türkiye İş Kurumu Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Gu Z, Kim H (1998) Casino firms' risk features and their beta determinants. *Progress in Tourism and Hospitality Research* 4:357-365.
- Guilford B (1972) A Note on Justifying Beta as A Measure of Risk. *The Journal of Finance* 27(3):699-702.
- Habib M, Zurawicki L (2002) Corruption and Foreign Direct Investment. *Journal of International Business Studies* 33(2): 291-307.
- Hassan M, Maroney N, Monir H, Ahmad T (2003) Country Risk and Stock Market Volatility, Predictability, and Diversification in The Middle East and Africa. *Economic System* (1): 63-82.
- Hefferman S (1986) *Sovereign Risk Analysis* (Ailen & Unwin Inc, London).
- Hennart J (1977) A Theory of Foreign Direct Investment. Doktora Tezi, University of Maryland, Maryland.
- Holland J (1993) *International Financial Management* (Blackwell Pub., Cambridge)
- Iloie E (2015) Connections between FDI, Corruption Index and Country Risk Assessments in Central and Eastern Europe. *Procedia Economics and Finance* 32:626 – 633
- IMF (1993). Balance of Payments Manual, Fifth Edition. <http://www.imf.org/external/np/sta/bop/BOPman.pdf> (1 Mayıs 2018)
- İleri H (1999) Ülke Riski Analizi. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi* 2:115-123.
- Jayachandran G, Seilan A (2010) A causal relationship between Trade, Foreign Direct Investment and Economic Growth for India. *International Research Journal of Finance and Economics* 42:74-88.
- Kähkönen, K, Artto K, Karjalainen, J, Martinsuo M, Poskela J (2014) *Management of Uncertainty* (Aalto University Department of Industrial Management).
- Kapusuzoğlu A, İbicioğlu M (2013) Portföy Çeşitlemesi: İMKB'de Sektörel Endeksler Üzerine Bir Analiz. *Journal of Accounting and Finance* 58:119-138.
- Kar M, Tatlısöz F (2008) Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketlerini Belirleyen Faktörlerin Ekonometrik Analizi. *KMU İİBF Dergisi* 10(14) :436-458.

- Kara F (2006) Ülke Riskinin Finansal Piyasalara Etkisi. Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Karagöz H (2009) *Döviz Kuru Dış Ticaret İlişkisi* (Konya Ticaret Odası Döviz Kuru Raporu, Konya).
- Khan M, Mashfique A (2013) The Impact of Political Risk on Foreign Direct Investment. *International Journal of Economics and Finance* 5 (8): 147-156.
- Kindleberger P (1969) *The Theory of Direct Investment* (Yale University Press, New Haven).
- Kohonen A (2015) Management of Unsystematic Risks in Commercial Real Estate Asset Management. Yüksek Lisans Tezi, Aalto University School of Engineering, Espoo.
- Kónya L (2006) Exports and growth: Granger causality analysis on OECD countries with a panel data approach. *Economic Modelling* 23:978–992.
- Kurtaran A (2007) Doğrudan Yabancı Yatırım Kararları ve Belirleyicileri. *Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* 10(2):368-382.
- Levitz D (1974) Market Risk and the Management of Institutional Equity Portfolios. *Financial Analysts Journal* 30(1): 53–60.
- Linter J (1965) The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *The Review of Economics and Statistics* 47(1):13-37.
- Loewendahl H, Ertugal E (2001) Turkey's Performance in Attracting Foreign Direct Investment. *European Network of Economic Policy Research Institutes Working Paper* 8 :17
- Logue L, Merville J (1972) Financial policy and market expectations. *Financial Management* 1(3): 37-44.
- Loree W, Guisinger S (1995) Policy and non-policy determinants of U.S equity foreign direct investment. *Journal of International Business Studies*, Second Quarter:281- 299.
- Maccauley N (1997) The Euro and the Dollar. *Essays in International Finance* 205 November.
- Majeed T, Ahmad E (2009) An Analysis of Host Country Characteristics that Determine FDI in Developing Countries: Recent Panel Data Evidence. *The Lahore Journal of Economics* 14(2): 71-96.

- Martinez I (2003) The log of gravity revisited. *Applied Economics* 45(3): 311-327.
- Matthias B, Carsten H (2005) *Political Risk, Institutions and Foreign Direct Investment* (Hamburg Institute of International Economics, Hamburg).
- Merna T, Faisal F (2008) *Corporate Risk Management* (John Wiley & Sons Inc, England).
- Moles P (2016) Financial Risk Management- Sources of Financial Risk and Risk Assessment. *Edinburgh Business School*: 16-17.
- Mossin J (1966) Equilibrium in A Capital Asset Market. *Econometrica* 34(4):768-783.
- Muwando S, Gumbo V (2013) Country Risk Model for Zimbabwe. *Pioneer Journal of Theoretical and Applied Statistics* 6(1):25-41.
- Nagy P (1979) *Country Risk, How to Assess, Quantify and Monitor It*. (Euromoney Publications, London).
- Özcan B, Arı A (2010) Doğrudan Yabancı Yatırımların Belirleyicileri Üzerine Bir Analiz: OECD Örneği. *İÜİF Ekonometri ve İstatistik Dergisi* 12.65–88.
- Öztürk L (2004) Serbest Bölgedeki Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları; Dünyadaki Uygulamalara Teoriler Işığında Bir Bakış. *Akdeniz İİBF Dergisi* (7) :110-128.
- Parisi F, Friedmann R (2008) Could the Stock Indexes, Country Risk Proxies and ADRs have Anticipated the Crises in Argentina, Brazil and Mexico in the 90's. *International Research Journal of Finance and Economics* (15): 113-123.
- Pesaran M (2004) General diagnostic tests for cross section dependence in panels. *Cambridge Working Papers in Economics* 0435.
- Petrović E, Stanković J (2009) Country Risk and Effects of Foreign Direct Investment. *Facta Universitatis, Series: Economics and Organization* 6(1): 9-22.
- Pike R, Neale B (2003) *Corporate Finance and Investment, Decision and Strategies* (Pearson Education Limited, United Kingdom).
- Ross S, Westerfield R, Jordan B (2007) *Fundamentals of Corporate Finance* (McGraw-Hill Ryerson Higher Education, New York).
- Rowe T, Kim J (2010) Analyzing the relationship between systematic risk and financial variables in the casino industry. *UNLV Gaming & Research Journal* 12(2).

- Sahoo P (2006) Foreign Direct Investment in South Asia: Policy, Trends, Impact and Determinants. *ADB Institute Discussion paper 56*.
- Samara S (2012) Foreign Direct Investment and Country Risk: What kind of Interaction? Yüksek Lisans Tezi, University of Macedonia, Macedonia.
- Samuelson P, Nordhaus W (2001) *Macroeconomics, Seventeenth* (Mc Graw Hill, New York).
- Schneider F, Frey B (1985) 'Economic and Political Determinants of Foreign Direct Investment. *World Development* 13(2) :161-175.
- Sealy T (2001) International Country Risk, The Political Risk Services (IBC USA Groups Inc., New York).
- Seyidoğlu H (1994) *Uluslararası İktisat* (Seyidoğlu, İstanbul).
- Seyidoğlu H (2003) *Uluslararası İktisat* (Gizem Yayınları, İstanbul).
- Seyidoğlu H (2013) *Uluslararası İktisat* (Beta Yayınları, İstanbul).
- Sharpe W (1964) Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance* 19(3): 425–442.
- Sichei M, Kinyondo G (2012) Determinants of Foreign Direct Investment in Africa: A Panel Data Analysis. *Global Journal of Management and Business Research* 12 (18): 84-97.
- Siegel J, Shim J (2000) *Financial Management* (Barron's Educations Series, Inc., New York).
- Singh H, Jun K (1995) Some new evidence on determinants of foreign direct investment in developing countries. *The World Bank Policy Research Working Paper* 1531.
- Teixeira F (2008) Determinant Factors of Brazilian Country Risk: An Empirical Analysis of Specific Country Risk. *Revista Brasileira de Financ* 6(1):49–67.
- The PRS Group (2018) *ICRG Methodology* (The PRS Group, USA).
- Theobald M (1980) An Analysis of the Market Model and Beta Factors Using UK Equity Share Data. *Journal of Business Finance and Accounting* 7(1): 49–64.
- Touranı A, Choi D, Wilson B (2006) A Time-Varying Beta Approach to Measuring New Zealand's Country Risk. *Managerial Finance* 32(3):257-269.
- UNCTAD (1998) *World Investment Report Trends and Determinants* (United Nations, New York and Geneva).

- Verbeník M, Horváth J, Gazda V (2011) Country risk in the new EU member states: A country beta approach. *International Research Journal of Finance and Economics* 80: 148-157.
- Verma R, Soydemir G (2006) Modeling country risk in Latin America: A country beta approach. *Global Finance Journal* 17: 192-213.
- Verma R, Verma P (2014) Country Risk and Macroeconomic Factors: Evidence from Asian Markets. *Journal of Applied Business and Economics* 16(5).
- Vernon R (1966) International Investment and International Trade in the Product Cycle. *The Quarterly Journal of Economics* 80(2): 190-207.
- Vernon R (1974) Competition Policy Toward Multinational Corporations. *The American Economic Review* 64(2): 276-82.
- Voutilainen T (2005) Foreign Direct Investment (FDI) Theories Explaining the Emergence of Multinational Enterprises (MNEs) Who, Where and Why. *Seminar in Strategy and International Business* 28.01.2005.
- Wagner W, Lau C (1971) The Effect of Diversification on Risk. *Financial Analysis Journal*, November–December: 48–53.
- Wdowski P (2004) Determinants of Country Beta Risk in Poland. *CESIFO Working Paper* 1120.
- Wenhao L (2004) Currency Competition Between Euro and Us Dollar. *Working Papers of the Business Institute Berlin at the Berlin School of Economics* 17.
- Yapraklı S, Güngör B (2007) Ülke riskinin Hisse Senetleri Fiyatlarına Etkisi: İMKB 100 Endeksi Üzerine Bir Araştırma. *Atatürk Üniversitesi SBF Dergisi*, 62, (2): 199-218.
- Yörük N (2000) Arbitraj fiyatlama modelinde risk unsurları. *İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi* 14(1): 87-99.
- Yücel A, Mandacı T, Pınar E, Kurt G (2007) İşletmelerin Finansal Risk Yönetimi ve Türev Ürün Kullanımı: İMKB 100 Endekslerinde Yer Alan İşletmelerde Bir Uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi* 36: 106-113.
- Zengin N (2009) Seçilmiş Makroekonomik Göstergelerle İMKB-100 Endeksi Arasındaki İlişkinin Analizi. Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.