



Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Anabilim Dalı

Muhasebe ve Finansman Bilim Dalı

**POLİTİK RİSK VE FİRMA YATIRIMLARI: GELİŞMEKTE OLAN  
PİYASALARDA BİR ARAŞTIRMA**

Ferhat DEMİRCİ

Doktora Tezi

Ankara, 2025



POLİTİK RİSK VE FİRMA YATIRIMLARI: GELİŞMEKTE OLAN PİYASALARDA BİR  
ARAŞTIRMA

Ferhat DEMİRCİ

Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Anabilim Dalı

Muhasebe ve Finansman Bilim Dalı

Doktora Tezi

Ankara, 2025

## KABUL VE ONAY

Ferhat DEMİRCİ tarafından hazırlanan “Politik Risk ve Firma Yatırımları: Gelişmekte Olan Piyasalarda Bir Araştırma” başlıklı bu çalışma, 15.01.2025 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda başarılı bulunarak jürimiz tarafından doktora tezi olarak kabul edilmiştir.

---

Prof. Dr. Ganite KURT (Başkan)

---

Prof. Dr. Semra KARACAER (Danışman)

---

Prof. Dr. Cevdet Yigit ÖZBEK (Üye)

---

Prof. Dr. Burak PİRGAİP (Üye)

---

Doç. Dr. Zarife GÖKNUR BÜYÜKKARA(Üye)

Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

Prof. Dr. Uğur ÖMÜRGÖNÜLŞEN

Enstitü Müdürü

## YAYIMLAMA VE FİKRİ MÜLKİYET HAKLARI BEYANI

Enstitü tarafından onaylanan lisansüstü tezimin/raporumun tamamını veya herhangi bir kısmını, basılı (kağıt) ve elektronik formatta arşivleme ve aşağıda verilen koşullarla kullanıma açma iznini Hacettepe Üniversitesine verdiğimi bildiririm. Bu izinle Üniversiteye verilen kullanım hakları dışındaki tüm fikri mülkiyet haklarım bende kalacak, tezimin tamamının ya da bir bölümünün gelecekteki çalışmalarda (makale, kitap, lisans ve patent vb.) kullanım hakları bana ait olacaktır.

Tezin kendi orijinal çalışmam olduğunu, başkalarının haklarını ihlal etmediğimi ve tezimin tek yetkili sahibi olduğumu beyan ve taahhüt ederim. Tezimde yer alan telif hakkı bulunan ve sahiplerinden yazılı izin alınarak kullanılması zorunlu metinlerin yazılı izin alınarak kullandığımı ve istenildiğinde suretlerini Üniversiteye teslim etmeyi taahhüt ederim.

Yükseköğretim Kurulu tarafından yayınlanan “**Lisansüstü Tezlerin Elektronik Ortamda Toplanması, Düzenlenmesi ve Erişime Açılmasına İlişkin Yönerge**” kapsamında tezim aşağıda belirtilen koşullar haricince YÖK Ulusal Tez Merkezi / H.Ü. Kütüphaneleri Açık Erişim Sisteminde erişime açılır.

- Enstitü / Fakülte yönetim kurulu kararı ile tezimin erişime açılması mezuniyet tarihimden itibaren 2 yıl ertelenmiştir. <sup>(1)</sup>
- Enstitü / Fakülte yönetim kurulunun gerekçeli kararı ile tezimin erişime açılması mezuniyet tarihimden itibaren ... ay ertelenmiştir. <sup>(2)</sup>
- Tezimle ilgili gizlilik kararı verilmiştir. <sup>(3)</sup>

15/01/2025

**Ferhat DEMİRCİ**

<sup>1</sup> “**Lisansüstü Tezlerin Elektronik Ortamda Toplanması, Düzenlenmesi ve Erişime Açılmasına İlişkin Yönerge**”

- (1) Madde 6. 1. Lisansüstü teze ilgili patent başvurusu yapılması veya patent alma sürecinin devam etmesi durumunda, tez danışmanının önerisi ve enstitü anabilim dalının uygun görüşü üzerine enstitü veya fakülte yönetim kurulu iki yıl süre ile tezin erişime açılmasının ertelenmesine karar verebilir.
- (2) Madde 6. 2. Yeni teknik, materyal ve metotların kullanıldığı, henüz makaleye dönüşmemiş veya patent gibi yöntemlerle korunmamış ve internetten paylaşılması durumunda 3. şahıslara veya kurumlara haksız kazanç imkanı oluşturabilecek bilgi ve bulguları içeren tezler hakkında tez danışmanının önerisi ve enstitü anabilim dalının uygun görüşü üzerine enstitü veya fakülte yönetim kurulunun gerekçeli kararı ile altı ayı aşmamak üzere tezin erişime açılması engellenebilir.
- (3) Madde 7. 1. Ulusal çıkarları veya güvenliği ilgilendiren, emniyet, istihbarat, savunma ve güvenlik vb. konulara ilişkin lisansüstü tezlerle ilgili gizlilik kararı, tezin yapıldığı kurum tarafından verilir \*. Kurum ve kuruluşlarla yapılan işbirliği protokolü çerçevesinde hazırlanan lisansüstü tezlere ilişkin gizlilik kararı ise, ilgili kurum ve kuruluşun önerisi ile enstitü veya fakültenin uygun görüşü üzerine üniversite yönetim kurulu tarafından verilir. Gizlilik kararı verilen tezler Yükseköğretim Kuruluna bildirilir.  
Madde 7.2. Gizlilik kararı verilen tezler gizlilik süresince enstitü veya fakülte tarafından gizlilik kuralları çerçevesinde muhafaza edilir, gizlilik kararının kaldırılması halinde Tez Otomasyon Sistemine yüklenir

\* Tez danışmanının önerisi ve enstitü anabilim dalının uygun görüşü üzerine enstitü veya fakülte yönetim kurulu tarafından karar verilir.

## ETİK BEYAN

Bu çalışmadaki bütün bilgi ve belgeleri akademik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi, görsel, işitsel ve yazılı tüm bilgi ve sonuçları bilimsel ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu, kullandđım verilerde herhangi bir tahrifat yapmadđımı, yararlandđım kaynaklara bilimsel normlara uygun olarak atıfta bulunduğumu, tezimin kaynak gösterilen durumlar dışında zgn olduğunu, **Prof. Dr. Semra KARACAER** danışmanlığında tarafımdan retildeđini ve Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Yazım Yönergesine göre yazıldığını beyan ederim.

*Ferhat DEMİRCİ*

*Dr. Mehmet Said KÖSE'ye*



## TEŞEKKÜR

Tez çalışmama sunduğu katkılardan ve her zaman gösterdiği sabırlı, anlayışlı, nazik tavrından dolayı kıymetli hocam Prof. Dr. Semra Karacaer'e sonsuz teşekkürlerimi sunarım. Teze ilişkin sorularıma içtenlikle cevap veren hocalarım Prof. Dr. Mehmet Baha Karan ve Dr. Yılmaz Yıldız'a ayrıca teşekkür ederim.

Kıymetli aileme hayatımın her anında olduğu gibi bu aşamada da çok minnettarım. Kendilerine her şey için bir kez daha teşekkür ederim. Canım ablama ise doktora sürecindeki desteklerinden dolayı ayrıca teşekkür ederim. Kıymetli eşime yol arkadaşlığından dolayı müteşekkirim.

Bartın Üniversitesi'ndeki günlerimi güzel kılan mesai arkadaşlarımdan can ağabeyim merhum Dr. Mehmet Said Köse'ye, Dr. İsmail Fatih Ceyhan'a, Onur Comba'ya ve doktora dönem arkadaşlarıma sonsuz teşekkürler.

## ÖZET

DEMİRCİ, Ferhat. *Politik Risk ve Firma Yatırımları: Gelişmekte Olan Piyasalarda Bir Araştırma*, Doktora Tezi, Ankara, 2025.

Araştırma, politik riskin firmaların yatırım düzeylerine etkisini konu almaktadır. Araştırma örneklemini geliştirmekte olan piyasa olarak sınıflandırılmış yirmi bir ülkenin borsalarında yer alan firmalardan oluşmaktadır. Araştırma periyodu, 2001-2021 arası dönemdir. Araştırma, nicel ve açıklayıcı bir araştırma olarak tasarlanmıştır. Araştırmada, örneklem ve araştırma periyodunun bir gerekliliği olarak panel regresyon analizi uygulanmıştır. Tahminci seçiminde teorik gerekçeler ve ön testler gözetilerek iki yönlü sabit etkiler tahmincisi tercih edilmiştir. Araştırmadan elde edilen bulgular, politik riskin firma yatırımlarına olumsuz etkilerini ortaya koymaktadır. Ancak bu ilişkiye dair bulgular, yüksek politik risk ortalamasına sahip ülkelerde daha nettir. Ek olarak, ülke düzeyinde yapılan analizlere göre, politik risk ve firma yatırımları arasındaki negatif ilişki; Çin, Meksika, Güney Afrika ve Tayland firmalarında gözlenmektedir. Politik risk türlerine göre yapılan analizlerde ülke yönetimlerinden kaynaklı riskler ve şiddet temalı riskler öne çıkmaktadır. Sektör sınıflandırmalarına göre yapılan analizlere göre politik riskin negatif etkileri lojistik, imalat-sanayi, perakendecilik ve madencilik sektörlerinde gözlenmiştir. Firmalar ait alt örneklem gruplarına göre yapılan analizlerde ise nakit bulundurma düzeyinin politik riskin negatif etkilerini hafiflettiği, duran varlık yoğunluğunun ise artırdığı bulgusuna erişilmiştir. Politik risk ile firma yatırımları arasındaki ilişki, yatırım verimliliği ve finansal esneklik bağlamında da analiz edilmiştir. Politik riskin firma yatırımları üzerindeki olumsuz etkisi, optimal yatırım seviyesinin altında olan firmalar için istatistiksel olarak anlamlıdır. Ayrıca, finansal esnekliğe sahip firmalar, kullanılmamış borç kapasitesine sahip olmalarına rağmen politik riskten yine de olumsuz etkilenmektedir.

### Anahtar Sözcükler

Politik Risk, Gelişmekte Olan Piyasalar, Firma Yatırımları

## ABSTRACT

DEMİRCİ, Ferhat. *Political Risk and Corporate Investment: A Study on Emerging Markets*, Ph.D. Dissertation, Ankara, 2025.

This study aims to examine the effect of political risk on corporate investment in emerging markets between 2001 and 2021. Designed as explanatory and quantitative research, the study employs panel regression analysis with a two-way fixed-effects estimator. The findings indicate a negative effect of political risk on corporate investment, which is more pronounced in countries with high levels of political risk. Additionally, a country-level analysis reveals a negative relationship in China, Mexico, South Africa, and Thailand. In terms of political risk types, risks arising from government actions and violence-related risks adversely affect corporate investments. Sectoral analysis demonstrates a negative relationship in the logistics, manufacturing, retail, and mining sectors. Subgroup analysis based on firm characteristics shows that cash holdings mitigate the adverse effects of political risk, while higher asset tangibility exacerbates the negative impact. The relationship between political risk and corporate investment is also analyzed within the contexts of investment efficiency and financial flexibility. The negative effect of political risk on corporate investment is statistically significant in firms operating below their optimal investment level. Furthermore, firms with financial flexibility are still adversely affected by political risk, despite possessing unused debt capacity.

### Keywords

Political Risk, Emerging Markets, Corporate Investments

## İÇİNDEKİLER

|                                                                     |      |
|---------------------------------------------------------------------|------|
| KABUL VE ONAY .....                                                 | i    |
| YAYIMLAMA VE FİKRİ MÜLKİYET HAKLARI BEYANI.....                     | ii   |
| ETİK BEYAN.....                                                     | iii  |
| TEŞEKKÜR.....                                                       | v    |
| ÖZET.....                                                           | vi   |
| ABSTRACT .....                                                      | vii  |
| İÇİNDEKİLER .....                                                   | viii |
| KISALTMALAR DİZİNİ .....                                            | xi   |
| TABLolar DİZİNİ .....                                               | xii  |
| GRAFİKLER DİZİNİ .....                                              | xiii |
| GİRİŞ .....                                                         | 1    |
| 1. BÖLÜM YATIRIM TEORİSİ ÜZERİNE TEORİK ÇERÇEVE.....                | 6    |
| 1.1. FİRMA YATIRIMLARI ÜZERİNE GELİŞTİRİLEN İKTİSADİ TEORİLER ..... | 6    |
| 1.1.1. Neoklasik Yatırım Teorisi.....                               | 7    |
| 1.1.2. Hızlandıran Yatırım Modeli Teorisi .....                     | 7    |
| 1.1.3. Likidite Teorisi.....                                        | 8    |
| 1.1.4. Q Teorisi .....                                              | 9    |
| 1.2. FİRMA YATIRIMLARINDA BELİRLEYİCİ OLAN FAKTÖRLER.....           | 10   |
| 1.2.1. Mikro Faktörler.....                                         | 10   |
| 1.2.1.1. Finansal Faktörler .....                                   | 11   |
| 1.2.1.2. Yönetimsel Faktörler .....                                 | 13   |
| 1.2.2. Makro Faktörler .....                                        | 15   |
| 1.2.2.1. Makro Ekonomik Faktörler .....                             | 16   |
| 1.2.2.2. Politik Faktörler.....                                     | 17   |
| 1.3. YATIRIM PROJELERİNİ DEĞERLENDİRME YÖNTEMLERİ .....             | 17   |
| 1.3.1. Net Bugünkü Değer Yöntemi .....                              | 19   |
| 1.3.2. İç Getiri Oranı .....                                        | 20   |
| 1.3.3. Gerçek Opsiyon Değerleme Yöntemi .....                       | 21   |
| 1.3.4. Geri Ödeme Süresi Yöntemi .....                              | 22   |
| 1.3.5. Muhasebe Getiri Oranı.....                                   | 23   |

|                                                                                                  |           |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>1.4. SERMAYE MALİYETİ HESAPLAMA YÖNTEMLERİ .....</b>                                          | <b>23</b> |
| 1.4.1. Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli .....                                               | 24        |
| 1.4.2. Kar Payı Modelleri.....                                                                   | 25        |
| <b>2. BÖLÜM POLİTİK RİSK VE FİRMA YATIRIMLARI ÜZERİNE TEORİK ÇERÇEVE .....</b>                   | <b>27</b> |
| <b>2.1. POLİTİK RİSKİN TANIMI .....</b>                                                          | <b>27</b> |
| <b>2.2. POLİTİK RİSK DERECELENDİRMELERİ.....</b>                                                 | <b>29</b> |
| <b>2.3. POLİTİK RİSK VE SERMAYE BÜTÇELEME KARARLARI .....</b>                                    | <b>33</b> |
| 2.3.1. Net Bugünkü Değer Yöntemi ve Politik Risk.....                                            | 33        |
| 2.3.1.1. İskonto Oranının Politik Risk'e Göre Düzenlenmesi .....                                 | 34        |
| 2.3.1.2. Nakit Akımlarının Politik Risk'e Göre Düzenlenmesi .....                                | 36        |
| <b>3. BÖLÜM POLİTİK RİSK VE FİRMA YATIRIMLARI ÜZERİNE LİTERATÜR .....</b>                        | <b>38</b> |
| <b>3.1. POLİTİK RİSK, DEĞERLEME VE SERMAYE BÜTÇELEMESİ ÜZERİNE YAPILAN ARAŞTIRMALAR.....</b>     | <b>38</b> |
| <b>3.2. POLİTİK RİSK, SERMAYE MALİYETİ ve FİRMA YATIRIMLARI ÜZERİNE YAPILAN ÇALIŞMALAR .....</b> | <b>42</b> |
| <b>4. BÖLÜM ARAŞTIRMA TASARIMI VE METODOLOJİ .....</b>                                           | <b>47</b> |
| <b>4.1. VERİ SETİ VE ÖRNEKLEM .....</b>                                                          | <b>47</b> |
| <b>4.2. HİPOTEZLER .....</b>                                                                     | <b>48</b> |
| <b>4.3. REGRESYON MODELİ VE DEĞİŞKENLER .....</b>                                                | <b>51</b> |
| <b>4.4. EKONOMETRİK METODOLOJİ.....</b>                                                          | <b>59</b> |
| 4.4.1. Sabit Etkiler Tahmincisi .....                                                            | 61        |
| 4.4.2. Rassal Etkiler Tahmincisi .....                                                           | 62        |
| 4.4.3. Tahminci Seçiminde Teorik Gerekçeler ve Hausman Testi .....                               | 62        |
| 4.4.4. Sabit Varyans ve Otokorelasyon Varsayımları.....                                          | 63        |
| 4.4.5. Durağanlık Sinamaları .....                                                               | 64        |
| <b>5. BÖLÜM BULGULAR VE TARTIŞMA.....</b>                                                        | <b>66</b> |
| <b>5.1. AÇIKLAYICI İSTATİSTİKLER.....</b>                                                        | <b>66</b> |
| <b>5.2. KORELASYON ANALİZLERİ .....</b>                                                          | <b>75</b> |
| <b>5.3. DURAĞANLIK SINAMALARI.....</b>                                                           | <b>76</b> |
| <b>5.4. REGRESYON ANALİZİ VARSAYIMLARI SINANMASI.....</b>                                        | <b>77</b> |
| 5.4.1. Otokorelasyon Testi Bulguları .....                                                       | 79        |

|                                                                        |            |
|------------------------------------------------------------------------|------------|
| 5.4.2. Sabit Varyans Sıralamaları .....                                | 79         |
| <b>5.5. REGRESYON ANALİZİ BULGULARI .....</b>                          | <b>80</b>  |
| 5.5.1. Tüm Örnekleme Ait Bulgular .....                                | 80         |
| 5.5.2. Kriz Öncesi ve Kriz Sonrası Döneme Ait Bulgular .....           | 84         |
| 5.5.3. Seçilmiş Sektörler İçin Regresyon Bulguları.....                | 87         |
| 5.5.4. Finansal Esneklik, Politik Risk ve Firma Yatırımları .....      | 89         |
| 5.5.5. Politik Risk ve Optimal Yatırım Tutarı .....                    | 92         |
| 5.5.6. Politik Risk, Nakit Bulundurma ve Firma Yatırımları.....        | 94         |
| 5.5.7. Politik Risk, Duran Varlık Yoğunluğu ve Firma Yatırımları ..... | 95         |
| 5.5.8. Politik Risk Unsurları ve Firma Yatırımları .....               | 97         |
| 5.5.9. Ülke Düzeyinde Analizler.....                                   | 100        |
| 5.5.10. Alternatif Politik Risk Ölçümüne Göre Bulgular .....           | 102        |
| <b>SONUÇ.....</b>                                                      | <b>105</b> |
| <b>KAYNAKÇA .....</b>                                                  | <b>111</b> |
| <b>EK 1 ORJİNALLİK FORMU.....</b>                                      | <b>129</b> |
| <b>EK 2 ETİK KURUL MUAFİYET FORMU.....</b>                             | <b>131</b> |

## KISALTMALAR DİZİNİ

|       |                                                                      |
|-------|----------------------------------------------------------------------|
| ABD   | Amerika Birleşik Devletleri                                          |
| AR-GE | Araştırma Geliştirme                                                 |
| BAE   | Birleşik Arap Emirlikleri                                            |
| CAPM  | Capital Assets Pricing Model (Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli) |
| DGBAS | Directorate General of Budget, Accounting and Statistics Taiwan      |
| ESG   | Environmental, Social, Governance / Çevresel, Sosyal ve Yönetişim    |
| GMM   | Genelleştirilmiş Momentler Tahmincisi                                |
| ICRG  | International Country Risk Guide                                     |
| MSCI  | Morgan Stanley Capital International                                 |
| PRS   | Political Risk Services                                              |
| WGI   | World Governance Index (Dünya Bankası Yönetişim Endeksi)             |
| WLS   | Ağırlıklı En Küçük Kareler                                           |

## TABLOLAR DİZİNİ

|                                                                                                                            |     |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Tablo 1.1 Nakit akış hesaplama örneği.....                                                                                 | 20  |
| Tablo 2.1 Çeşitli kuruluşların politik risk derecelendirmeleri ve bileşenleri .....                                        | 30  |
| Tablo 2.2 Alon ve Martin (1998) politik risk derecelendirme modeli .....                                                   | 32  |
| Tablo 3.1 Firmalar tarafından tercih edilen sermaye bütçeleme teknikleri üzerine yapılan çalışmalara ilişkin bilgiler..... | 38  |
| Tablo 3.2 Politik risk ve sermaye maliyeti ilişkisi üzerine yapılan araştırmalar.....                                      | 42  |
| Tablo 3.3 Politik risk ve firma yatırımları ilişkisi üzerine yapılan araştırmalar.....                                     | 44  |
| Tablo 4.1 Örneklemde yer alan ülkeler ve firma sayıları .....                                                              | 47  |
| Tablo 4.2 Araştırmada kullanılan değişkenler.....                                                                          | 52  |
| Tablo 4.3 ICRG politik risk derecelendirmesi alt unsurları .....                                                           | 55  |
| Tablo 4.4 Panel birim kök testlerinin sınıflandırılması .....                                                              | 64  |
| Tablo 5.1 Açıklayıcı istatistikler.....                                                                                    | 66  |
| Tablo 5.2 Korelasyon matrisi .....                                                                                         | 76  |
| Tablo 5.3 Birim kök test sonuçları .....                                                                                   | 77  |
| Tablo 5.4 Breusch & Pagan lagrange çarpanı ve Hausman testi bulguları .....                                                | 78  |
| Tablo 5.5 Inoue ve Solon (2006) otokorelasyon testi bulguları .....                                                        | 79  |
| Tablo 5.6 Değişen Varyans Testi Bulguları .....                                                                            | 79  |
| Tablo 5.7 Politik risk ve firma yatırımları regresyon bulguları.....                                                       | 81  |
| Tablo 5.8 Kriz, kriz öncesi ve kriz sonrası regresyon bulguları.....                                                       | 85  |
| Tablo 5.9 Seçilmiş sektörlerde politik risk ve firma yatırımları ilişkisi.....                                             | 88  |
| Tablo 5.10 Finansal esneklik, politik risk ve firma yatırımları .....                                                      | 90  |
| Tablo 5.11 Yatırım verimliliğine göre politik risk ve firma yatırımları ilişkisi .....                                     | 93  |
| Tablo 5.12 Nakit bulundurma düzeylerine göre politik risk ve firma yatırımları ilişkisi.....                               | 95  |
| Tablo 5.13 Duran varlık yoğunluğuna göre politik risk ve firma yatırımları ilişkisi .....                                  | 96  |
| Tablo 5.14 Bekaert vd. (2005) tarafından hazırlanan politik risk bileşenleri.....                                          | 98  |
| Tablo 5.15 Politik risk bileşenleri ve firma yatırımları ilişkisi.....                                                     | 99  |
| Tablo 5.16 Politik risk ve firma yatırımları ülke düzeyinde analizler.....                                                 | 101 |
| Tablo 5.17 Alternatif politik risk ölçümüne göre regresyon bulguları.....                                                  | 103 |

## GRAFİKLER DİZİNİ

|                                               |    |
|-----------------------------------------------|----|
| Grafik 5.1 2001-2021 INV ortalamaları .....   | 69 |
| Grafik 5.2 2001-2021 TQ ortalamaları .....    | 69 |
| Grafik 5.3 2001-2021 CF ortalamaları .....    | 70 |
| Grafik 5.4 2001-2021 LEV ortalamaları .....   | 71 |
| Grafik 5.5 2001-2021 SIZE ortalamaları .....  | 71 |
| Grafik 5.6 2001-2021 NWC ortalamaları .....   | 72 |
| Grafik 5.7 2001-2021 SG ortalamaları .....    | 72 |
| Grafik 5.8 2001-2021 D_DIV ortalamaları ..... | 73 |
| Grafik 5.9 2001-2021 GDP ortalamaları .....   | 74 |
| Grafik 5.10 2001-2021 PR ortalamaları .....   | 74 |

## GİRİŞ

İşletme tarafından duran varlık edinimi için yapılan sermaye harcamaları firma yatırımı olarak değerlendirilir. Firma yatırımları, iktisat ve işletme finansmanı disiplinlerinin ele aldığı başlıca konular arasında yer almaktadır. İktisat bilimi, firma yatırımlarının optimal düzeyini konu edinir. İşletme finansmanı disiplini ise firma yatırımlarında etkili olan faktörleri açıklamaya çalışır. Bu faktörler; mikro faktörler ve makro faktörler şeklinde temel bir sınıflandırmaya tabi tutulabilir.

Mikro faktörlerin başında finansal faktörler gelmektedir. Firmaların büyüme olanakları, finansmana erişim düzeyleri, sermaye maliyetleri, borçlanma düzeyleri vb. birçok faktör firma yatırımlarında etkili olan finansal faktörler olarak değerlendirilebilir (Almeida ve Campello, 2007; de Guevara vd., 2022; N. Ding vd., 2020). Finansal faktörlere ek olarak; firmaların kurumsal yönetim anlayışları, üst düzey yöneticilerin davranışsal tutumları gibi firma düzeyinde diğer faktörler de yatırım kararları üzerinde etkili olmaktadır (Dogru, 2018; H. J. Kim ve Mun, 2022; Malmendier ve Tate, 2005).

Makro faktörler; firmaların muhatap oldukları dış çevreden kaynaklanan faktörlerdir. Ülke riski kapsamında ele alınacak tüm riskler makro faktörlere örnek gösterilebilir. Ülkelerin politik riskleri, firma yatırımlarına olumsuz etki eden bir faktör olarak ele alınmaktadır (Alam vd., 2023; Altug vd., 2007; Jones, 2019). Ülke risk kapsamında değerlendirilebilecek makro ekonomik performans ve politika belirsizliği gibi faktörler, firma yatırımlarında etkili olan diğer makro faktörlerdir. Literatürde bu bağlamda yapılmış birçok araştırmadan söz edilebilir (Drobetz vd., 2018; Farooq vd., 2021).

Politik riske ilişkin net bir çerçeve çizmek ve tanımlama yapmak oldukça güçtür. Kobrin, (1979: 67-68), literatürde yer alan politik risk tanımlarında çeşitli yaklaşımlardan bahsetmektedir:

Birinci yaklaşım; politik riski, hükümetler tarafından izlenen politikaların iş ortamına olumsuz etkileriyle ilişkilendirilmektedir. Özellikle finansal serbestleşme akımları sonrası çok uluslu şirketlere açılan yeni pazar olanakları, ev sahibi ülke yönetimlerinden kaynaklı birtakım olumsuzlukları da beraberinde getirmiştir. Yabancı yatırımlara

uygulanan ayrımcı vergi politikaları ve yabancı yatırımlara el koyma gibi uygulamalar bunlara örnektir.

İkinci yaklaşım; politik riski, politik olaylarla ilişkilendirmektedir. Bu kapsamda değerlendirilen politik riskler; savaş, terör, iç karışıklık gibi şiddet içerikli olayları içerir. Bu iki yaklaşıma ek olarak zayıf demokratik rejimlerde gözlenen askeri darbeler ve yolsuzluk vakaları da birer politik risk çeşidi olarak kabul edilebilir.

Politik risk kaynaklarının çok olması, kavrama ilişkin üzerinde uzlaşılmış bir tanımlamayı güç kılmaktadır. Ancak yukarıda bahsedilen her iki yaklaşımda da büyük oranda belirleyici olan faktörler; ülke yönetimlerinin aldıkları kararlar ve gerçekleştirdikleri aksiyonlardır. Bu bağlamda işletmeler için politik risk, ülke yönetimlerinin aldıkları kararların ve gerçekleştirdikleri aksiyonların iş ortamını olumsuz etkileme durumudur.

Finans literatüründe politik risk temalı birçok araştırma yer almaktadır (Ahmad vd., 2023; Cashman vd., 2016; Hasan vd., 2022; T. Huang vd., 2015; Kesternich ve Schnitzer, 2010; Le ve Tran, 2022; Mishra, 2023; Pham, 2019). Bu araştırmalar; nakit bulundurma düzeyi, yatırım politikası, sermaye maliyeti, sermaye yapısı, temettü politikası gibi finans teorisinin ilgilendiği temel konular hakkındadır. Bu araştırmanın odak noktası ise politik riskin firma yatırımlarına etkisi üzerinedir. Araştırma, politik riske daha çok maruz kaldıkları için gelişmekte olan piyasaları konu etmektedir.

Gelişmekte olan piyasalar, özellikle finansal serbestleşme hareketlerinden sonra sermayenin yoğun bir şekilde yönelim gösterdiği piyasalardır. Gelişmekte olan ülkelerde sermaye piyasalarının hızlı yükselişi yakın dönem finans tarihinin en önemli gelişmeleri arasında görülmektedir (Perotti ve Van Oijen, 2001: 43-44). Gelişmekte olan piyasalar gerek portföy yatırımları için gerekse reel ekonomi yatırımları için yatırımcılara uluslararası çeşitleme yapabilme olanağı sağlar. Yüksek oynaklık düzeyine sahip olmalarına rağmen yüksek getiri potansiyeline sahip olmaları, gelişmekte olan piyasaları yatırımcılar için cazip kılmaktadır. Buna karşılık gelişmekte olan piyasalar ülke riskine daha fazla maruz kalmaktadırlar (Kohers vd., 2006: 3). Gelişmekte olan piyasalardaki anti demokratik uygulamalar, savaş, terör gibi şiddet içerikli olaylar ve iş ortamını olumsuz etkileme olasılığı olan birçok politik faktör, bu piyasalar özelinde politik riskin

etkilerinin anlaşılmasını önemli kılmaktadır. Bu doğrultuda; araştırma kapsamında ele alınan temel hipotez aşağıdaki gibidir. Diğer hipotezlere ise metodoloji bölümünde yer verilmiştir:

- $H_1$ : “Politik risk, gelişmekte olan piyasalarda firma yatırımlarını olumsuz etkilemektedir.”

Politik risk, yatırım ve proje değerlendirme teorisi kapsamında ele alındığında iki yönlü bir etkiye sahiptir:

- i) Politik risk, yatırımlardan beklenen nakit akışlarını olumsuz etkileyebilir (Bekaert vd., 2016: 1). Bir yatırımdan beklenen nakit akışları, olumsuz politik bir müdahale, savaş, terör gibi çeşitli politik riskler sebebiyle kesintiye uğrayabilir.
- ii) İkinci etki ise politik risklerin sermaye maliyetine etkisidir. Politik risk firmaların daha yüksek yabancı kaynak maliyetine katlanmalarına sebep olabileceği gibi özsermaye maliyetini de yükseltir (Belkhir vd., 2017; Cashman vd., 2015). Yüksek sermaye maliyeti firmaların yatırım kararlarında daha çekingen hareket etmelerine sebep olabilecektir.

Politik risk ve yatırım ilişkisi üzerine literatürde yer alan araştırmalar iki yönlü ele alınabilir:

- i) Birinci grupta yer alan araştırmalar, sermaye bütçeleme sürecinde politik riskin etkisini konu etmektedir. Bu çalışmalarda finans yöneticilerinin sermaye bütçeleme süreçlerine politik riski dahil edip etmedikleri ve politik riskin sermaye maliyetine etkisi araştırılmıştır (Holmén ve Pramborg, 2009; X. Li vd., 2018; Mishra, 2023).
- ii) İkinci grup araştırmalarda ise politik riskin firmaların yatırım düzeylerine etkisi test edilmektedir (Amore ve Corina, 2021; Y. Chen, 2022). Bu araştırmalar, politik riskin sonuçlarına odaklanmaktadır ve firmaların yatırım davranışlarına etkisini ortaya koymaktadır.

Araştırma örneklemini, MSCI (Morgan Stanley Capital International) tarafından gelişmekte olan piyasa olarak sınıflandırılmış ülke borsalarında yer alan firmalardan oluşturulmuştur. Örnekleimde yer alan firmaların yer aldıkları ülkeler; Brezilya, Şili, Çin,

Mısır, Yunanistan, Hindistan, Endonezya, Güney Kore, Kuveyt, Malezya, Meksika, Peru, Filipinler, Polonya, Rusya, Suudi Arabistan, Güney Afrika, Tayvan, Tayland, Türkiye ve BAE'dir (Birleşik Arap Emirlikleri). Kolombiya, Macaristan ve Çekya, MSCI tarafından gelişmekte olan piyasa olarak sınıflandırılmalarına rağmen düşük firma sayısına sahip olmaları sebebiyle araştırmaya dahil edilmemişlerdir. Araştırma periyodu ise 2001-2021 arası dönemdir. Tez çalışması kapsamında gerek araştırma örnekleme gerekse araştırma periyodu mümkün olduğu kadar geniş tutulmuştur. Böylelikle; gelişmekte olan piyasalarda politik riskin firma yatırımlarına etkisinin daha detaylı bir şekilde ortaya konulması amaçlanmıştır.

Araştırmanın metodolojisi panel regresyon analizidir. Panel regresyon analizlerinde, firma etkisi ve yıl etkisini içeren iki yönlü sabit etkiler tahmincisi kullanılmıştır. Araştırma örnekleminin geniş bir veri setini ihtiva etmesi sebebiyle, tez çalışması kapsamında uygulanan analizler farklı örneklem grupları için tekrar edilmiştir. Destekleyici nitelikte olan bu analizlerin uygulanmalarında temel gerekçe, araştırma örnekleminin sermaye piyasası gelişmişlik düzeyine göre benzer ülkelerden oluşturulmuş olmasına rağmen, ülkelerin politik risk profili açısından farklı özellikler gösteriyor olmalarıdır. Örneğin; Türkiye, Mısır, Çin ve Rusya gibi ülkeler politik risklere daha fazla maruz kalıyorlar iken; Güney Kore, Polonya ve Yunanistan gibi ülkelerde daha mutedil politik ortamlardan söz edilebilir.

Örneklemden kaynaklı düzenlemelere ek olarak, araştırma periyodunda da birtakım düzenlemelere gidilmiştir. Yukarıda değinildiği gibi, araştırma periyodu 2001-2021 arası dönemdir. Araştırma periyodunda yaşanan 2008 krizi, firmaların nakit, borçlanma ve yatırım politikalarında önemli etkiler bırakmıştır. Bu sebeple, analizler kriz öncesi ve sonrasına ilişkin periyotlar için tekrarlanmıştır.

Araştırma örnekleminde ve araştırma periyodunda yapılan düzenlemeler, politik risk ve yatırım ilişkisini açıklamada firma karakteristiklerini ihmal etmektedir. Bu doğrultuda; nakit bulundurma, kaldıraç düzeyi, finansal esneklik, yatırım verimliliği gibi çeşitli faktörlere göre oluşturulan alt örneklem grupları için ek analizler uygulanmıştır. Bu analizler, politik riskin firma yatırımlarına olan etkisinin hangi faktörlere göre şiddetlendiğini ya da azaldığını anlamak adına önemlidir. Literatürden gözlemlendiği

kadarıyla, politik risk ve yatırım ilişkisini, bu araştırma kapsamında uygulanan ve genelden özele doğru geliştirilen yaklaşımla ele alan başka araştırmaya rastlanmamıştır.

Araştırmadan elde edilen bulgular politik riskin negatif etkilerini tespit etmek ve bu etkilerin hangi durumlarda ortaya çıktığını netleştirmek adına önemlidir. Elde edilen bulgular, politik risklerin azaltılmasında ana muhatap olan kamu otoritelerine, gelişmekte olan piyasalarda yatırım yapmayı düşünen çok uluslu şirketlere ve politik riskin negatif etkilerini elimine etmek isteyen finans yöneticilerine birçok bilgi sunmaktadır.

Araştırmanın geri kalanına ilişkin bilgiler şu şekildedir:

- I. Bölüm’de; firma yatırımlarına ilişkin teorik çerçeve aktarılmıştır. Bu bölümde optimal yatırım düzeyini konu alan iktisadi modeller, firma yatırımlarında etkili olan faktörler ve sermaye bütçeleme teknikleri hakkında temel bilgilere yer verilmiştir.
- II. Bölüm’de; politik risk ve firma yatırımlarına ait teorik çerçeve, politik riskin sermaye bütçeleme süreçlerindeki rolü üzerinden ele alınmıştır.
- III. Bölüm; araştırmanın teorik çerçevesiyle ilintili literatür taramasını içermektedir.
- IV. Bölüm; araştırmanın metodoloji bölümüdür. Bu bölüm; araştırma örnekleme, veri seti, araştırma modeli ve araştırmada kullanılan nicel yöntemlere ilişkin bilgileri içermektedir.
- Araştırmanın V. Bölümü’nde, çalışmada uygulanan regresyon modelinden elde edilen bulgulara yer verilmiştir. Ek olarak, elde edilen bulgular, ilişkili literatürle birlikte ele alınarak tartışılmıştır.
- VI. Bölüm ise araştırmanın sonuç ve değerlendirme bölümüdür. Bu bölüm; araştırmadan elde edilen bulgulara ilişkin genel bir değerlendirmeyi ve geliştirilen önerileri içermektedir.

## **1. BÖLÜM**

### **YATIRIM TEORİSİ ÜZERİNE TEORİK ÇERÇEVE**

Yatırım kavramı, işletme bilimi ve iktisat bilimi açısından farklı şeyler ifade eder. İktisat bilimi açısından yatırım; belirli bir dönemde üretilen ve ithal edilen mallardan tüketilmeyerek veya ihraç edilmeyerek bir sonraki döneme aktarılan kısmıdır. İşletme bilimi açısından yatırım kavramı ise firmanın toplam varlıklarını artırmak için yapılan her türlü harcamaya karşılık gelir (Aksöyek ve Yalçiner, 2014: 111). İşletme varlıkları, dönen varlıklar ve duran varlıkların toplamından oluşur. Ancak yatırım teorisinin ilgilendiği konu duran varlıklara yapılan yatırımlardır. Firmaların duran varlıklarını artırmak amacıyla yaptıkları her türlü yatırım faaliyeti firma yatırımı olarak değerlendirilir.

Araştırmanın bu bölümünde yatırım teorisi hakkında bilgiler sunulmuştur. Öncelikle optimal yatırım düzeyini konu alan iktisadi teoriler ele alınmıştır. Devamında ise firma yatırımlarında etkili olan faktörler; mikro faktörler ve makro faktörler şeklinde sınıflandırılarak aktarılmıştır. Bu bölüm, yatırım ve proje değerlendirme teknikleri hakkında aktarılan teorik bilgiler ile sona ermektedir. Yatırım ve proje değerlendirme teknikleri başlığı altında, en sık kullanılan sermaye bütçeleme tekniklerine ve sermaye maliyeti hesaplamalarının detaylarına yer verilmiştir.

#### **1.1. FİRMA YATIRIMLARI ÜZERİNE GELİŞTİRİLEN İKTİSADİ TEORİLER**

Optimal yatırım düzeyini konu edinen başlıca dört iktisadi teoriden söz edilebilir. Bunlar; neoklasik yatırım teorisi, hızlandıran yatırım modeli teorisi, likidite ve Q teorisidir (Farooq vd., 2022; Jangili ve Kumar, 2012). Ancak firmalar için optimal yatırım tutarını, bir diğer ifadeyle optimal sermaye stoğunu konu edinen tüm teorik modeller keskin varsayımlar içermektedir. Ek olarak bu teoriler yatırım kararlarında belirleyici olan borçlanma kapasitesi, borçlanma maliyeti, özkaynak maliyeti, firma ölçeği, karar vericilerin davranışsal tutumları gibi firmalara özgü birçok faktörü ihmal etmektedir. Bu sebeple, araştırma kapsamında optimal yatırımı konu edinen iktisadi modellerin sadece başlıcalarına yer verilmiştir.

### 1.1.1. Neoklasik Yatırım Teorisi

Nelson (1966) tarafından ortaya konan teori, neoklasik üretim fonksiyonunu temel aldığı için neoklasik yatırım teorisi olarak adlandırılmaktadır. Başlıca varsayımları aşağıdaki gibidir (Farooq vd., 2022: 3):

- Piyasada belirsizlik yoktur.
- Firmalar tam rekabet koşulları altında faaliyetlerini sürdürürler.
- Ekonomide azami istihdam oranı yakalanmıştır.
- Firmaların belirli bir faiz oranından borçlanabilecekleri etkin bir piyasa mevcuttur.
- Firmalar, net bugünkü değerlerini ve gelecekteki nakit akışlarını maksimize edebilecek yetiye sahiptirler.

Neoklasik yatırım teorisi modelinde; kâr maksimizasyonu güdüsüyle hareket eden firmaların, belirli bir miktar ürünü hangi girdilerle üretebileceği sorusuna yanıt aranmaktadır. Bu soru, yatırım veya sermaye stoğu penceresinden bakıldığında “Firmanın optimal sermaye stoğu ne olmalıdır?” sorusuna karşılık gelmektedir. Teoriye göre firmanın optimal sermaye stoğu, talep edilen ek birim sermaye maliyetinin firmaya sağladığı marjinal getiri ile sermaye maliyetinin eşit olduğu noktada sağlanmaktadır (Berber, 2019: 169).

Yukarıda bahsedildiği gibi neoklasik teoriye göre yatırımlar, ilave bir yatırımın marjinal getirisiyle marjinal maliyetinin bir fonksiyonudur. Yatırım analizleri bu iki parametre karşılaştırılarak yapılır. Neoklasik teoriye göre yatırımları etkileyen başlıca faktörler, faiz oranı, vergiler, sermayenin getirisindeki beklenen artışlar ve sermaye mallarının fiyatlarıdır (Güven, 2013: 3).

### 1.1.2. Hızlandıran Yatırım Modeli Teorisi

Hızlandıran yatırım modelinin temeli, talep artışlarının yatırımları tetiklediği varsayımına dayanmaktadır (Güven, 2013: 3). XX. yüzyılda, Keynesyen düşüncenin güçlenmesiyle birlikte önem kazanan teoriye göre, yatırımlara tahsis edilen sermaye harcamaları, makroekonomik çıktılar ile fonksiyonel bir ilişki halindedir. Yüksek büyüme oranı dönemlerinde sanayi ürünlerine olan talep artacağı için endüstriyel ürünlere olan talep

artacaktır. Bu durumda; firmalar ya fiyat artışına gidecekler ya da daha fazla sermaye harcaması yaparak üretim kapasitelerini genişleteceklerdir. Teoriye göre firmalar genellikle sermaye harcamalarına yönelerek üretim kapasitelerini artırma yoluna gitmektedirler (Farooq vd., 2022: 3).

Hızlandıran yatırım modeli teorisine göre duran varlıklara yapılacak yatırımlar, arzu edilen sermaye stoğuna uyum süreci olarak tanımlanmaktadır. Ürünleri talep artışı yaşayan firmalar, daha fazla sermaye stoğuna sahip olmak isterler. Teori, basit hızlandıran ve esnek hızlandıran olarak iki şekilde ele alınmaktadır. Basit hızlandıran modele göre firmalar değişen talebe göre sermaye stoklarını anında ayarlayabilmektedirler. Bu varsayımın gerçekçilikten uzak olması esnek hızlandıran modellerin geliştirilmesine sebep olmuştur. Esnek hızlandıran modellerde, firmalar artan talebe karşı hemen yatırım aksiyonunu gerçekleştiremez. Esnek hızlandıran modelde, yatırımlara ilişkin karar alma süreçlerinde olası gecikmeler de gözletilmektedir (Baddeley, 2003).

### **1.1.3. Likidite Teorisi**

Likidite teorisi, ilk defa Tinbergen (1938) tarafından ortaya atılmıştır (Farooq vd., 2022: 4). Likidite teorisi, hızlandıran yatırım modeli teorisinin test edilmesi sonucu ortaya çıkan bir teoridir. Tinbergen (1938), hızlanma prensibinin daha esnek bir biçimini tartışarak, yatırım davranışının tüketim malları üretimindeki artış oranına daha fazla bağlı olabileceğini, ancak yatırımın hemen bir zorunluluk olmadığını önermektedir. Tinbergen (1938) yatırım dalgalanmalarının daha doğal bir açıklaması olarak kâr dalgalanmalarının dikkate alınabileceğini öne sürmektedir.

Likidite teorisine göre, arzulanan sermaye stoku veya yatırım ile ilgili kararlar esas olarak kâr hacmine bağlıdır. Yatırım kararlarının kârlılık kapasitesine bağlı olduğu varsayılmaktadır. Kârlılık, yeni yatırımlar için iç fonların tedarik edilmesini kolaylaştırır. Teoriye göre firmalar dış finansman konusunda daha tedbirli hareket ederler. Bu sebeple yatırım kararları, iç kaynaklar ve kârlılık düzeyine bağlıdır (Farooq vd., 2022: 4).

Likidite teorisi, sermaye piyasalarının, işletmeler ve fon sağlayıcıları arasındaki asimetrik bilgi nedeniyle mükemmel olmadığını varsayar. Bu durum, iki tür finansman kaynağının

(dış ve iç) maliyetleri arasında bir fark oluşturur. Bu nedenle, dış finansman firmaların yatırımlarını kısıtlar ve yatırım faaliyetleri iç fonlarla sınırlı hale gelir (Whited, 1992).

#### 1.1.4. Q Teorisi

Ladenson (1971) ve Tobin (1969) tarafından geliştirilen teoriye göre firma yatırımları, Q oranı ile açıklanmaktadır. Q oranı, kurulu sermayenin piyasa değeri ile kurulu sermayenin yerine koyma maliyeti arasındaki orandır (Farooq vd., 2022: 3):

Q oranı ve yatırım ilişkisine ait bilgiler aşağıdaki gibidir (Berber, 2019: 171):

- Q oranının birden büyük olması durumunda; firmalar sahip oldukları sermaye stoğunu büyütmek için yatırım yaparlar.
- Q oranının birden küçük olması durumunda; firmalar yatırım yapmayı tercih etmezler. Yenileme yatırımı dahi yapmazlar.
- Q oranının bire eşit olması durumunda; firmalar sadece yenileme yatırımı yaparlar.

Yukarıda değinildiği gibi Q oranı, bir sermaye harcamasına ait piyasa değeri ve ona ilişkin yerine koyma maliyetini içerir. Bu durum marjinal Q oranı olarak ifade edilmektedir. Hayashi (1982), üretim ve yatırımın ölçeğe göre sabit getiriler sağlaması durumunda, marjinal Q oranının ortalama Q oranına eşit olduğunu ileri sürmüştür. Marjinal Q oranının ortalama Q oranına eşit olduğu savı, Q oranının daha kolay ölçülebilir olmasını sağlamıştır. Bu durum, Q oranının işletme finansı araştırmalarında çok sık kullanılan bir değişken olmasının da önünü açmıştır (Aktaran: T.-F. Chen vd., 2021:1)

Q teorisi, firma verileriyle yatırım düzeylerini açıklayan ekonometrik modeller arasında açıklama gücü en yüksek model olarak kabul edilmektedir (Eberly vd., 2008). Ancak; firma yatırımları üzerine yapılan ampirik araştırmalarda izlenen yaygın metodoloji, firma yatırımlarını açıklamada Q oranına ek olarak çeşitli kontrol değişkenlerini de eklemek şeklindedir. Araştırmanın devamında, Q teorisi ekseninde, firma yatırımlarında belirleyici olan diğer faktörlere yer verilmiştir.

## 1.2. FİRMA YATIRIMLARINDA BELİRLEYİCİ OLAN FAKTÖRLER

Yukarıda ele alınan iktisadi teoriler, firmaların optimal yatırım düzeyini konu etmektedir. Bu teorilerin firma yatırımlarında etkili olan faktörler üzerine bir açıklama getirme amaçları yoktur. Fakat gerçek hayatta firmaların yatırım kararlarını etkileyen pek çok faktör söz konusudur. Literatürde, firma yatırımlarında belirleyici olan faktörler üzerine yapılmış birçok araştırma yer almaktadır (Ajide, 2017; Grunfeld, 1958; Jangili ve Kumar, 2010; Saquido, 2003). Bu bağlamda yapılmış araştırmalar, çoğunlukla, yatırımların finansmanına etki eden faktörlere odaklanmaktadır. Finansal kısıtlar, büyüme olanakları ve nakit akışları yatırımların finansmanında odaklanılan başlıca faktörler arasında yer almaktadır.

Firma yatırımlarında etkili olan faktörler üzerine yapılan çalışmalarda test edilen modeller, istatistiki analizlerin doğası gereği mükemmel açıklama gücüne sahip değildirler. Ancak bu araştırmalarda sıklıkla kullanılan açıklayıcı değişkenler, firma yatırımlarında belirleyici olan faktörler olarak ele alınabilir.

Araştırmada, firma yatırımları üzerine yapılan ampirik çalışmalarda test edilen modellerde yer alan açıklayıcı değişkenler takip edilerek firma yatırımlarına etkili olan faktörlere ilişkin mikro faktörler ve makro faktörler şeklinde bir sınıflandırmaya gidilmiştir. Mikro faktörler; başta firmanın finansal durumunu yansıtan faktörler olmak üzere, işletmenin iç çevresiyle alakalı faktörleri kapsar. Makro faktörler ise firmaların faaliyet gösterdikleri dış çevre kaynaklı faktörlerdir.

### 1.2.1. Mikro Faktörler

Mikro faktörler; firma düzeyinde faktörlerdir ve firma yatırımlarına ilişkin yapılan araştırmaların merkezini oluşturmaktadır. Bu araştırmalara temel teşkil eden çalışma Hayashi (1982) tarafından geliştirilen ve Q teorisini temel alan modeldir. Mikro faktörler arasında en önemli faktörler, firmaların finansal yapılarına ilişkin faktörlerdir. Firmaların finansman olanakları, büyüme kapasiteleri, ölçekleri vb. birçok faktör, firma yatırımlarında etkili olan faktörler olarak literatürde yer almaktadır (Gala ve Julio, 2012; Ozdagli, 2012; Roychowdhury vd., 2019; Sanford ve Yang, 2022).

Firma düzeyinde ele alınabilecek diğer mikro faktörler ise yönetimle ilişkili faktörlerdir. Bu faktörler; finansal faktörlere göre literatürde daha az ele alınmaktadırlar. Ampirik araştırmalardan gözlemlenen yönetsel faktörlerin başlıcaları, kurumsal yönetim uygulamaları ve yöneticilerin davranışsal tutumları şeklindedir (P. J. Chen ve Hsu, 2022; Lu ve Wang, 2015; Orbay ve Yurtoglu, 2006; Roychowdhury vd., 2019).

#### 1.2.1.1. Finansal Faktörler

Öncül literatüre göre firmaların yatırım düzeylerini etkileyen en önemli faktör, piyasa değeri veya piyasa değeri temelli diğer ölçütlerdir. Grunfeld (1958), firma yatırımları üzerinde belirleyici olan faktörler üzerine yazdığı doktora tezinde, firma değeri ve yatırımlar arasında pozitif ilişki tespit etmiştir. Buna paralel olarak, Modigliani ve Miller (1958), sermaye yapısı ve firma değeri arasındaki ilişkisizlikten bahsederek, firma yatırımlarının değer maksimizasyonu amacı üzerine gerçekleştirilmesi gerektiğini vurgular. Her iki araştırmanın ortaya koyduğu bulgular ve ileri sürdükleri argümanlar, Q teorisine paraleldir.

Q teorisine göre; mükemmel bir piyasada yatırım kararları, firmanın gelecekteki büyüme olanaklarına bağlıdır. Firmalar; piyasa değerinin, sermayenin yerine konma maliyetinden daha büyük olduğu durumlarda yatırım yaparlar. Bu aynı zamanda, firma yatırımlarının sadece büyüme fırsatlarıyla ilişkili olduğu ve firma yatırımlarını açıklamada Q oranı dışında başka bir şeye ihtiyaç duyulmadığı anlamına gelir (Adu-Ameyaw vd., 2022: 3635).

Modigliani ve Miller (1958), sermaye piyasalarının mükemmel işlediğini varsaymaktadırlar. Firmalar, mükemmel bir piyasada, bilgi asimetrisi, işlem maliyetleri ve finansman erişimine güçlük gibi durumlarla karşılaşmazlar. Bu koşullar altında dış finansman, iç finansmanın tam ikamesidir ve firmaların finansal yapıları yatırım kararlarını etkilemez. Alternatif görüş piyasaların mükemmel olmadığını ileri sürmektedir. Bu durumda iç finansman ile dış finansmanın birbirlerinin ikamesi olamaz. İç finansman ve dış finansmanın birbirlerinin ikamesi olarak kabul edilmediği durumda, firmaların finansman yapıları ve yatırım arasındaki ilişki öne çıkar. Finansal hiyerarşi teorisine göre iç finansman öncelikli finansman kaynağıdır. Ancak iç finansmanın yaratılamadığı durumlarda dış finansman önem kazanır. Dış finansmana erişim güçlüğü

ise finansman kısıtlarını gündeme getirir (Fazzari vd., 1988: 141-142). Literatürde; finansal kısıt altında faaliyet yürüten firmalarda, nakit akışları ve yatırım ilişkisinin, diğer firmalara göre daha kuvvetli olduğuna dair bulgular mevcuttur (Guariglia, 2008).

Finansman kısıtları yatırım teorisinde önemli bir yer tutmaktadır. Literatürde finansal kısıtlar ve yatırım ilişkisini konu edinen birçok araştırma mevcuttur (Bond ve Meghir, 1994; Crisóstomo vd., 2014; Driver ve Muñoz-Bugarin, 2019; Saltari ve Travaglini, 2001; Schiantarelli, 1996). Araştırmalarda elde edilen bulgular araştırma periyodunun özelliklerine ve örneklemdaki firmaların karakteristiklerine göre farklılaşmaktadır. Ancak genel bir sonuç; teorik beklentiye paralel olarak, finansman kısıtlarının mevcudiyetine, piyasaların mükemmel olmadığına ve finansman kısıtlarının nakit akışlarının önemini artırdığına işaret etmektedir.

Finansman kısıtları firmaların finansmana erişim kabiliyetleriyle ilişkidir. Öte yandan firma dışı faktörler de dış finansmana erişim üzerinde etkili olabilmektedir. Konjonktürel hareketler finansman bolluğuna sebep olabilmektedir. Olağan koşullarda dış finansmana erişimi kısıtlı olan firmalar, dış finansmanın ucuz ve bol olduğu durumlarda nakit akışlarına daha az bağlı kalırlar ve dış finansmana erişebilirler. Benzer şekilde kriz dönemlerinde firmaların finansal kısıtlara maruz kalma durumları değişebilir. Driver ve Muñoz-Bugarin (2019) kriz dönemlerinde büyük ölçekli firmaların dahi dış finansmana erişim sorunu yaşadıklarını belirtmektedir.

Büyük ölçekli firmaların ve küçük ölçekli firmaların yatırım dinamikleri farklıdır. Finansman erişimi, sermaye maliyeti, büyüme olanakları gibi temel yatırım dinamiklerinin büyük ölçekli firmalar lehine olması daha olasıdır. Küçük ölçekli firmaların ise dış finansmana erişimi daha güçtür. Driver ve Muñoz-Bugarin (2019) bu durumu teyit eden anket çalışması ve ekonometrik çalışmalardan söz etmektedir. Dış finansmana erişim güçlüğü, firmaları nakit akışlarını daha bağımlı hale getirir ve yatırım kararlarını doğrudan etkiler. Bu durum küçük ölçekli firmalar için daha muhtemeldir.

Firmaların yüksek finansal kaldıraca sahip olmaları, finansman kısıtlamalarına daha fazla maruz kalmalarına sebep olabilir. Kredi kuruluşları, mevcut borçlanma düzeyi yüksek olan firmalara yeni finansman sağlama noktasında daha temkinli davranabilirler. Whited (1992), yüksek kaldıraca sahip firmaların, düşük kaldıraca sahip firmalara göre ödeme

yükümlülükleri sebebiyle nakit akışlarını yeni yatırımlarda değerlendirmede çekingen davranmalarına sebep olabileceklerini belirtir. Bu bağlamda; yüksek kaldıraç, finansal kısıtları tetiklediği ve firmaların nakit akışlarını olumsuz etkileyerek yeni yatırım olanaklarını kısıtladığı çıkarımları yapılabilir.

Yukarıda ele alınan, firma yatırımlarında etkili olan başlıca faktörler; büyüme olanakları, finansman kısıtları ve nakit akışları şeklindedir. Ancak firmaların yatırım faktörlerinde etkili olan finansal faktörler daha geniş bir kapsamda ele alınabilir. Karlılık düzeyi, sermaye maliyeti, likidite düzeyi vb. birçok faktör firma yatırımlarında etkili olabilir. Ancak bu faktörlerin birçoğu birbirleriyle ilintili faktörlerdir. Örneğin; firma yatırımlarını açıklamada önemli bir bağımsız değişken olan nakit akış değişkeni, finansal kısıtlara ait teoriden bağımsız ele alınamaz. Benzer şekilde, sermaye maliyeti ve yatırım ilişkisi, finansal kaldıraç ve yatırım ilişkisine ait teoriyi de büyük oranda kapsar. Bu sebeple firma yatırımlarında etkili olan finansal faktörler, literatüre sadık kalınarak, büyüme olanakları, finansman kısıtları ve nakit akışlar ekseninde ele alınmıştır.

#### 1.2.1.2. Yönetimsel Faktörler

İşletme yönetimlerinin genel özellikleri ve yöneticilerin bireysel özellikleri, tüm işletme fonksiyonlarında, süreçler üzerinde etkili olmaktadır. Yatırım kararları için de benzer bir durum söz konusudur. Yatırım kararları, firma yöneticilerinin bireysel özelliklerinden, yönetimlerin genel özelliklerinden ve finansal konularla doğrudan ilişkili olmayan yönetim uygulamalarından etkilenmektedir. Literatür gözetilerek; yatırım kararlarında etkili olan yönetimsel faktörler, kurumsal yönetim uygulamaları ve yöneticilerin davranışsal tutumları şeklinde iki grupta ele alınmıştır.

**Kurumsal Yönetim Uygulamaları:** Kurumsal yönetim uygulamaları, yatırım kararlarının etkinlik ve verimliliğini birçok farklı açıdan etkileyebilir. Kurumsal yönetim anlayışı, firmaların karlılık düzeyine ve sürdürülebilir büyüme hedeflerine katkıda bulunmaktadır. Bhullar ve Gupta (2024), yapmış oldukları literatür taramasına göre, firmaların yatırım verimliliğinde etkili olan kurumsal yönetim uygulamalarını; finansal raporlama kalitesi, denetim ve muhasebe kalitesi, ESG (Environmental, Social, Governance / Çevresel, Sosyal ve Yönetişim) uygulamaları ve yönetim kurulu yapısı şeklinde raporlamışlardır.

Firma yatırımları ve yönetim kurulu yapısı ilişkisi üzerine yapılan çalışmalarda ele alınan ana faktör yönetim kurulu bağımsızlığıdır. Firmalar, ortaklar ve sahipleri tarafından yönetilebileceği gibi bağımsız yönetim kurulları tarafından da yönetilebilmektedirler. Bu durum vekalet problemi üzerinden bir takım çıkar çatışmalarına yol açabilmektedir. Lu ve Wang (2015), yönetim kurullarının bağımsızlık düzeyleri arttıkça, yatırım kararlarındaki muhafazakâr tutumun hafiflediğini ve ar-ge yatırımlarına daha fazla yönelim gösterildiğini raporlamıştır. Yönetim kurulu üyelerinin, yaş, cinsiyet, görev süresi, eğitim düzeyleri vb. özellikleri yatırım kararlarıyla ilişkilendirilen diğer yönetim yapısı faktörleridir (Ali vd., 2022; Harjoto vd., 2018). Mesleki deneyim, mesleki yeterlilik, risk iştahı gibi karar alma süreçlerinde etkili olan faktörler; yaş, cinsiyet, eğitim düzeyi gibi demografik faktörlere göre şekillenmektedir.

Raporlama kalitesi, denetim kalitesi ve ESG uygulamalarının yatırım teorisindeki yeri ise bilgi asimetrisi üzerinden ele alınmaktadır. Kurumsal yönetimin anlayışının temel ilkeleri arasında yer alan şeffaflık ve hesap verebilirlik kavramları, firmaların daha nitelikli raporlama yapmalarını gerekli kılmaktadır. Buna paralel şekilde, raporlamalarda yer alan bilgilerin güvenilirliği, denetim kalitesinin önemini artırır. Bilgi asimetrisinin azalması, firmaların daha düşük sermaye maliyetiyle yatırımlarını finanse etmelerine, daha iyi kredi derecesine sahip olmalarına ve optimal yatırım düzeyini yakalayabilmelerine yardımcı olabilir. Nitekim literatürde, sürdürülebilirlik raporlaması, entegre raporlama gibi modern raporlama tekniklerinin ve raporlama kalitesinin sermaye maliyeti ve optimal yatırım düzeyine olumlu etkilerine dair bulgular yer almaktadır (Botosan, 1997; F. Chen vd., 2011; Dhaliwal vd., 2011; Q. Li ve Wang, 2010).

**Yöneticilerin Davranışsal Tutumları:** Finansal karar alma süreçlerinde davranışsal faktörlerin rolü, davranışsal finans disiplininin gelişmesiyle birlikte daha sık ele alınan bir konu olmuştur. Yatırım kararlarında üst düzey yöneticilerin davranışsal faktörleri üzerine ise yeni yeni gelişen bir literatürden bahsedilebilir.

Yatırım kararlarında; tahmin edilen nakit akışları, tercih edilecek finansman türü, finansman türüne ilişkin öngörülen sermaye maliyeti gibi faktörler beklentiler etrafında şekillenir. Malmendier ve Tate (2005), araştırmalarında, kendine fazla güvenen CEO'ların yatırım kararlarındaki tercihlerini konu almaktadır. Aşırı güven hipotezine göre; CEO'lar, yatırımlardan beklenen nakit akışlarını olması gerekenden daha yüksek

öngörebilir ve dış finansmanı çok maliyetli bularak iç finansmanı daha çok tercih ederler. Bu durum nakit akışlarına bağımlılığı artırır. CEO'ların davranışsal tutumlarını konu edinen bir diğer araştırma P. J. Chen ve Hsu (2022) tarafından gerçekleştirilmiştir. Araştırma, CEO iyimserliği kavramını ve yatırım ilişkisini konu almaktadır. Araştırma sonuçlarına göre yüksek büyüme fırsatına sahip ve daha fazla araştırma geliştirme harcaması yapan firmalar, iyimser CEO'lar tercih etmektedirler. Gan (2019), CEO'ların yönetim kabiliyetleri ve firmaların optimal yatırım seviyeleri arasında anlamlı bir ilişkiden söz eder.

Literatürde; kişilik özelliklerine ek olarak, davranışsal faktörler üzerinde etkili olan, mesleki deneyim, cinsiyet, şöhret gibi faktörlerin de yatırım kararlarına etkisi üzerine araştırmalar yer almaktadır (Y. Gao vd., 2021; Hu ve Liu, 2015; Ullah vd., 2021; Zhou vd., 2023). Ancak yukarıda yer alan araştırmalarda görüldüğü gibi davranışsal faktörlerin yatırım kararları üzerindeki etkisi, genellikle üst düzey yöneticilerin kişilik özellikleri üzerinden ele alınmıştır.

### 1.2.2. Makro Faktörler

Makro faktörler, firmaların etkileşimde olduğu dış çevreden kaynaklanan faktörlerdir. Bunlar; makro ekonomik faktörler ve politik faktörler olarak ele alınabilir. Makro ekonomik faktörler ve yatırım ilişkisini konu edinen araştırmaların temel argümanı, firmaların yatırım politikalarının, faaliyet gösterilen ülkenin ekonomik koşullarından bağımsız olmadığı hipotezi üzerine kuruludur (Farooq, Tabash, vd., 2023; Ying, 2007). Politik faktörler ise gerek ülke düzeyinde gerekse küresel düzeyde maruz kalınan belirsizlik ve sistematik risklerin, firma yatırımlarına etkisini konu edinmektedir. Bu araştırmalarda öne çıkan konular; politik risk ve türevleri, politika belirsizlikleri, politik olaylar, iklim ve çevre konuları şeklinde sıralanabilir (Alam vd., 2023; W. Choi vd., 2022; Drobetz vd., 2018; Farooq, Ashfaq, vd., 2023; J. Gao ve Zhang, 2024).

Firma yatırımlarında etkili olan makro faktörler, işletmeler tarafından kontrol edilebilir olmayan ve genellikle ülke riskinin bir uzantısı olan faktörleri kapsar. Bu kapsamda ele alınan yatırım faktörleri, makro ekonomik faktörler ve politik faktörler şeklinde iki grupta ele alınmıştır. Makro ekonomik faktörler, ülke ekonomisinin genel seyrinin yatırım dinamiklerine etkisini konu almaktadır. Politik faktörler ise çok çeşitli kaynaklardan

beslenir. Ülke yönetimleri tarafından uygulanan politika belirsizlikleri (ekonomi politikası, maliye politikası vb.), jeopolitik riskler, politik riskler, yönetim değişimleri vb. birçok politik faktör bu kapsamda ele alınabilir.

#### 1.2.2.1. Makro Ekonomik Faktörler

Firmaların yatırım ve finansman politikaları, faiz, enflasyon ve ekonomik büyüme gibi makroekonomik faktörlerden bağımsız değildir. Makro ekonomik göstergeler firmaların beklentilerini şekillendirerek yatırım kararlarını etkiler. Faiz oranı, enflasyon ve ekonomik büyümenin firma yatırımlarına etkisi aşağıdaki gibi özetlenebilir:

**Faiz Oranı:** Yüksek faiz finansman maliyetlerinin artmasına sebep olacaktır. Bu durum sermaye maliyetini yükseltir ve firmaların yatırım düzeylerini olumsuz etkiler (Farooq vd., 2021). Yüksek faiz, firmaların yatırım olanaklarına sahip oldukları durumlarda bile daha çekingen davranmalarına sebep olabilir (Vithessonthi vd., 2017).

**Enflasyon:** Enflasyonist ortamlarda bilgi asimetrisi ve belirsizlik artar. Bu durum firmaların yatırım kararlarında daha çekingen hareket etmelerine sebep olur (Cizkowicz ve Rzońca, 2013: 2). Enflasyon aynı zamanda para politikası ve faiz oranı üzerinde etkili bir faktördür. Bu durum; enflasyonun başka ekonomik parametreler üzerinden, dolaylı olarak da firma yatırımlarına etki etmesine sebep olabilir.

**Gayrisafi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) Büyüme Oranı:** Firma yatırımları ve GSYİH arasındaki ilişki iki yönlü ele alınabilir. Firmalar tarafından yapılan altyapı, duran varlık ve teknoloji yatırımları ekonomik büyümeyi hızlandırır (X. Wang, 2021). Ekonominin hızlı büyüme gösterdiği dönemlerde firmalar yatırım yapmada daha cesur davranırlar. Ayrıca; yüksek büyüme, gerek endüstriyel ürünlere gerekse hane halkı tarafından tüketilen ürünlere talebi artırabilir. Ekonomik gidişatın genel bir fotoğrafını sunan ekonomik büyüme, firma yatırımlarını etkilemektedir (Farooq, Tabash, vd., 2023:4).

Yukarıda, temel makro ekonomik göstergelerin firma yatırımlarına etkisi ele alınmıştır. Öte yandan firmaların yatırım ve finansman politikalarına başka makro ekonomik göstergelerin de etkisi olabilir. Örneğin; finansal gelişmişlik düzeyi, finansal sistemin etkinliğinin bir ölçütüdür ve fon kaynaklarına erişimini etkiler. Doğrudan yabancı yatırımlar, yerel firmaların rekabet dürtülerini tetikleyerek daha fazla yatırım iştahına yol

açabilir (Farooq, Tabash, vd., 2023: 3-4). Ülkelerin genel makro ekonomik performansı, işletmelerin yatırım politikaları başta olmak üzere tüm faaliyetlerini etkilemektedir.

#### 1.2.2.2. Politik Faktörler

Firmaların muhatap oldukları dış çevre faktörleri arasında, ülke yönetimleri tarafından izlenen politikalar, uygulanan yasal mevzuatlar ve ülke yönetimlerinin vatandaşlarına temin etmekle sorumlu oldukları barışçıl ortam önemli bir yer tutmaktadır. Bahsedilen dış çevre faktörleri aynı zamanda belirsizlik ve risklere kaynaklık edebilmektedir. Firma yatırımları ve politik faktörler üzerine gelişen literatür; politika belirsizlikleri, politik riskleri konu almaktadır (Alam vd., 2023; W. Choi vd., 2022; Julio ve Yook, 2012).

Politika belirsizlikleri, özellikle ekonomi politikasındaki belirsizlikler firma yatırımlarını yavaşlatmaktadır (An vd., 2016; Piao ve Jung, 2024). Beklenen nakit akışlarının ve katlanılacak sermaye maliyetinin belirsizlik içerdiği durumlarda, firmalar yatırım kararlarını ertelemek veya iptal etmek durumunda kalabilir. Politik riskler ise ülke yönetimlerinin firmalara tahsis ettiği iş ortamındaki bozulmaların bütünü olarak ele alınabilir. Anti demokratik uygulamalar, hukuk devleti kimliğinden uzak politikalar, hükümet istikrarsızlıkları, terör, savaş gibi barışçıl ortamı tehdit eden olaylar, jeopolitik riskler vb. birçok politik risk kaynağından söz edilebilir. Politik riskler ve firma yatırımlarına ilişkin teorik çerçeve, araştırmanın ikinci bölümünde detaylı bir şekilde ele alınmıştır.

### 1.3. YATIRIM PROJELERİNİ DEĞERLENDİRME YÖNTEMLERİ

Yatırım kararları, finansal yönetimin ilgilendiği temel konular arasındadır. Yatırım projelerinin finansal sonuçları uzun vadede belli olmakta ve projeler büyük sermaye harcamalarını gerektirebilmektedir. Yanlış yatırım kararları, firmaların büyük kayıplar yaşamalarına sebep olabilir. Bu sebeple yatırımların değerlemesinde kullanılacak araçlar oldukça önemlidir. Sermaye bütçeleme teknikleri, yatırım projelerinin değerlemesinde kullanılan araçlardır ve yatırımlara ilişkin karar verme süreçlerinde önemli bir yer tutar.

Literatürde yer alan başlıca sermaye bütçeleme teknikleri paranın zaman değerini dikkate alma ve almama özelliklerine göre ikiye ayrılır. Paranın zaman değerini dikkate almayan sermaye bütçeleme teknikleri; geri ödeme süresi yöntemi ve muhasebe getiri oranı

(kârlılık oranı) yöntemidir. Paranın zaman değerini dikkate alan yöntemler ise indirgenmiş geri ödeme süresi yöntemi, net bugünkü değer yöntemi, iç getiri oranı, kârlılık endeksi ve yıllık eşdeğer gider yöntemidir. Bu yöntemler risk faktörlerini dikkate almamaktadır. Riski gözeten sermaye bütçeleme teknikleri ise riske göre düzeltilmiş iskonto oranı yöntemi, belirlilik eşitliği, olasılık dağılımı, karar ağacı, duyarlılık analizi, senaryo analizi, Monte Carlo simülasyonu ve gerçek opsiyon değerlendirme yöntemleridir (Yılmaz Özekenci ve Düzakın, 2022: 605-607).

Sureka vd. (2022), sermaye bütçeleme teknikleri üzerine yaptıkları sistematik literatür taramasında firmaların kullandıkları sermaye bütçeleme tekniklerinin kronolojisini kısaca şöyle özetlemişlerdir: Öncül literatürde (2000 yılı öncesi) yer alan çalışmalarda, finans yöneticilerinin sıklıkla geri ödeme süresi ve kârlılık oranı tekniklerini tercih ettiği gözlenmiştir. Zamanla, net bugünkü değer ve iç getiri oranı gibi paranın zaman değerini dikkate alan iskonto edilmiş nakit akışları modellerine yönelimin arttığı belirtilmektedir. Kronolojik olarak bakıldığında, zamanla daha karmaşık sermaye bütçeleme tekniklerine yönelimin arttığı söylenebilir. Ayrıca, küçük ve orta ölçekli firmalarda geri ödeme süresi gibi basit yöntemler kullanılmakta iken, büyük ölçekli firmalarda daha karmaşık teknikler tercih edilmektedir.

Firmalar tarafından hangi sermaye bütçeleme tekniklerinin kullanıldığı literatürün yoğunlaştığı bir konudur. Bu araştırmalarda finans yöneticilerine uygulanan anketler ile hangi sermaye bütçeleme tekniklerinin tercih edildiği sorusuna yanıtlar aranmaktadır. Bu bağlamda yapılan araştırmaların bulgularına ilişkin detaylara, tez çalışmasının üçüncü bölümünde yer verilmiştir. Siziba ve Hall (2021) Hindistan, Güney Afrika, Birleşik Krallık ve ABD’de (Amerika Birleşik Devletleri) yerleşik firmaların sermaye bütçeleme teknikleri üzerine yapılan anket çalışmalarının bulgularını derlemiştir. 1966-2016 arası dönemi kapsayan çalışmanın bulgularına göre en sık kullanılan sermaye bütçeleme teknikleri; net bugünkü değer, iç getiri oranı, geri ödeme süresi, muhasebe getiri oranı, yatırım getirisi ve gerçek opsiyon değerlemesi yöntemleridir. Siziba ve Hall (2021) tarafından yapılan çalışmanın örneklemini farklı gelişmişlik düzeylerine sahip ülkeleri kapsamaktadır. Ek olarak geniş bir araştırma periyodunu sahiptir. Tez çalışmasında, teorik bilgilerine yer verilecek sermaye bütçeleme teknikleri, Siziba ve Hall (2021) tarafından sunulan bulgular baz alınarak seçilmiştir.

### 1.3.1. Net Bugünkü Değer Yöntemi

Net bugünkü değer yöntemi, sermaye bütçeleme teknikleri arasında en çok tercih edilen yöntemdir (Batra ve Verma, 2017; T. Kim vd., 2021; Yılmaz Özekenci ve Düzakın, 2022). Net bugünkü değer yaklaşımının en çok tercih edilen yöntem olma sebebi, finansal yönetimin değer maksimizasyonu amacıyla örtüşmesidir. Yöntem, yatırım proje değerlemelerinde paranın zaman değerini gözetir.

Net bugünkü değer yaklaşımına göre bir yatırım projesinin değeri; yatırımdan faydalı ömrü boyunca beklenen nakit akışlarının, beklenen getiri oranına göre iskonto edilmiş toplamlarından, yatırım maliyetinin çıkarılmasıyla elde edilir. Beklenen asgari getiri oranının firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine eşit olması gerekmektedir. Hurda değeri ve başlangıçta yatırılan net işletme sermayesi göz ardı edildiğinde, bir yatırım projesinin net bugünkü değeri Eşitlik 1'deki gibi olacaktır (Ercan ve Ban, 2010: 143):

$$\text{Net Bugünkü Değer} = -I_0 + \sum_{t=1}^n \frac{NNA_t}{(1+i)^t}$$

**Eşitlik 1**

- $I_0$ : Yatırım projesine ait başlangıçta katlanılan maliyet,
- $NNA$ : Yatırım projesinden beklenen nakit akımı,
- $i$ : iskonto oranı (beklenen getiri oranı)

Yatırım projesinden beklenen net nakit akışlarına ilişkin örnek bir hesaplama Tablo 1.1'de sunulmuştur. Net nakit akışı hesaplamasında dikkat edilecek husus amortismanlardır. Amortisman giderleri gelir tablosunda nakit çıkışı gibi görünür. Ancak; finans disiplini gözüyle bakıldığında, amortismanlar döneme ait nakdi gider değildir ve nakit çıkışına sebep olmaz. Bu nedenle amortisman tutarları net kâra tekrar eklenerek nakit akışları hesaplanmaktadır. Amortisman giderleri firmaların vergi matrahlarını düşürdükleri için daha az vergi ödenmesine sebep olur. Bu durum firmalardan vergi için daha az nakit çıkışına sebep olur ve dolaylı olarak fon yaratılmasına olanak sağlar (Aksöyek ve Yalçın, 2014: 113)

Tablo 1.1 Nakit akış hesaplama örneği

|                                                       |               |
|-------------------------------------------------------|---------------|
| Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr                        | 50.000        |
| (Amortisman)                                          | (10.000)      |
| Vergi Öncesi Kâr                                      | 40.000        |
| (Vergi %20)                                           | (8.000)       |
| Net Kâr                                               | 32.000        |
| Amortisman                                            | 10.000        |
| <b>Net Nakit Akışı</b>                                | <b>42.000</b> |
| Kaynak: Aksöyek ve Yalçiner (2014)'ten uyarlanmıştır. |               |

Tablo 1.1'de yer alan nakit akışlarını baz alarak (42.000 TL), faydalı ömrü üç yıl, başlangıç maliyeti 70.000 TL ve beklenen getiri oranı 0,10 olan bir yatırım projesinin net bugünkü değeri aşağıdaki gibi olacaktır:

$$\text{Net Bugünkü Değer} = -70.000 + \frac{42.000}{1,10^1} + \frac{42.000}{1,10^2} + \frac{42.000}{1,10^3} = 34.447,78$$

Yukarıda ele alınan hesaplama, net bugünkü değer yöntemine ilişkin temel düzeyde bir örnektir. Yatırıma ait net bugünkü değer pozitif olduğu için proje kabul edilebilir niteliktedir. Daha yüksek bir net bugünkü değere sahip alternatif projenin bulunması durumunda o proje tercih edilmelidir. Net bugünkü değer yönteminin daha kapsamlı örneklerinde yatırıma ait hurda değerine ve başlangıçta kullanılan net işletme sermayesine yer verilebilir. Ancak yöntemle ilişkin asıl zorluk, nakit akışlarını ve beklenen getiriyi düzgün tahmin etmekle ilgilidir.

### 1.3.2. İç Getiri Oranı

İç getiri oranı yöntemi, net bugünkü değer yöntemiyle aynı yaklaşımı esas almaktadır. İç getiri oranı yönteminde, net bugünkü değer yaklaşımından farklı olarak odak nokta projeye ait iskonto oranıdır. Bir yatırım projesinin net bugünkü değerini sıfıra eşitleyen iskonto oranı, iç getiri oranıdır (Ercan ve Ban, 2010: 151).

$$\text{Net Bugünkü Değer} = -70.000 + \frac{42.000}{(1+IRR)^1} + \frac{42.000}{(1+IRR)^2} + \frac{42.000}{(1+IRR)^3} = 0$$

Net bugünkü değer yöntemi için bir önceki başlıkta ele alınan örnek, iç getiri oranı yöntemine uyarlanmıştır. IRR, iç getiri oranını ifade eder. Bu örneğe göre yatırımın net

bugünkü değerini sıfır yapan getiri oranı, bir diğer ifadeyle iç getiri oranı yaklaşık olarak %36,31'dir. Firmanın sermaye maliyetinin iç getiri oranını aşması durumunda yatırımın net bugünkü değeri negatif olacaktır. Yatırımın pozitif net bugünkü değere sahip olabilmesi için katlanılan sermaye maliyetinin %36,31'den daha düşük olması gerekmektedir.

### 1.3.3. Gerçek Opsiyon Değerleme Yöntemi

Opsiyonlar; belirsizlik altında taraflara bir fiili gerçekleştirme, bir kararı alma veya bir strateji oluşturma imkânı tanır. Gerçek opsiyon değerleme yöntemi, finansal opsiyon sözleşmelerindeki mantığın, finansal olmayan varlıklara uyarlanması yaklaşımını esas almaktadır. Gerçek opsiyon değerleme yönteminde herhangi bir opsiyon kontratı söz konusu değildir. Yöntem, gerçek yatırım opsiyonları üzerine alternatifler üzerinden karar alınması gerektiğini savunmaktadır (Chambers, 2005: 70-71). Bu opsiyonlar; bir projenin terk edilmesi opsiyonu, bir projenin genişletilme opsiyonu ve erteleme opsiyonu şeklinde sıralanabilir (Peterson ve Fabozzi, 2002: 152).

Gerçek opsiyon değerleme yöntemi; geleneksel sermaye bütçeleme tekniklerinin hesaba katmadığı belirsizlik ve risk faktörlerine dayalı yatırım opsiyonlarını gözeten, görece yeni bir yöntemdir. Aşağıdaki örnekte gerçek opsiyon değerleme yöntemi ve net bugünkü değer yöntemlerini karşılaştırılmıştır (Aktaran: Chambers, 2005: 72-73):

Yatırım projesinin; başlangıç maliyeti 100 dolar, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti %15, risksiz faiz oranı %5 ve bir yıl için beklenen nakit akışı 120 dolar olarak varsayılın. Bu durumda, projenin net bugünkü değeri 4,3 dolar olacaktır. Pozitif net bugünkü değer, yatırım projesi hakkında olumlu karar verilmesine yol açabilir. Ancak yatırım projesinin 1 yıl ertelenmesi durumunda aşağıdaki alternatiflerin yaşanacağı varsayılın:

- Pozitif koşullar oluşmuş ve erteleme sonrası beklenen nakit akışları 140 dolar olarak güncellenmiştir.
- Negatif koşullar oluşmuş ve erteleme sonrası nakit akışları 100 dolar olarak güncellenmiştir.

Bir yıllık ertelemenin sonunda negatif koşulların oluşması durumunda beklenen nakit akışı projenin başlangıç maliyetine eşittir. Bu sebeple yatırım gerçekleştirilmez. Pozitif

koşulların oluşması durumunda ise projenin net bugünkü değeri 10,6 dolar olacaktır. Bir yıllık erteleme opsiyonu firmaya ilave değer fırsatı sunmuştur. Buna ek olarak, olumsuz koşullara ilişkin senaryonun da gözlemlenme şansı elde tutulmuştur.

$$\text{Bir Yıllık Erteleme Durumunda NBD (Pozitif Koşullar)} = -\frac{100}{1,15^1} + \frac{140}{1,15^2} = 10,6$$

Gerçek opsiyon değerlemelerinde, karar ağacı, senaryo analizi gibi yöntemler kullanılmaktadır. Ek olarak finansal opsiyonların değerlendirme yöntemleri olan binomial ve Black-Scholes modelleri de gerçek opsiyonlara uyarlanmaktadır (Peterson ve Fabozzi, 2002: 53). Bu modellerin gerçek opsiyonlara uyarlanmalarına dair bilgilere araştırmanın odak noktasını oluşturmadığı için yer verilmemiştir.

#### 1.3.4. Geri Ödeme Süresi Yöntemi

Geri ödeme süresi; yatırım projelerinden beklenen nakit akışlarının, yatırım projesine ait maliyetleri karşıladığı süreyi ifade eder. Örneğin, 10.000 dolar yatırım maliyeti olan ve her yıl 5.000 dolar nakit akışına sahip bir projenin geri ödeme süresi iki yıl olacaktır. Geri ödeme süresi yöntemi, alternatif yatırım projeleri karşılaştırıldığında ön değerlendirme olanağı sağlar. İki yatırım projesi arasında seçim yapılması gerektiğinde geri ödeme süresi kısa olan proje seçilebilir. Ancak bu mutlak bir kural olarak kabul edilemez. Çünkü geri ödeme süresi sonrası beklenen nakit akışları ve projenin faydalı ömrü gibi ilave kriterler, tercih edilecek projenin geri ödeme süresi uzun olan projeye doğru kaymasına sebep olabilir (Peterson ve Fabozzi, 2002: 61-63)

Geri ödeme süresi paranın zaman değerini dikkate almaz. Yöntemin, paranın zaman değerini dikkate alan versiyonu, iskonto edilmiş geri ödeme süresi yöntemidir. İskonto edilmiş geri ödeme süresi yönteminde, beklenen nakit akışlarının bugünkü değerleri hesaplandıktan sonra yatırım maliyetini karşılayan süre hesaplanmaktadır (Peterson ve Fabozzi, 2002: 61-63). Mesela, yukarıdaki örnekte iki yıl için beklenen 5.000 dolar değerindeki nakit akışlarının bugünkü değerleri daha düşük olacaktır. Dolayısıyla projenin geri ödeme süresi iki yıldan daha uzun olacaktır.

Geri ödeme süresi yöntemi; paranın zaman değerini dikkate almayan, temel bir sermaye bütçeleme tekniğidir. Buna rağmen uygulamada sık tercih edilmektedir (Andrés vd.,

2015; Rossi, 2014). Yöntem, basit ve anlaşılır olduğu için küçük işletmeler tarafından daha sık tercih edilmektedir (Sureka vd., 2022).

### 1.3.5. Muhasebe Getiri Oranı

Muhasebe getiri oranı yöntemi, paranın zaman değerini dikkate almayan bir diğer yöntemdir. Muhasebe getiri oranına göre verilecek yatırım kararlarında, muhasebe getiri oranı yüksek olan proje seçilir. Alternatif projelerin olmadığı, tek proje için yapılacak değerlendirmelerde ise yöneticiler kabul edilebilir bir muhasebe getiri oranına göre karar verirler. Muhasebe getiri oranı; bir yatırımın ortalama kârlılığının, o yatırıma ait maliyete oranıdır (Ercan ve Ban, 2010: 149). Örneğin; üç yıl boyunca ortalama 100.000 TL kârlılığa sahip bir projenin yatırım maliyeti 1.000.000 TL olduğu varsayıldığında bu projenin ortalama muhasebe getiri oranı %10 olacaktır.

## 1.4. SERMAYE MALİYETİ HESAPLAMA YÖNTEMLERİ

Sermaye bütçeleme kararlarında en önemli iki girdi; yatırımdan beklenen nakit akışları ve yatırımdan beklenen getiri oranıdır. Yatırımdan beklenen getiri oranı, özellikle net bugünkü değer yöntemi ve iç getiri oranı yöntemi gibi sermaye bütçeleme tekniklerinde, karar alma noktasında belirleyici olmaktadır. Yatırımlardan beklenen getiri oranı için asgari ölçüt, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetidir. Firmalar, yatırımlarını özsermaye ve yabancı kaynaklar ile finanse edebilirler. Bahsedilen finansman kaynaklarının maliyeti sermaye maliyetini oluşturur. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ise yatırım finansmanında kullanılan kaynak türlerinin ağırlıklarına göre (yabancı kaynak ve özsermaye) hesaplanan sermaye maliyetini ifade eder. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin matematiksel formu Eşitlik 2’de sunulmuştur (Ercan ve Ban, 2010: 214):

$$k_a = k_e W_e + k_d (1-t) W_d$$

**Eşitlik: 2**

- $k_a$ : Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini,
- $k_e$ : Özsermaye maliyetini,
- $k_d$ : Yabancı kaynak maliyetini,
- $W_e$ : Yatırım finansmanında özsermaye kullanım oranını,
- $W_d$ : Yatırım finansmanında yabancı kaynak kullanım oranını,

- t: Vergi oranını gösterir.

Firmaların yabancı kaynak temin etmede kullanacağı araçlar çok çeşitlidir. Banka kredileri, tahvil ve bono ihraçları, vadeli satın almalar bunların başlıcalarıdır. Firmalar için yabancı kaynak maliyeti en yalın haliyle faizdir (Ercan ve Ban, 2010: 209). Ağırlık ortalama sermaye maliyeti hesaplamalarında asıl güçlük özsermaye maliyeti hesaplamalarına ilişkindir. Özsermaye maliyeti, firma ortakları tarafından konulan sermayenin maliyetidir. Hissedarlar, temin ettikleri fonlara karşılık kârdan pay alırlar. Hissedarların, temin ettikleri fonlara karşılık bekledikleri getiri oranı özsermaye maliyetini oluşturur. Özsermaye maliyeti hesaplamalarında, CAPM (Capital Assets Pricing Model / Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli) ve kâr payı modeli şeklinde iki yöntem söz konusudur (Aksöyek ve Yalçiner, 2014: 97).

#### 1.4.1. Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli

CAPM, Markowitz tarafından temelleri atılan modern portföy teorisinin üzerine geliştirilmiştir. Sharpe, Lintner ve Tobin gibi araştırmacılar, bir varlığın getirisi ile riski arasındaki ilişki üzerine daha kapsamlı bir bilimsel temel oluşturarak, CAPM'in geliştirilmesine katkıda bulunmuşlardır. CAPM, yatırım yapılması planlanan bir menkul kıymetin sahip olduğu risk ve getiri potansiyeli arasındaki dengeyi gözetmektedir (Karan, 2013: 199).

CAPM, birçok kısıta sahip olmasına rağmen teorik temelleri çok güçlü bir yöntemdir. Literatürde geleneksel CAPM üzerine geliştirilmiş birçok faktör modeli yer almaktadır. CAPM ile özsermaye maliyeti hesaplamaları Eşitlik 3'te yer alan denklem ile yapılmaktadır (Situm, 2021: 2):

$$r_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$$

**Eşitlik: 3**

- $r_e$ : Bir menkul kıymetin beklenen getirisini (özsermaye maliyeti),
- $r_f$ : Risksiz faiz oranını,
- $r_m$ : Piyasa getirisini göstermektedir.
- $\beta$ : Menkul kıymetin piyasa riskine duyarlılığının ölçüsüdür.

CAPM, sadece sistematik risk faktörüne dayalı bir özsermaye maliyeti hesaplamaktadır. Literatürde, CAPM ile özsermaye maliyeti hesaplamalarının yetersiz olduğuna dair bulgular yer almaktadır (Laghi ve Di Marcantonio, 2016). CAPM üzerine geliştirilen farklı faktör modelleriyle bu kısıt aşılacak istenmektedir. Ancak buna rağmen, uygulamada en çok kullanılan özsermaye maliyeti tahmin yöntemi CAPM'dir. Firmaların sermaye bütçeleme tekniklerini araştıran çalışmalarda, bu yönde birçok bulguya rastlanmaktadır (Dedi ve Orsag, 2007; Hermes vd., 2007; Mubashar ve Tariq, 2019; Truong vd., 2008).

Özsermaye tahminlerinde CAPM'e ek olarak farklı faktör modelleri de kullanılmaktadır. Fama-French üç faktör modeli ve CAPM'in farklı versiyonları bunlara örnek olarak gösterilebilir. CAPM dışında kalan faktör modellerinin detaylarına değinilmemiştir.

#### 1.4.2. Kar Payı Modelleri

Kâr payı modelleri, Myron Gordon'un kâr payı modelini temel alır. Gordon'un kâr payı modeline göre özsermaye maliyeti; firmanın yıllar itibariyle ödeyeceği temettüleri, hisse senedinin cari fiyatına eşitleyen iskonto oranına eşittir. Kâr payı modellerine göre hesaplanan özsermaye maliyeti hesaplamaları birtakım kısıtlar içerir. Öncelikle firmanın düzenli olarak temettü dağıttığı varsayılır. Gerçek hayatta ise firmaların temettü politikaları değişiklik gösterebilir. Ek olarak, firmaların ömrü sonsuz kabul edildiğinde, temettü ödemelerini iskonto edecek oranı tespit etmek güçleşir. Çok ileri tarihlerde ödenecek temettülerin bugünkü değerleri, hisse senedinin cari fiyatını daha az etkiler. Bu sebeple temettü ödemelerinin iskonto edilmesinde belirli bir dönemden sonrası yok sayılır. Kâr payı modeline ait bir diğer kısıt dağıtılmayan kârlara ait özsermaye maliyetini yok saymasıdır. Kâr payı modeline göre özsermaye maliyeti Eşitlik 4'teki gibi hesaplanabilir (Aksöyek ve Yalçiner, 2014: 97):

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+k_e)^1} + \frac{D_2}{(1+k_e)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+k_e)^n}$$

**Eşitlik: 4**

- $P_0$ : Hisse senedinin cari fiyatını,
- $k_e$ : Özsermaye maliyetini,
- $D_n$ : Temettü tutarını gösterir.

Literatürde, Gordon'un kâr payı büyüme modelini temel alan farklı modeller yer almaktadır. Özsermaye maliyeti üzerine yapılan araştırmalarda bu modeller sıklıkla tercih edilmektedir (Belkhir vd., 2017; Mishra, 2023). Örtük özsermaye maliyeti modelleri olarak adlandırılabilir bu modeller başlıca dört tanedir<sup>1</sup>:

- Claus & Thomas (2001) modeli,
- Gebhardt vd. (2001) modeli,
- Ohlson & Juettner-Nauroth (2005) modeli,
- Easton (2004) modeli

Yukarıda yer alan örtük özsermaye maliyeti modellerinin detaylarına yer verilmemiştir. Ancak bu modellerin birtakım ortak özellikleri bulunmaktadır. Öncelikle; tüm modeller tıpkı Gordon'un kâr payı modelinde olduğu gibi temettü ödemelerinin iskonto edilmesi mantığına dayanmaktadır. Bir diğer ortak nokta ise tüm modellerde analistler tarafından yapılan kazanç tahminleri ve büyüme oranı tahminleri kullanılmaktadır. Modellerde yer alan diğer parametreler; özkaynak kârlılığı, hisse başına kazanç vb. kârlılık temelli faktörlerdir.

---

<sup>1</sup> Kavramın İngilizce yazındaki karşılığı "*implied cost of equity*" şeklindedir. Türkçe yazında kavrama bir karşılık bulunamamıştır. Bu sebeple örtük özsermaye maliyeti olarak kullanılmıştır.

## **2. BÖLÜM**

### **POLİTİK RİSK VE FİRMA YATIRIMLARI ÜZERİNE TEORİK ÇERÇEVE**

İşletmeler, faaliyetlerini iç çevre ve dış çevre faktörlerine göre şekillendirirler. Faaliyet gösterilen ülkelerin politik ortamı, önemli bir dış çevre faktörüdür. Özellikle uluslararası şirketler için farklı ülkelerde yapılacak yatırımlar, her ülkeye özgü farklı politik riskler barındırır. Hükümet politikaları, yolsuzluk, savaşlar, terör saldırıları, etnik farklılıkların yol açtığı toplumsal çatışmalar ve diğer birçok risk unsuru, politik risk kaynağı olarak değerlendirilebilir. Bu tür politik risk faktörleri, işletmelerin faaliyetlerinin kesintiye uğramasına, hatta tamamen sonlanmasına neden olabilmektedir.

Araştırmanın bu bölümünde, tez çalışmasının birinci bölümünde yer alan firma yatırımlarına ilişkin teorik çerçeve, politik risk ile ilişkilendirilerek aktarılmıştır. Politik risk, kavramsal boyutlarıyla ele alınmış ve firma yatırım süreçlerinde politik riskin etkisi, sermaye bütçeleme teknikleri bağlamında değerlendirilmiştir.

#### **2.1. POLİTİK RİSKİN TANIMI**

Risk, belirsizliğin öznel yargılara göre şekillendirilmiş halidir (Usta ve Demireli, 2010: 26). Risk türleri portföy yönetimi kapsamında ele alındığında sistematik risk (pazar riski) ve sistematik olmayan risk (firma riski) şeklinde kategorize edilmektedir (Karan, 2013: 154). Sistematik risk unsuru olarak kabul edilebilecek ülkeye özgü riskler, yatırım yapılacak ülkeye ilişkin birçok faktörden kaynaklanabilir. Politik risk, bu kapsamda ülke riskinin bir bileşenidir ve finansal kararlar için oldukça önemli bir faktördür.

Politik risk ve yatırım ilişkisi üzerine yapılan araştırmaların başlangıcı, finansal serbestleşme hareketlerinin ve küreselleşmenin hız kazandığı dönemlere denk gelmektedir. Küreselleşme ve finansal serbestleşme, çok uluslu firmalara yeni pazar olanakları sunduğu gibi bu pazarlara özgü birtakım sistematik riskleri de beraberinde getirmiştir. Buna paralel olarak, politik riske ilişkin yapılan ilk araştırmaların odak noktaları çok uluslu firmalar ve yabancı doğrudan yatırımlar olmuştur. Bu araştırmalarda politik risk, ev sahibi ülke yönetimlerinin yabancı firmalar aleyhine uyguladıkları

politikalar, hukuk sistemi ve bürokrasideki aksaklıklar, şiddet içerikli olaylar ve antidemokratik hareketler gibi geniş bir düzlemde gruplandırılmaktadır (Kobrin, 1979: 67-68; Simon, 1984: 132)

Temel bir tanımlamayla politik risk, bir ülkedeki politik kararlar, olaylar veya koşulların iş ortamını olumsuz etkileme olasılığıdır (Howell ve Chaddick, 1994: 71). Bremmer ve Keat (2010: 10) bir ekonomik varlığın değerini doğrudan veya dolaylı yoldan etkileyen herhangi bir politik olayı politik risk olarak tanımlamıştır. Bremmer ve Keat (2010: 9) politik riske örnek olarak savaşları, ekonomik yaptırımları, terör eylemlerini, siviller arasındaki çatışmaları, darbe girişimlerini, sivil itaatsizlikleri, yolsuzlukları, ayrımcı vergi uygulamalarını vb. göstermektedir.

Politik risk üzerine yapılan araştırmalar kronolojik olarak ele alındığında, politik riske ilişkin yapılan tanımlamaların belirli konjonktürlerde hâkim olan politik risk kaynaklarına göre farklılaştığı gözlenmektedir. Örneğin, neoliberal akımların güçlendiği 1980'ler ve 1990'ların başlarında, politik riske ilişkin literatür, bu risk türünü yalnızca çokuluslu firmaların ekonomik aktivitelerini etkileyen hükümet aksiyonları olarak ele almaktadır (Kobrin, 1979: 67). Öncü literatürün politik riski bu bağlamda ele almasının sebeplerinden biri, bazı ülkelerde ev sahibi hükümetlerin yabancı şirketlerin varlıklarına yönelik uyguladıkları kamulaştırma politikaları ve el koymalardır (Jiménez ve Bjorvatn, 2018:631). Ek olarak, politik riskler yerel firmalar ve yerel yatırımcılar için de bir risk faktörüdür. Politik risk ve politik belirsizlik karşısında yerli yatırımcılar fonlarını daha güvenli ülkelere taşıyabileceklerdir. Lensink vd. (2000) politik risklerin gelişmekte olan piyasalardan sermaye kaçışlarına sebep olduğu bulgusuna ulaşmıştır.

Yukarıda ele alınan tanımlamalara göre araştırmacıların politik riski iki yönden ele aldıkları söylenebilir. Birinci yaklaşım, politik riski “politika riski” olarak görmektedir. Hükümetlerin izledikleri politikalardan kaynaklanan belirsizlikler, işletmelerin faaliyetlerini olumsuz etkileyecek düzenlemeler, yolsuzluk ve hukuk sistemindeki aksaklıklar gibi zayıf yönetim uygulamaları politik risk kaynağı olarak değerlendirilmektedir. İkinci yaklaşım ise politik riski; savaş, terör, sivil itaatsizlik ve etnik yapıdan kaynaklanan gerilimler vb. olguları kapsayan, daha çok şiddet temalı olaylarla ilişkili ve toplumsal barışa etki eden bir risk türü olarak görmektedir. Araştırmanın devamında politik riske ilişkin literatürde yaygın kabul gören politik risk

derecelendirmelerine değinilerek politik riskin kapsamının daha net ortaya konulması amaçlanmıştır.

## 2.2. POLİTİK RİSK DERECELENDİRMELERİ

Ekonomi ve finans disiplinlerine ait çalışmalarda, regresyon temelli analizlere dayanan ampirik araştırmalar önemli bir yer tutmaktadır. Ancak sosyal bilimlerin doğası gereği birçok değişkeni ölçülebilir hale getirmek, araştırmacıların karşısına çıkan önemli bir zorluktur. Bu durum politik riskin öngörülmesi ve ölçülebilir hale getirilmesinde de geçerlidir. Politik risk ve finans üzerine yapılan araştırmalarda, politik risk değişkeni regresyon modellerine iki yolla dahil edilmektedir:

- Birinci yaklaşım, seçim, terör saldırısı, politika değişikliği gibi somut bir olaya karşılık gelen kukla değişkenle politik riskin modellenmesidir.
- İkinci yaklaşım ise, çeşitli kuruluşlar tarafından yapılan derecelendirmelerdir (Kapolková ve Tolstova, 2015: 11-12). Bu derecelendirmeler, politik risk kaynağı olarak kabul edilen olaylar ve bu olayların gerçekleşme olasılıklarına göre şekillenmektedir.

Howell (2014) politik risk derecelendirmelerini karşılaştırdığı araştırmasında 12 farklı kuruluş tarafından hazırlanan politik risk derecelendirmelerinden bahsetmektedir. Bu derecelendirmelerin kapsamı ve yöntemleri farklılık göstermektedir. Howell (2014: 314) bu derecelendirmeler arasında seçim yapılması gerektiğinde, ilgili derecelendirmelerin kapsamına göre karar verilmesi gerektiğini belirtmektedir. Bu doğrultuda, politik risk tanımlarında olduğu gibi politik risk derecelendirmelerinde izlenecek yöntem üzerine de bir uzlaşının olmadığına üstü kapalı olarak vurgu yapılmaktadır.

Tablo 2.1’de, Howell (2014)’ten alıntılanan ve uyarlanan, çeşitli kuruluşlar tarafından hazırlanan politik risk derecelendirmelerinin unsurları yer almaktadır. Tablo 2.1’de yer alan politik risk derecelendirmelerinin kapsamı, derecelendirmeye esas olan politik risk unsuruna göre farklılaşmaktadır. Ancak Howell (2014) tarafından yapılan ana sınıflandırma (dış faktörler, hükümet ve politika yapısı, toplumsal yapı) politik risklerin kaynaklarını anlamak adına önemlidir.

Tablo 2.1 Çeşitli kuruluşların politik risk derecelendirmeleri ve bileşenleri

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | ICRG | PRS | BPR | BOR | EIU | MIS | CRG | E-86 | SJR | S&P | EUR | C-88 | IHS | EUJ |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|------|-----|-----|-----|------|-----|-----|
| <b>Bütüncül Politik Risk</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |      |     |     |     |     |     |     |      |     |     |     |      |     | X   |
| <b>Dış Faktörler</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |      |     |     |     |     |     |     |      |     |     |     |      |     |     |
| Büyük Güçlerin Etkisi                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |      |     | X   |     |     |     |     | X    |     | X   | X   | X    |     |     |
| Olumsuz Bölgesel Etkiler                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |      |     | X   |     | X   |     | X   | X    |     | X   | X   |      |     |     |
| Savaş                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | X    |     |     |     | X   |     |     | X    |     | X   |     |      | X   | X   |
| Uluslararası Ekonomik İttifaklar                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |      |     |     |     |     |     |     |      |     |     | X   |      |     |     |
| <b>Hükümet ve Politika Yapısı</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |      |     |     |     |     |     |     |      |     |     |     |      |     |     |
| Politikanın Yapısı                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |      |     |     |     |     |     |     |      | X   |     |     |      |     |     |
| İstikrar                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | X    |     | X   | X   |     |     | X   |      | X   | X   | X   | X    | X   |     |
| Otoriterlik                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            | X    |     | X   |     | X   |     | X   | X    |     |     | X   |      |     |     |
| Meşruiyet                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |      |     |     |     |     | X   |     | X    |     |     |     |      |     |     |
| Politik Partiler                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |      |     | X   |     |     |     |     |      |     |     |     |      |     |     |
| Politik Muhalefet Güçleri                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |      |     | X   |     |     |     |     |      |     |     | X   |      |     |     |
| Durağanlık                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |      |     |     |     |     |     |     |      |     |     | X   |      |     |     |
| Siyasete Karışan Ordu                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | X    |     |     |     |     |     | X   | X    |     |     |     |      |     |     |
| Siyasette Din                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | X    |     | X   |     |     |     | X   | X    |     |     |     |      |     |     |
| Yolsuzluk                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              | X    |     | X   |     | X   |     | X   | X    |     |     | X   | X    |     |     |
| Düzenleyici Yatırım Ortamı                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | X    |     |     |     |     |     | X   |      |     |     |     |      |     |     |
| Hukuki Yargı Sistemi                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | X    |     |     | X   |     | X   | X   |      |     |     | X   |      |     |     |
| Hükümet Davranışı                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |      |     |     |     |     | X   |     |      |     |     |     |      |     |     |
| Servet Yaratma Sürecine Politik Müdahale                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |      |     |     |     |     | X   |     |      |     |     |     |      |     |     |
| Ekonomik Yönetim Sürecine Politik Müdahale                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |      | X   |     | X   |     | X   |     |      | X   |     | X   |      |     | X   |
| <b>Toplumsal Yapı</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |      |     |     |     |     |     |     |      |     |     |     |      |     |     |
| Etnik Gerginlik                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | X    |     | X   |     |     |     | X   | X    |     |     | X   |      | X   |     |
| Sosyoekonomik Koşullar                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | X    |     | X   |     |     |     |     | X    | X   |     | X   | X    |     |     |
| Aile içi Şiddet ve İç Çatışma                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | X    | X   | X   |     | X   | X   | X   | X    | X   | X   | X   |      | X   | X   |
| Bürokrasi Kalitesi                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | X    |     |     | X   | X   |     |     |      | X   |     |     |      |     |     |
| Milliyetçilik                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |      |     | X   |     |     |     |     |      |     |     |     |      |     |     |
| Yabancılarla Karşı Tutum                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |      |     | X   | X   | X   |     |     |      | X   |     |     |      |     |     |
| Çevre Aktivizmi                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |      |     |     |     |     |     |     |      |     |     |     |      | X   |     |
| Yerel Ekonomik Sorunlar                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |      | X   |     |     |     |     | X   |      |     |     |     |      |     |     |
| Uluslararası Ekonomik Sorunlar                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |      | X   |     |     |     |     |     |      |     |     |     |      |     |     |
| Altyapı                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |      |     |     | X   |     |     | X   |      |     |     |     |      |     |     |
| Profesyonel Hizmetler ve Müteahhitler                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |      |     |     | X   |     |     |     |      |     |     |     |      |     |     |
| Yerel Yönetim ve Ortaklar                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |      |     |     | X   |     |     |     |      |     |     |     |      |     |     |
| Kültür                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |      |     | X   | X   | X   |     | X   |      |     |     | X   |      |     |     |
| <b>ICRG:</b> International Country Risk Guide, <b>PRS:</b> Political Risk Services, <b>BPR:</b> Business Environment Risk Intelligence Political Risk Index, <b>BOR:</b> Business Environment Risk Operational Political Risk Index, <b>EIU:</b> Economist Intelligence Unit, <b>MIS:</b> Moody's Investor Services, <b>CRG:</b> Control Risks Group, <b>E-86:</b> Economists' Method-1986, <b>SJR:</b> S. J. Rundt & Associates, <b>S&amp;P:</b> Standard & Poor's Ratings Group, <b>EUR:</b> Eurasia Group, <b>C-88:</b> Chase-1988, <b>IHS:</b> IHS Energy Group, <b>Euro:</b> Euromoney Journal.<br><b>Kaynak:</b> Howell (2014)'ten derlenmiştir. |      |     |     |     |     |     |     |      |     |     |     |      |     |     |

Politik risk değerlendirmesi bağlamında dış faktörler, belirli bir ülke veya bölge dışında ortaya çıkan ancak o ülkenin siyasi ve ekonomik ortamını önemli ölçüde etkileyebilen etkilere atıfta bulunur. Hükümet ve politika yapısı ise politik risk derecelendirmelerinde,

Ülkelerin yönetim biçimleri ve bu yönetim biçiminin etkinliğini bozan unsurları ele almaktadır. Anti demokratik uygulamalar, yolsuzluk, hukuk sistemindeki aksaklıklar, orduların yönetime karışması, dini grupların yönetime etki etmesi, ekonomi politikasına müdahaleler vb. birçok politik risk unsuru bu kapsama girmektedir. Politik risk değerlendirmesi bağlamında toplumsal yapı, bir ülkenin siyasi istikrarını ve ekonomik ortamını etkileyebilecek sosyal dinamikleri ve özellikleri ifade eder. Bu kavram, bir ülkenin toplumsal dokusunu yansıtan ve yabancı yatırımları ile iş operasyonlarını etkileyebilecek çeşitli unsurları kapsar. Toplumsal yapı özellikle kozmopolit nüfus yapısına sahip ülkelerde etnik ve dini farkların yarattığı iç karışıklıklar üzerinden politik riskleri açıklar.

Alon ve Martin (1998), çeşitli kurumlar tarafından yapılan politik risk derecelendirmelerine eleştirel bir gözle yaklaşılarak politik risk analizine yönelik bir model geliştirmişlerdir. Politik risk derecelendirmelerine yöneltilen ana eleştiri, derecelendirme yapan kurumların farklı politik risk tanımları üzerinden hareket etmeleridir. Örneğin; Business International's Country Assessment Service, politik riski, hükümet tutumları ve eylemleri bağlamında ele alırken, Political System Stability Index, politik riski dar anlamda politik olaylar bağlamında tanımlar. World Political Risk Forecasts, politik riski, politik ve ekonomik koşullar bağlamında ele almaktadır. Alon ve Martin (1998) tarafından geliştirilen politik risk derecelendirme modeli, literatürde kabul görmüş politik risk tanımlarını (Alon, 1996; Haner, 1979; Robock, 1971; Simon, 1982) temel almaktadır. Model, politik riske daha bütüncül bir gözle bakabilme imkânı sunmaktadır. Tablo 2.2’de Alon ve Martin (1998) tarafından önerilen politik risk derecelendirmesinin boyutları ve unsurları yer almaktadır.

Literatürde yer alan ampirik araştırmalardan gözlemlendiği kadarıyla, politik risk için yaygın olarak kullanılan derecelendirme, PRS (Political Risk Services) Grup tarafından hazırlanan ICRG (International Country Risk Guide) derecelendirmesidir (Belkhir vd., 2017; Gregory, 2020; Sonenshine ve Aboulhosn, 2025; Tuncay, 2018). Dünya Bankası’nın hazırladığı WGI (World Governance Index / Dünya Bankası Yönetişim Endeksi) derecelendirmeleri ise araştırmalarda tercih edilen bir diğer politik risk derecelendirmesidir (Belkhir vd., 2017; Ferrari ve Rolfini, 2008; M. Liu, 2021). WGI derecelendirmeleri, literatürde, yönetişim temalı araştırmalarda daha sık

kullanılmaktadır. Ancak, endekste yer alan alt unsurlar, ICRG derecelendirmesinde yer alan alt unsurlar ile büyük oranda benzeşmektedir.<sup>2</sup>

Tablo 2.2 Alon ve Martin (1998) politik risk derecelendirme modeli

| Kategori                | İç Faktörler                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | Dış Faktörler                                                                                                                                                                                                                              |
|-------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Hükümet Kaynaklı</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Savaşlar</li> <li>- Devrimler</li> <li>- Darbeler</li> <li>- Hükümet veya rejim değişiklikleri</li> <li>- Siyasi kargaşa</li> <li>- Mali ve parasal reformlar</li> <li>- Millileştirme</li> <li>- Hükümet düzenlemeleri</li> <li>- Siyasi mahkumlar</li> <li>- Resmi yolsuzluk</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- İnsan hakları ihlalleri</li> <li>- Sürgündeki muhalif gruplar</li> <li>- Diplomatik sorunlar</li> <li>- Uluslararası terörizm</li> <li>- Savaş tehditleri</li> <li>- Sınır çatışmaları</li> </ul> |
| <b>Toplumsal</b>        | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Toplumsal kaygılardaki değişim</li> <li>- Toplumsal huzursuzluk</li> <li>- Ayaklanmalar ve gösteriler</li> <li>- Terörizm</li> <li>- Grevler</li> <li>- Şiddet</li> <li>- Yaygın suçlar</li> </ul>                                                                                        | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Olumsuz medya</li> <li>- Uluslararası terörizm</li> <li>- Kamuoyunun tepkileri</li> <li>- Lobi grupları</li> </ul>                                                                                |
| <b>Ekonomik</b>         | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Fiyat dalgalanmaları (TÜFE, ÜFE, ücretler)</li> <li>- Göreli fiyatlardaki değişim</li> <li>- Yoksulluk bölgeleri</li> </ul>                                                                                                                                                               | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Ticaret koşullarında değişim</li> <li>- Döviz kuru dalgalanmaları (resmi ve gayri resmi)</li> <li>- Borçlanma koşullarındaki değişim</li> <li>- Faiz oranı dalgalanmaları</li> </ul>              |

Yukarıda bahsedilen politik risk derecelendirmelerinin tümü ülke düzeyinde tahminleri konu almaktadır. Firma düzeyinde politik risk derecelendirmesi ise literatürde yeni gündeme gelen bir konudur. Hassan vd. (2019) firmaların kazanç değerlendirme toplantılarına ait tutanaklardaki politik risk konuşmalarını içerik analiziyle değerlendirerek firma düzeyinde politik risk derecelendirmesi yapmaktadır. Bu yöntem firma düzeyindeki politik risk derecelendirmelerinin öncüsü olarak kabul edilebilir. Hassan vd. (2019) tarafından hesaplanan firma düzeyinde politik risk derecelendirmeleri birçok araştırmacı tarafından kullanılmakta ve temel finans teorisi konularında açıklayıcı değişken olarak modellenmektedir (Ahmad vd., 2023; W. Choi vd., 2022; Gyimah vd., 2022; Hasan vd., 2022; Mishra, 2023).

<sup>2</sup> ICRG politik risk derecelendirmesinin detaylarına metodoloji bölümünde değinilmiştir. WGI derecelendirmesi ise alternatif politik risk ölçümü olarak regresyon analizinde uygulanmıştır. WGI derecelendirmesinin detaylarına bulgular bölümünde değinilmiştir.

## 2.3. POLİTİK RİSK VE SERMAYE BÜTÇELEME KARARLARI

Sermaye bütçeleme tekniklerinin detaylarına birinci bölümde değinilmiştir. Günümüz dünyasında finans yöneticilerinin, iskonto edilmiş nakit akımlarını baz alan sermaye bütçeleme tekniklerini daha çok tercih ettikleri düşünüldüğünde, politik risk ve sermaye bütçeleme teknikleri bağlamında ele alınacak hususlar net bugünkü değer yaklaşımı benimsenerek aktarılacaktır.

### 2.3.1. Net Bugünkü Değer Yöntemi ve Politik Risk

Politik riskin sermaye bütçeleme süreçlerine entegre edilmesiyle ilgili çeşitli yaklaşımlar söz konusudur. Bunlar içerisinde en kapsamlısı Belghitar ve Clark (2011) tarafından önerilen yaklaşımdır. Belghitar ve Clark (2011:250) sermaye bütçeleme teknikleri arasında net bugünkü değer yönteminin yaygın kullanımına ve teorik açıdan üstünlüğüne değinerek, politik riske ait risk primlerinin sermaye bütçeleme sürecine entegre edilmesinde üç yöntemden bahsetmektedir. Bunlar:

- i) Getiri oranı, bir diğer ifadeyle iskonto oranı politik riske göre düzenlenerek yatırımın net bugünkü değer hesaplanır.
- ii) Beklenen nakit akımları politik risklere göre düzenlenerek net bugünkü değer hesaplaması yapılır.
- iii) Projenin net bugünkü değeri politik risk yok sayılarak hesaplanır. Devamında ise politik riske ait bir tutar belirlenerek, bu tutar üzerinden net bugünkü değerde düzeltmeye gidilir.

Clark (1997) benzer bir yaklaşımla politik riskin sermaye bütçeleme süreçlerine entegre edilmesinde iki yaklaşımdan söz etmektedir. Birinci yol, bir yatırımdan beklenen nakit akımlarının değerini politik risk kaynaklı kayıpları gözeterek düzenleme yoludur. İkinci yol ise nakit akımlarının bugünkü değerini belirleyecek olan iskonto oranına ilave bir risk primi ekleme yoludur (Clark, 1997:478). Araştırmanın devamında yatırımlara ait iskonto oranı ve beklenen nakit akımlarının politik riske göre düzenlenmelerine ilişkin teorik bilgiler sunulmuştur.

### 2.3.1.1. İskonto Oranının Politik Riske Göre Düzenlenmesi

Belghitar ve Clark (2011:251), getiri oranının bir diğer ifadeyle iskonto oranının politik riske göre düzenlenmesini, CAPM'in politik risk primi ilave edilmiş versiyonları ile açıklamıştır. Bu yaklaşım, sermaye maliyetinin bir unsuru olan özsermaye maliyetini politik riske göre düzenlese de yabancı kaynak maliyeti ve politik risk arasındaki ilişkiyi göz ardı etmektedir. Ancak CAPM üzerinden türetilmiş faktör modelleriyle özsermaye maliyetini hesaplama yaklaşımı literatürde birçok araştırmacının değindiği bir konudur. Özellikle gelişmekte olan piyasalar için geleneksel CAPM'in yetersiz kaldığını savunan araştırmacılar, ülke riski, politik risk gibi gelişmekte olan ülkelerde yatırımcıların daha fazla maruz kaldıkları risk primlerini CAPM'e dahil etmektedirler.

Roggi vd. (2017) ve Warnes & Warnes (2014) gelişmekte olan piyasalar için CAPM temelli farklı faktör modellerini ele almışlardır. Bu modeller arasında politik riski doğrudan konu edinen model Soenen ve Johnson (2008) tarafından önerilen modeldir. Model, geleneksel CAPM'e ek olarak ilave bir politik risk primini içermektedir. Eşitlik 5'te modelin matematiksel formu yer almaktadır:

$$\text{Özsermaye Maliyeti} = R_f + \text{Politik Risk} + (\beta_{\text{proje}} * \beta_{\text{FM,LM}}) * \text{MRP}$$

#### Eşitlik: 5

$R_f$ , risksiz faiz oranını,  $\beta_{\text{FM,LM}}$  yabancı piyasa ve yerel piyasa arasındaki betayı, MRP ise piyasa risk primini ifade eder. Soenen ve Johnson (2008) gelişmekte olan ekonomilerde hisse senedi piyasalarının zayıf formda bile etkin olamayabileceğini ileri sürmektedir. Bu nedenle, beta hesaplamalarında yalnızca yerel piyasanın referans alınmasının doğru olmayacağı belirtilmektedir. Ayrıca, risksiz faiz oranı olarak yerel piyasanın baz alınmasının yanlış olabileceğini, çünkü gelişmekte olan piyasalarda merkez bankalarının faiz politikalarının doğruluktan uzak olabileceğini öne sürmektedir.

Politik risk ülke riskinin bir unsurudur. Damodaran (2003) tarafından gerçekleştirilen ve ülke riskinin hisse senedi getirilerine etkisini geliştirmekte olan piyasalar için ele alan araştırma doğrudan politik risk temalı değildir. Ancak bahsedilen araştırma gerek ülke risk primlerinin gerekse özsermaye maliyetlerinin geliştirmekte olan piyasalar için yeniden

hesaplanması adına kapsamlı bir yaklaşım sunmaktadır. Damodaran (2003) ülke risk priminin ölçülmesi için üç yaklaşımdan söz eder:

- **Birinci yaklaşım;** bir ülkenin borçlanma maliyetini başka bir referans ülkenin borçlanma maliyetiyle kıyaslayan bir ölçüttür (sovereign spread). Örneğin, gelişmekte olan bir piyasada 10 yıllık ABD tahvillerinin faiz oranı %8 iken ABD’de %5 olarak varsayılın. Bu yaklaşıma göre aradaki %3’lük fark o ülke adına ülke riskini yansıtır.
- **İkinci yaklaşım;** gelişmekte olan piyasadaki hisse senedi getirilerine ait standart sapma değeri ve referans olarak gelişmiş piyasadaki hisse senedi getirilerine ait standart sapma değerleri üzerinde göreceli bir standart sapma değeri elde edilir. Örneğin; gelişmekte olan piyasa getirilerine ait standart sapma değeri %10 iken gelişmiş piyasaya ait standart sapma değeri %5 olarak varsayılın. Bu durumda gelişmekte olan piyasaya ait göreceli standart sapma değeri %2 olacaktır ( $\%10 / \%5$ ). Gelişmiş piyasaya ait hisse senedi risk priminin %7 olduğu varsayıldığında gelişmekte olan piyasaya ait ülke risk primi %9 ( $\%7 + \%2$ ) olacaktır.
- **Üçüncü yaklaşım;** birinci yaklaşım ve ikinci yaklaşımın bir arada ele alınmasıyla oluşturulan hibrit bir yaklaşımdır. Ancak bu yaklaşımda gelişmekte olan piyasaya ait görece standart sapma değeri tahvil getirilerine göre hesaplanmaktadır. Yukarıdaki örnekte gelişmekte olan piyasanın hisse senedi getirilerine ait standart sapma değeri %10 olarak kabul edilmiştir. Gelişmekte olan piyasanın birinci yaklaşıma göre ülke risk primi ise %3 olarak varsayılmıştır. Gelişmekte olan piyasanın tahvil getirilerindeki standart sapmanın %7 olarak varsayıldığında ülke risk primi %4,3 [ $\%3 * (\%10 / \%7)$ ] olacaktır.

Damodaran (2003) özsermaye maliyetinin ülke risk primine göre düzenlenmesi üzerine ise üç yaklaşımdan bahsetmektedir:

- i) **Bludgeon Yaklaşımı:** Bu yaklaşım ülke riskinin özsermaye maliyeti hesaplamalarına dahil edilmesinde en temel yaklaşımdır. Bu yaklaşıma göre gelişmekte olan bir piyasada yer alan ve ülke risk primine sahip bir firmanın öz sermaye maliyeti aşağıdaki gibi olacaktır:

$$\text{Öz Sermaye Maliyeti} = \text{Risksiz Faiz Oranı} + \text{Beta}(\text{Gelişmiş Piyasa Risk Primi}) + \text{Ülke Risk Primi}$$

**Eşitlik: 6**

**ii) Beta Yaklaşımı:** Beta yaklaşımı, ülke risk primini diğer sistematik risk türleri gibi şirketin betasıyla doğru orantılı kabul eder:

$$\text{Öz Sermaye Maliyeti} = \text{Risksiz Faiz Oranı} + \text{Beta}(\text{Gelişmiş Piyasa Risk Primi}) + \text{Ülke Risk Primi}$$

**Eşitlik: 7**

**iii) Lambda Yaklaşımı:** Damodaran (2003) bu üç yaklaşım arasından Lambda yaklaşımını önermekte ve diğerlerine göre daha üstün kabul etmektedir. Lambda yaklaşımı, ülke riskini ve bir firmanın ülke riskine maruz kalma olasılığı olan “Lambda” ( $\lambda$ ) katsayısını ikinci bir faktör olarak CAPM’e dahil eder. Lambda katsayısı bir değeri etrafından şekillenir. Birin üzerinde lambda değerine sahip firmalar ülke riskine daha fazla maruz kalmaktadırlar. Birin altında lambda değerine sahip firmalar ise ülke riskine daha az maruz kalırlar.

$$\text{Öz Sermaye Maliyeti} = \text{Risksiz Faiz Oranı} + \text{Beta}(\text{Gelişmiş Piyasa Risk Primi}) + \lambda (\text{Ülke Risk Primi})$$

**Eşitlik: 8**

İskonto oranlarının politik risklere göre düzenlenmesine ilişkin teorik çerçeve yukarıda ele alındığı gibi CAPM temelli faktör modelleri üzerinden ele alınmaktadır.

#### 2.3.1.2. Nakit Akımlarının Politik Riske Göre Düzenlenmesi

Bir yatırım projesinden faydalı ömrü boyunca beklenen nakit akımlarının, ekonomik belirsizlikler ve politik eylemlere ilişkin olası durumları gözетerek tahmin edilmesi gerekmektedir. Ancak politik riskin net bugünkü değer yöntemine nasıl entegre edileceğine dair bir uzlaşma yoktur. Politik riskin, beklenen nakit akımlarındaki düzenlemelerle çeşitlendirilebilir olduğunu savunan yaklaşıma göre beklenen nakit akımları, politik risklerin gerçekleşme olasılığına göre düzenlenebilir. Bahsedilen yaklaşımın matematiksel formu Eşitlik 9’daki gibidir (Bekaert vd., 2014: 473)

$$\text{Net Bugünkü Değer} = \frac{\text{Nakit Akımı}(1-\text{Politik Risk})}{1+\text{iskonto oranı}}$$

**Eşitlik: 9**

Bekaert vd. (2014) tarafından önerilen yaklaşım, net bugünkü değer yönteminin bir dönemle kısıtlanmış basit halidir. Bu yaklaşıma göre politik riskin gerçekleşme olasılığı üzerinden beklenen nakit akımlarında düzeltmeye gidilmelidir. Ayrıca yatırımın tamamen özsermaye ile finanse edildiği varsayılmaktadır ve iskonto oranı CAPM ile elde edilen özsermaye maliyetidir. Yatırımın öz kaynaklara ek olarak yabancı kaynaklarla da finanse edilmesi durumunda ağırlıklı ortalama sermaye iskonto oranı olarak kullanılacaktır. Belghitar ve Clark (2011:250) tarafından önerilen, nakit akımlarının politik riske göre düzenlenmesi yaklaşımı, Bekaert vd. (2014) tarafından önerilen yaklaşıma paraleldir. Bu yaklaşımın teorik olarak dezavantajlı olduğu nokta, politik riskin sermaye maliyetine herhangi bir etkisinin olmadığı varsaymasıdır. Pratikte dezavantajı ise politik riskin gerçekleşme olasılığı tespit etmenin güç olmasıdır.

Damodaran (2003) beklenen nakit akımlarının politik risklere göre düzenlenmesinde benzer bir yaklaşımdan bahseder. Örneğin; 1 milyar tutarında beklenen nakit akımına sahip bir proje için %10 olasılıkla politik risk öngörülmektedir. Bu olasılığın gerçekleşmesi durumunda firma 500 milyon kaybedecektir. Bu durumda beklenen nakit akımı 850 milyon olacaktır (Beklenen Nakit Akımı= (1.000.000.000 X 0,90) + (500.000.000 X 0,10) =850 Milyon). Damodaran (2003), beklenen nakit akımlarının düzenlenmesinde Monte Carlo simülasyonu gibi istatistiki tekniklerinden bahseder. Ek olarak, yöneticilerin sezgisel kararlarla %10-%20 gibi sapmalar belirleyerek nakit akımlarında düzenleme yapabileceklerini ifade eder. Ancak bu yöntemlerin yetersiz olduğuna ve ülke risk primine göre hesaplanan iskonto oranlarıyla beklenen nakit akımlarının düzenlenmesinin daha doğru olduğuna vurgu yapar.

### 3. BÖLÜM

## POLİTİK RİSK VE FİRMA YATIRIMLARI ÜZERİNE LİTERATÜR

Araştırmanın bu bölümünde, I. ve II. bölümlerde ele alınan teorik çerçeve gözeticilerek, politik risk ve firma yatırımlarına ait literatür aşğıdaki gibi tasnif edilerek sunulmuştur:

- Politik risk bağlamında, sermaye bütçelemesi üzerine yapılan araştırmalar,
- Politik risk bağlamında, sermaye maliyeti ve firma yatırımları üzerine yapılan araştırmalar.

#### 3.1. POLİTİK RİSK, DEĞERLEME VE SERMAYE BÜTÇELEMESİ ÜZERİNE YAPILAN ARAŞTIRMALAR

Yatırım ve proje değerlemelerinde kullanılan sermaye bütçeleme tekniğı, yatırım kararını doğrudan etkileme potansiyeline sahiptir. “Firmalar hangi sermaye bütçeleme tekniğini tercih etmektedir?” Literatürde bu araştırma sorusuna yoğunlaşan ve yöneticilerin hangi sermaye bütçeleme tekniğini tercih ettiklerine yanıt arayan birçok araştırma mevcuttur. Bu kapsamda yapılan araştırmalarda elde edilen bulgular, örneklemde yer alan firmaların yerleşik oldukları ülkenin gelişmişlik düzeyine göre veya firmanın ölçeğine göre farklılaşmaktadır. Tablo 3.1’de bu bağlamda yapılmış ve uygulamada hangi sermaye bütçeleme tekniğinin kullanımının yaygın olduğu sorusuna yanıt arayan araştırmalara ilişkin özet bilgiler sunulmuştur:

Tablo 3.1 Firmalar tarafından tercih edilen sermaye bütçeleme teknikleri üzerine yapılan çalışmalara ilişkin bilgiler

| Yazar (Yıl)                             | Örneklem                                             | Bulgular                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|-----------------------------------------|------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Yılmaz<br>Özekenci ve<br>Düzakın (2022) | Türkiye                                              | Türkiye’nin en büyük 500 sanayi kuruluşuna uygulanan anket sonuçlarına göre en çok tercih edilen sermaye bütçeleme tekniğı, net bugünkü değer yöntemidir. Firmaların yönelim gösterdikleri sermaye bütçeleme teknikleriyle, firmaların yaşları, büyüklükleri ve ihracat düzeyleri arasında anlamlı bir ilişki vardır.                                                             |
| Siziba ve Hall<br>(2021)                | Hindistan, Güney<br>Afrika, Birleşik<br>Krallık, ABD | 1966-2016 yılları arasında, Hindistan, Güney Afrika, Birleşik Krallık, ABD’de yerleşik firmalara yapılan anket çalışmalarının bulguları derlenmiştir. Elde edilen bulgulara göre net bugünkü değer, iç getiri oranı, geri ödeme süresi, muhasebe getiri oranı, yatırım getirisi ve gerçek opsiyon değerlemesi olmak üzere altı yaygın sermaye bütçeleme tekniğı kullanılmaktadır. |

|                                |                                               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|--------------------------------|-----------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| T. Kim vd. (2021)              | Güney Kore                                    | Net bugünkü değer yöntemi ve iç getiri oranının en çok kullanılan sermaye bütçeleme tekniği olduğu raporlanmıştır. Firma yöneticilerinin demografik faktörleriyle (yaş, eğitim vb.) tercih ettikleri sermaye bütçeleme tekniği arasında ilişki vardır. Ek olarak firmalara ait çeşitli faktörler (firma ölçeği, borçluluk düzeyi vb.) tercih edilen sermaye bütçeleme tekniğini etkilemektedir.                 |
| Mubashar ve Tariq (2019)       | Pakistan                                      | Firmalar, iskonto edilmiş nakit akımları yöntemlerini tercih etmektedir. Bu yöntemler içerisinde de net bugünkü değer yöntemi en çok tercih edilen yöntemdir. İskonto oranı olarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti yöntemi tercih edilmektedir. Özsermaye maliyeti hesaplamaları CAPM ile yapılmakta ve CAPM'e ilave risk primleri eklenmektedir.                                                           |
| Singh vd. (2012)               | Hindistan                                     | Örnekleme yer alan firmalar, birden fazla sermaye bütçeleme tekniğini bir arada kullanmaktadırlar. Firmaların üçte ikisi iç getiri oranı yöntemini, yarısı ise net bugünkü değer ve gerçek opsiyon değerlendirme yöntemlerini bir arada kullanmaktadırlar.                                                                                                                                                      |
| Nurullah ve Kengatharan (2015) | Sri Lanka                                     | En yaygın kullanılan sermaye bütçeleme teknikleri; sırasıyla, net bugünkü değer, geri ödeme süresi ve iç getiri oranı yöntemleridir. Finans yöneticilerinin eğitim düzeyleri ve mesleki deneyimleriyle, tercih ettikleri sermaye bütçeleme tekniğinin karmaşıklık düzeyi arasında doğrusal bir ilişki söz konusudur.                                                                                            |
| Bennouna vd. (2010)            | Kanada                                        | Sofistike sermaye bütçeleme tekniklerine eğilim artmaktadır. En sık kullanılan yöntemler, iskonto edilmiş nakit akımlarına dayalı yöntemler olan iç getiri oranı ve net bugünkü değer yöntemleridir.                                                                                                                                                                                                            |
| Batra ve Verma (2017)          | Hindistan                                     | Sırasıyla en yaygın kullanılan yöntemler, net bugünkü değer, iç getiri oranı ve riske göre ayarlanmış duyarlılık analizleri yöntemleridir. İskonto oranı olarak ağırlıklı ortalama sermaye yöntemi en sık kullanılan yöntemdir.                                                                                                                                                                                 |
| Andor vd. (2015)               | Orta Avrupa-Doğu Avrupa Ülkelerinden Firmalar | Üst düzey yöneticilere uygulanan anket sonuçlarına göre tercih edilen sermaye bütçeleme teknikleri, firma büyüklükleri, değerlendirilen proje sayısı, yöneticilerin aynı zamanda hissedar olmaları gibi faktörlere göre farklılaşmaktadır.                                                                                                                                                                      |
| Andrés vd. (2015)              | İspanya                                       | Geri ödeme süresi yönteminin en sık kullanılan yöntem olduğu raporlanmıştır. Gerçek opsiyon yöntemi ise en az kullanılan yöntemdir.                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| Vecino vd. (2015)              | Kolombiya                                     | Araştırma bulgularına göre net bugünkü değer, iç getiri oranı ve fayda/maliyet analizleri yatırım proje seçiminde en çok kullanılan kriterlerdir.                                                                                                                                                                                                                                                               |
| Rossi (2014)                   | İtalya, Fransa ve İspanya                     | Geri ödeme süresi yöntemi en sık kullanılan sermaye bütçeleme tekniğidir. İkinci en yaygın kullanıma sahip yöntem ise net bugünkü değer yöntemidir.                                                                                                                                                                                                                                                             |
| Correia (2012)                 | Güney Afrika                                  | Güney Afrika'da, 1972-2008 yılları arasında yapılmış ve tercih edilen sermaye bütçeleme tekniğini araştıran çalışmalar üzerine yapılan bir literatür incelemesidir. Literatür taraması bulgularına göre iskonto edilmiş nakit akımlarına dayalı yöntemlere yönelim yıldan yıla artmaktadır. Bunlar içerisinde en yaygın yöntem iç getiri oranıdır. Ancak net bugünkü değer yöntemine yönelim hızla artmaktadır. |
| Truong vd. (2008)              | Avustralya                                    | Net bugünkü değer yöntemi, iç getiri oranı ve geri ödeme yöntemi sırasıyla en sık kullanılan sermaye bütçeleme teknikleridir. Firmalar tarafından proje ömrü boyunca sabit tutulan bir iskonto oranı kullanılmaktadır. İskonto oranı ağırlıklı                                                                                                                                                                  |

|                                                                                                                         |                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                                                                                                         |                 | ortalama sermaye maliyetiyle hesaplanmaktadır. Özsermaye maliyeti hesaplamaları CAPM ile yapılmaktadır.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| Hermes vd.<br>(2007)                                                                                                    | Çin ve Hollanda | Çin ve Hollanda için karşılaştırmalı bir araştırma yapılmıştır. Teorik beklenti, gelişmiş ülke olan Hollanda'da, gelişmekte olan ülke Çin'e göre daha sofistike tekniklerin tercih edilmesi yönündedir. Ancak elde edilen bulgulara göre iki ülkedeki finans yöneticilerinin tercih ettikleri sermaye bütçeleme arasında ciddi bir fark yoktur. Ek olarak, her iki ülkede de yöneticiler özsermaye maliyeti hesaplamalarında CAPM'i tercih etmektedirler. |
| Dedi ve Orsag<br>(2007)                                                                                                 | Hırvatistan     | Araştırma bulgularına göre en sık kullanılan sermaye bütçeleme teknikleri sırasıyla; iç getiri oranı, geri ödeme süresi ve net bugünkü değer yöntemleridir. İskonto oranı, beklenen getiri oranı, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ve CAPM ile hesaplanan özsermaye maliyetine göre belirlenmektedir.                                                                                                                                                  |
| <b>Kaynak:</b> Yazar tarafından Web of Science, Scopus ve Ulakbim veri tabanlarında yer alan makalelerden derlenmiştir. |                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |

Tablo 3.1'de yer alan araştırmalardan elde edilen genel çıkarımlar şu şekildedir:

- Büyük ölçekli firmalar daha sofistike sermaye bütçeleme tekniklerine yönelmektedirler. Küçük ölçekli işletmeler geri ödeme süresi, karlılık oranı gibi nispeten daha basit teknikleri tercih etmektedirler.
- En sık kullanılan sermaye bütçeleme tekniği net bugünkü değer yöntemidir. İç getiri oranı ve geri ödeme süresi yöntemleri de sık tercih edilen diğer sermaye bütçeleme teknikleri arasında yer almaktadır.
- İskonto oranının belirlenmesinde en çok tercih edilen yöntem CAPM'dir. CAPM'e alternatif olarak geliştirilen farklı faktör modellerinin kullanımı sınırlıdır.
- Politik risklerin sermaye bütçeleme süreçlerindeki rolü sınırlıdır. Uygulamada, politik riskler genellikle ihmal edilmektedir. Benzer durum diğer ülke riski unsurları içinde geçerlidir. Politik riskin ölçülebilir hale getirilmesinin zor olması bu duruma sebep olan başlıca faktördür.

Tablo 3.1'de yer alan araştırmalar, firmaların tercih ettikleri sermaye bütçeleme tekniklerine odaklanmaktadır. Literatürde, Tablo 3.1'de yer alan araştırmalara benzer motivasyon taşıyan ancak politik riski sermaye bütçelemesi bağlamında spesifik olarak ele alan az sayıda araştırma mevcuttur.

Holmén ve Pramborg (2009), İsveç firmalarının doğrudan yabancı yatırımlar için kullandıkları sermaye bütçeleme tekniklerini araştırmışlardır. Araştırmanın bulgularına

göre yatırım yapılacak ev sahibi ülkenin politik risk düzeyi düşük ise net bugünkü değer tercih edilmektedir. Ev sahibi ülkenin politik risk düzeyi yüksek ise geri ödeme süresi yöntemine yönelim artmaktadır. Esasen riskli ülkelerde yapılacak yatırımlarda daha karmaşık yöntemlerin tercih edilmesi beklenmektedir. Ancak Holmén ve Pramborg (2009), politik risk gibi tahmin edilmesi zor olan ve sistematik olmayan risklerin varlığı durumunda, yöneticilerin geri ödeme süresi gibi basit yöntemlere yönelim gösterdiklerini belirtmektedir.

Bakri vd. (2022), Lübnan’da yerleşik firmalar için yaptıkları çalışmada politik riskin sermaye bütçeleme süreçlerindeki rolünü araştırmışlardır. Elde edilen bulgular Holmén ve Pramborg (2009) tarafından elde edilen bulgulara paraleldir. Yüksek politik riskli bir yapıya sahip Lübnan’da, firmalar, daha basit bir sermaye bütçeleme yöntemi olan geri ödeme süresi yöntemini tercih etmektedirler. Ek olarak, net bugünkü değer yöntemi en çok kullanılan ikinci yöntemdir. Bulgulara göre Lübnan firmaları, politik riskleri sermaye bütçeleme süreçlerine nadiren dahil etmektedirler. Politik riskleri sermaye bütçeleme süreçlerine dahil eden yöneticiler ise nicel yöntemler yerine genellikle sezgisel yola başvurarak nakit akımlarını ve iskonto oranlarını düzenlemektedirler.

Yılmaz Özekenci ve Düzakın (2022), Türkiye’nin en büyük 500 sanayi firmasında kullanılan sermaye bütçeleme tekniklerini araştırmışlardır. Lübnan gibi politik riskli bir ortama sahip olan Türkiye’den elde edilen bulgular, Lübnan ve İsveç’ten farklıdır. Türkiye’de, Lübnan ve İsveç’teki gibi yalın teknikler değil, net bugünkü değer yöntemi gibi görece daha karmaşık tekniklerin kullanımı yaygındır. Araştırma bulgularına göre net bugünkü değer yöntemi en sık kullanılan yöntemdir. Elde edilen bir diğer önemli bulgu ise politik risk priminin, sermaye bütçeleme süreçlerine çok sınırlı sayıda katılımcı tarafından dahil edildiği üzerinedir. Bu bulgu Lübnan’daki duruma paraleldir.

Politik risk ve sermaye bütçeleme tekniklerini konu edinen sınırlı sayıda araştırmadan elde edilen bulgulara göre uygulamacılar, politik riski sermaye bütçeleme süreçlerine nadiren dahil etmektedirler. Ancak işletme finansı araştırmalarında politik risk ve politik riskin daha kapsamlı bir hali olan ülke riski, değerlendirme süreçlerinin önemli bir unsuru olarak kabul edilmektedir. Literatür, bu konuda gelişmekte olan piyasalara daha fazla odaklanmıştır (Roggi vd., 2017; Warnes ve Warnes, 2014). Gelişmekte olan piyasaların politik riske daha çok maruz kalmaları, bu durumun oluşmasındaki başlıca faktördür.

### 3.2. POLİTİK RİSK, SERMAYE MALİYETİ ve FİRMA YATIRIMLARI ÜZERİNE YAPILAN ÇALIŞMALAR

Sermaye maliyetinin iki unsuru, özsermaye maliyeti ve yabancı kaynak maliyetidir. Bu unsurların toplamdaki payları, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini belirlemektedir. Finans yöneticilerinin tercih ettikleri sermaye bütçeleme tekniklerini araştıran çalışmalarda, yöneticilerin politik riskleri nadiren gözettilerine yukarıda değinilmiştir. Ancak politik risklerin ve belirsizliklerin özsermaye maliyetine etkisi üzerine yapılan ampirik araştırmalardan elde edilen bulgular aksi yöndedir. Bahsedilen çalışmalarda, politik risklerin özsermaye maliyetini ve sermaye maliyetini artırdığına dair bulgulara erişilmiştir. Tablo 3.2’de politik risk ve sermaye maliyeti arasındaki ilişki üzerine yapılan araştırmalara ait özet bilgiler sunulmuştur.

Tablo 3.2 Politik risk ve sermaye maliyeti ilişkisi üzerine yapılan araştırmalar

| Yazar (Yıl)         | Örneklem ve Periyot                        | Bulgular                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|---------------------|--------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Ben-Nasr vd. (2012) | 38 ülkeden, 236 yeni özelleştirilmiş firma | Kamulaştırma arttıkça özsermaye maliyeti artmaktadır. Finansal olarak gelişmiş ülkelerde bu durum sınırlı düzeyde gözlenmektedir. Devletin kamulaştırma uygulama ihtimali arttıkça özsermaye maliyeti artmaktadır. Otoriter rejimlerde benzer bir ilişki söz konusudur.                            |
| Qi vd. (2010)       | 39 ülke, 1980-2006                         | Politik hakların daha çok tanındığı ülkelerde, firmaların ihraç ettikleri tahvillerin getirisi daha düşüktür. Politik haklardan yoksunluk, borçlanma maliyetini dolayısıyla sermaye maliyetini artırmaktadır.                                                                                      |
| Bliss ve Gul (2012) | Malezya 2001-2004                          | Politik bağlantılı firmalar, kredi verenler ve denetim kuruluşları tarafından daha riskli görülmektedir. Elde edilen bulgulara göre politik bağlantısı olan firmalar daha yüksek borçlanma maliyetine katlanmaktadır. Bu durum sermaye maliyetini artırmaktadır.                                   |
| Boubakri vd. (2012) | 26 ülke, 1997-2001                         | Bliss ve Gul (2012) tarafından elde edilen bulgunun aksine politik bağlantıların firmaların özsermaye maliyetlerini düşürdüğü bulgusuna erişilmiştir. Boubakri vd. (2012) tarafından yapılan çalışma daha geniş bir örneklemi konu ettiği için elde edilen bulgu daha geçerli kabul edilebilir.    |
| Cashman vd. (2015)  | Asya-Pasifik, 2000-2011                    | Gayri menkul firmalarında, politik riskin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini artırdığı bulgusuna ulaşılmıştır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin unsurları ve politik risk arasındaki ilişki incelendiğinde ise politik riskin yabancı kaynak maliyeti üzerinde bir etkisi gözlenmemiştir. |
| Borisova vd. (2015) | 43 ülke, 1991-2010                         | Kamu mülkiyetinin borçlanma maliyetini bir diğer ifadeyle sermaye maliyetini artırdığı bulgusuna ulaşılmıştır. Kriz dönemlerinde ise bu ilişki terse dönmektedir. Kamu garantörlüğü sayesinde kriz dönemlerinde borçlanma maliyeti düşmektedir.                                                    |
| Waisman vd. (2015)  | ABD firmaları                              | Politik belirsizliğin arttığı dönemlerde firmaların ihraç ettikleri tahvillerin faiz oranlarının yükseldiğini bulgusuna ulaşmışlardır. Politik belirsizlikler yabancı kaynak maliyetini artırmaktadır.                                                                                             |

|                               |                                         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|-------------------------------|-----------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Procasky ve Ujah (2016)       | 102 ülke, 2002-2011                     | Terör borçlanma maliyetini artırmaktadır. Bu etki gelişmekte olan ülkelerde daha belirgindir.                                                                                                                                                                                                                           |
| Belkhir vd. (2017)            | Orta Doğu ve Kuzey Afrika, 1997-2012    | Araştırma, politik risk düzeyi yüksek olan Orta Doğu ve Kuzey Afrika coğrafyasında yer alan ülkeler üzerine yapılmıştır. Politik riskin özsermaye maliyetini dolayısıyla sermaye maliyetini artırdığı bulgusuna ulaşılmıştır.                                                                                           |
| X. R. Li vd. (2018)           | Çin, 2000-2015                          | Politik belirsizliğin arttığı dönemlerde firmaların daha yüksek özsermaye maliyetine maruz kaldıkları bulgusuna ulaşılmıştır.                                                                                                                                                                                           |
| Bliss vd. (2018)              | Hong Kong, 2007-2011                    | Politik bağlantısı olan firmaların daha düşük yabancı kaynak maliyetine katlandıkları bulgusuna ulaşılmıştır.                                                                                                                                                                                                           |
| Tee (2018)                    | Malezya, 2002-2015                      | Politik bağlantısı olan firmaların daha düşük borçlanma maliyetine katlandıkları bulgusuna ulaşılmıştır. Elde edilen bulgu Malezya için bu konuda öncü literatürle çelişmektedir (Bliss ve Gul, 2012). Tee (2018) buna gerekçe olarak kendi araştırmasının geniş bir araştırma periyodunu kapsamamasını göstermektedir. |
| Pham (2019)                   | ABD, 1986-2016                          | Politik risk özsermaye maliyetini artırmaktadır. Ancak politik bağlantısı olan firmalar bilgi asimetrisinden olumlu yönde etkilenmektedir. Bu sebeple politik riskin özsermaye maliyetine etkisi, politik bağlantıları olan firmalarda daha düşük düzeyde gözlenmektedir.                                               |
| Khaw vd. (2019)               | Malezya, 2000-2016                      | Politik bağlantısı olan yöneticilere sahip firmalar daha düşük borçlanma maliyetine katlanmakta iken politik bağlantısı olmayan firmalarda yüksek borçlanma maliyeti söz konusudur.                                                                                                                                     |
| Xu (2020)                     | ABD, 1985-2007                          | Amerikan Patent ve Ticari Hak Kurumunda yer alan firmalarda, ekonomi politikasında belirsizlikler sermaye maliyetini artırmaktadır. Bu durum firmaların yenilik kapasitelerini düşürmektedir.                                                                                                                           |
| S. Kim vd. (2020)             | Birleşik Krallık, 2003-2015             | Birleşik Krallık'ta yürütülen yolsuzluk karşıtı uygulamaların, özsermaye maliyetini azalttığı bulgusuna erişilmiştir.                                                                                                                                                                                                   |
| Hossain ve Kryzanowski (2021) | ABD, 1998-2017                          | Yolsuzlukların daha sık yaşandığı yerlerde faaliyet gösteren firmaların özsermaye maliyetleri daha yüksektir.                                                                                                                                                                                                           |
| J. J. Liu ve Wang (2022)      | Çin, 2002-2018                          | Ekonomi politikasındaki belirsizlikler, özsermaye maliyetini artırmaktadır. Borçlanma maliyetine ise etki etmemektedir. Bahsedilen ilişki, kamu mülkiyetindeki işletmelerde ve özel mülkiyetli işletmelerde fark göstermemektedir.                                                                                      |
| Kwabi vd., (2022)             | 20 ülke, 2001-2018                      | Ekonomi politikasındaki belirsizlikler, sermaye maliyetini düşürmektedir. Ancak ekonomi politikasındaki belirsizlik ve yabancı portföy yatırımlarının etkisi birlikte değerlendirildiğinde ekonomik politika belirsizliği sermaye maliyetini artırmaktadır.                                                             |
| Banerjee vd., (2022)          | 44 ülke, 2002-2012                      | Firmalar tarafından sergilenen etik dışı davranışlar ve yolsuzluk kapsamına giren faaliyetler özsermaye maliyetini artırmaktadır.                                                                                                                                                                                       |
| Mishra (2023)                 | MSCI'da işlem gören firmalar, 2002-2020 | Firma düzeyinde hesaplanan politik riskin özsermaye maliyetini artırdığı bulgusuna ulaşılmıştır.                                                                                                                                                                                                                        |
| Carney vd. (2024)             | 19 Ülke, 1987-2018                      | Jeopolitik riskin sermaye maliyetini artırdığı bulgusuna erişilmiştir.                                                                                                                                                                                                                                                  |

**Kaynak:** Yazar tarafından Web of Science, Scopus ve Ulakbim veri tabanlarında yer alan makalelerden derlenmiştir.

Tablo 3.2’de yer alan bulgulara ilişkin genel çıkarım, politik riskin sermaye maliyetini ve onun bileşenleri olan özsermaye maliyetiyle yabancı kaynak maliyetini olumsuz etkilediği şeklindedir. Teorik olarak, politik risk ve sermaye maliyeti arasındaki ters yönlü ilişkinin, firma yatırımlarını da olumsuz etkilemesi beklenmektedir.

Tablo 3.3’te politik risk ve firma yatırımları arasındaki ilişkiyi ele alan ampirik araştırmalara ilişkin özet bilgilere yer verilmiştir.

Tablo 3.3 Politik risk ve firma yatırımları ilişkisi üzerine yapılan araştırmalar

| Yazar (Yıl)             | Örneklem ve Periyot                       | Bulgular                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|-------------------------|-------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Julio ve Yook (2012)    | 49 ülke, 1980-2005                        | Araştırma örnekleminde yer alan ülkelerdeki ulusal seçimlerin firmaların yatırım düzeylerine etkisi araştırılmıştır. Politik belirsizlikler firmaların daha az yatırım yapmalarına sebep olmaktadır.                                                                                                                        |
| Yonce (2015)            | ABD, 1964-2008                            | Amerikan şirketleri seçim dönemlerinde yatırımlarını azaltmaktadırlar. Ek olarak tek parti dönemlerinde (%5.3) ve Cumhuriyetçi başkanlık dönemlerinde (%8.7) firmalar daha az yatırım harcaması yapmaktadırlar.                                                                                                             |
| An vd. (2016)           | Çin, 2001-2009                            | Seçimlerin firma yatırımlarını olumsuz etkilediği bulgusuna ulaşılmıştır. Bu etki kamu işletmelerinde ve sermaye yoğun işletmelerde daha belirgindir.                                                                                                                                                                       |
| Shen ve Lin (2016)      | Tayvan, 1991-2010                         | İktidarla bağlantısı olan firmaların finansman kısıtlamalarına daha az maruz kaldıkları ve bu durumun yatırım düzeylerini artırdığı bulgusuna ulaşılmıştır.                                                                                                                                                                 |
| Amore ve Corina (2021)  | ABD çok uluslu şirketleri, 1991-2017      | ABD merkezli çok uluslu şirketlerin 39 ülkede seçimlere göre yatırım davranışları araştırılmıştır. Öncül literatür seçimlerin firma yatırımlarına olumsuz etkisini kanıtlamıştır. Bu araştırmada elde edilen bulgulara göre ise ülkelerin seçim sistemindeki farklılıklar firmaların yatırım davranışlarını etkilemektedir. |
| Jucá ve Fishlow (2021)  | Brezilya, 2013-2018                       | Brezilya devlet başkanı Dilma Rousseff’in yolsuzluk iddialarıyla görevden alınmasının Brezilya firmalarının yatırım düzeylerine etkisi araştırılmıştır. Elde edilen bulgulara göre görevden almanın firma yatırımlarına bir etkisi olmamıştır.                                                                              |
| Anderson vd. (2022)     | Çin, 2003-2016                            | Yolsuzluk karşıtı kampanyaların arttığı dönemlerde firmaların yatırımları düşmektedir.                                                                                                                                                                                                                                      |
| Ramirez ve Huang (2021) | Çin, 2000-2016                            | Yolsuzluk denetimlerini yansıması için geliştirilen ve yolsuzluk haberlerinden türetilen bir endeks ile firma yatırımları arasındaki ilişki araştırılmış ve endeksteeki artışlarla firma yatırımları arasında ters yönlü bir ilişki tespit edilmiştir.                                                                      |
| A. T. Le ve Tran (2021) | Asya Gelişmekte Olan Piyasalar, 1995-2018 | Jeopolitik riskler Çin ve Rusya’da firma yatırımlarını önemli ölçüde etkilemektedir. Hindistan ve Türkiye’de ise bahsedilen ilişki sınırlı düzeydedir.                                                                                                                                                                      |
| Tan vd. (2022)          | Türkiye, 2005-2019                        | Jeopolitik risk Borsa İstanbul’da işlem görmekte olan üretim firmalarının yatırım düzeylerini olumsuz etkilemektedir.                                                                                                                                                                                                       |
| Du ve Heo (2022)        | ABD, 1998-2018                            | Politik yolsuzlukların firma yatırımlarına olumsuz etki ettiği bulgusuna ulaşılmıştır.                                                                                                                                                                                                                                      |

|                                   |                                                                                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|-----------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Choi vd.<br>(2022)                | Firma<br>düzeyinde<br>politik risk<br>verisine<br>erişilen<br>firmalar,<br>2001-2015 | Firma düzeyinde politik risk yatırım düzeyini olumsuz etkilemektedir. Politik lobicilik faaliyetleri bahsedilen ilişki derecesini düşürücü etki yapmaktadır.                                                                                                                                     |
| Y. Chen<br>(2022)                 | Çin, 1999-<br>2016                                                                   | Siyasi pozisyonlardaki görev değişiminin işletme yatırımlarına etkisi araştırılmıştır. Bu etki pozisyona göre değişmektedir. Vali ve belediye başkanı değişimleri firma yatırımlarını etkilemekte; eyalet ve illerdeki parti başkanları değişimi ise firma yatırımlarını olumsuz etkilemektedir. |
| Nguyen ve<br>Tran (2022)          | 42 ülke,<br>2002-2015                                                                | Yolsuzluğun optimal yatırım düzeyine (yani aşırı yatırım veya eksik yatırıma yol açma) etkisi araştırılmış ve negatif ilişki bulgusuna erişilmiştir.                                                                                                                                             |
| García-<br>Gómez vd.<br>(2022)    | Avrupa<br>ülkeleri<br>2011-2020                                                      | Yolsuzluk, işletme yatırımlarını düşürmektedir. Bu ilişki ülkelerin kültürel özelliklerine göre farklılaşabilmektedir.                                                                                                                                                                           |
| Rumokoy vd.<br>(2023)             | Avustralya<br>Metal ve<br>Madencilik<br>Sektörü,<br>2011-2020                        | Jeopolitik risk, Avustralya metal ve madencilik sektöründe yatırım düzeyini olumsuz etkilemektedir.                                                                                                                                                                                              |
| Alam vd.<br>(2023)                | ABD, 1996-<br>2018                                                                   | Jeopolitik risk firmaların yatırım düzeylerini olumsuz etkilemektedir. Politik bağlantılar ise bahsedilen olumsuz etkinin gücünü hafifletmektedir.                                                                                                                                               |
| P. Banerjee<br>ve Dutta<br>(2022) | Firma<br>düzeyinde<br>politik risk<br>verisine<br>erişilen<br>firmalar,<br>2002-2016 | Firma düzeyinde politik riskin yatırım harcamalarını olumsuz etkilediği bulgusuna erişilmiştir.                                                                                                                                                                                                  |

**Kaynak:** Yazar tarafından Web of Science, Scopus ve Ulakbim veri tabanlarında yer alan makalelerden derlenmiştir.

Tablo 3.3'te yer alan araştırmalarda politik risk ve politik belirsizlik kaynakları farklılaşmaktadır. Araştırmalarda ele alınan başlıca politik risk türleri yolsuzluk, terör, jeopolitik risk gibi risklerdir. Araştırmalar genellikle gelişmekte olan piyasaları konu edinmektedir. Ancak ABD ve Avustralya gibi gelişmiş ülkeleri ele alan araştırmalar da mevcuttur. Tablo 3.3'te yer alan çalışmalardan elde edilecek genel sonuç, çeşitli politik risk türlerinin firma yatırımları üzerinde negatif etki yaptığı şeklindedir. Çalışmalarda öne çıkan konular şunlardır:

- Politik belirsizlikler ve seçimler firmaların yatırımlarını ertelemelerine veya azaltmalarına sebep olmaktadır. Seçim ve yönetim değişikliği dönemlerinde artan

risk algısı yatırım kararlarını etkilemektedir. Bu durum ABD, Çin gibi birçok ülkede gözlenmiştir.

- Yolsuzluklar, firma yatırımları bağlamında ele alınan bir diğer önemli politik risk türüdür. Yolsuzluk algısının yüksek olduğu dönemlerde firmaların yatırımları düşmektedir. Yolsuzluk üzerine yapılan araştırmalarda gelişmekte olan piyasalar ve Çin öne çıkmaktadır.
- Daha çok şiddet temalı (savaş, terör vb.) politik risk türleriyle ilişkilendirilen jeopolitik riskler çalışmalarda öne çıkan bir diğer politik risk türüdür. Türkiye, Avustralya ve Çin gibi ülkelerde bu risklerin yatırım seviyelerinde düşüşe neden olduğu bulgusu raporlanmıştır.



## 4. BÖLÜM

### ARAŞTIRMA TASARIMI VE METODOLOJİ

Bu bölümde araştırmanın tasarımı ve metodolojisi; veri seti, örneklem, regresyon modeli, kullanılan analiz yöntemi ve analiz yöntemine ilişkin varsayımlar ekseninde ele alınarak sunulmuştur. Öncelikle; analizlerde kullanılan veri setlerinin hazırlık aşaması, veri setinin temin edildiği kaynaklar ve örneklemde yer alan firma sayılarına ilişkin bilgilere yer verilmiştir.

Araştırma kapsamında “*Politik riskin firma yatırımlarına etkisi nedir?*” sorusuna yanıt aranmaktadır. Bu doğrultuda, nicel ve açıklayıcı bir araştırma tasarlanmıştır. İlişkili literatür gözetilerek kurulan regresyon modeliyle araştırma sorusuna yanıt aranmıştır. Araştırmada, örneklem ve araştırma periyodunun bir gerekliliği olarak panel veri regresyon analizi uygulanmıştır. Bu bölümde son olarak panel veri regresyon analizinin ekonometrik metodolojisine yer verilmiştir.

#### 4.1. VERİ SETİ VE ÖRNEKLEM

Araştırma örneklemini, MSCI gelişmekte olan piyasalar endeksinde yer alan ülkelerin borsalarında yer alan firmalardan oluşturulmuştur. Finans kuruluşları hariç bırakılmıştır. Araştırma periyodu 2001-2021 arası dönemdir. Firmalara ait finansal veriler Refinitiv veri terminalinden, politik risk verileri ICRG’den temin edilmiştir. Firma verileri %1-%99 aralığında ayıklanarak analizlere dahil edilmiştir. Araştırmaya dahil edilen ülkeler ve firma sayıları Tablo 4.1’de yer almaktadır.

Tablo 4.1 Örneklemde yer alan ülkeler ve firma sayıları

| Ülke                                                                      | Firma Sayısı | Ülke         | Firma Sayısı | Ülke         | Firma Sayısı |
|---------------------------------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Brezilya                                                                  | 375          | Güney Afrika | 193          | Endonezya    | 720          |
| Mısır                                                                     | 197          | BAE          | 71           | Hindistan    | 4207         |
| G. Kore                                                                   | 2488         | Malezya      | 942          | Meksika      | 116          |
| Polonya                                                                   | 640          | Rusya        | 248          | S. Arabistan | 193          |
| Tayvan                                                                    | 2014         | Kuveyt       | 93           | Peru         | 103          |
| Şili                                                                      | 144          | Çin          | 5146         | Türkiye      | 420          |
| Yunanistan                                                                | 125          | Tayland      | 805          | Filipinler   | 224          |
| Kaynak: Yazar tarafından araştırma örneklemini baz alınarak derlenmiştir. |              |              |              |              |              |

## 4.2. HİPOTEZLER

Firmaların yatırım kararları, iç çevre ve dış çevre faktörleriyle yakından ilişkilidir. Ülke riskinin önemli bir unsuru olan politik risk, firma yatırımları üzerinde doğrudan ve dolaylı olarak etkili olmaktadır. Politik riskin firma yatırımlarına doğrudan etkileri nakit akışları ve sermaye maliyeti üzerinden gerçekleşmektedir. Politik risk, beklenen nakit akımlarını kesintiye uğramasına veya sermaye maliyetinin artmasına sebep olmaktadır (Bekaert vd., 2014; Belkhir vd., 2017). Politik riskler, gelişmekte olan piyasalarda sık karşılaşılan bir sistematik risk türüdür. Literatürde; yolsuzluk, terör, politika belirsizliği, jeopolitik risk gibi farklı politik risk kaynaklarının firma yatırımları ve sermaye maliyetleri olumsuz etkilerine dair bulgular yer almaktadır (Alam vd., 2023; P. Banerjee & Dutta, 2022; García-Gómez vd., 2022; Yonce, 2015).

Araştırma kapsamında ele alınan temel araştırma sorusu, gelişmekte olan piyasalarda politik risklerin firma yatırımlarına etkisi üzerine geliştirilmiştir. Gelişmekte olan piyasalar, getiri potansiyelleri yüksek, buna paralel olarak da risklilik düzeyi yüksek piyasalardır. Gelişmekte olan piyasaların küresel ekonomideki rolleri günden güne artmaktadır. Gelişmekte olan piyasalar, dünya nüfusunun ve yüzölçümünün çok büyük bir kısmını oluşturmaktadır. Bu faktörler, araştırmacıların gelişmekte olan piyasalara yoğun bir şekilde ilgi göstermelerine sebep olmaktadır (Kearney, 2012, s. 160). Gelişmekte olan piyasaların politik riskleri, küresel ekonomideki rolleri ve politik risk yatırım ilişkisine ait teorik çerçeve düşünülerek araştırma kapsamında test edilecek ana hipotez aşağıdaki gibi oluşturulmuştur.

- $H_1$ : “Politik risk, gelişmekte olan piyasalarda firma yatırımlarını olumsuz etkilemektedir.”

Gelişmekte olan piyasalar genel olarak ülke riskinin daha çok gözlendiği, politik risk düzeyleri yüksek piyasalardır. Ancak gelişmekte olan piyasalar, politik risk profilleri açısından heterojen bir yapıdadır. Gelişmekte olan piyasa olarak sınıflandırılmalarına rağmen daha sakin politik atmosfere sahip ülkeler vardır. Diğer taraftan Mısır, Çin, Türkiye gibi çok yüksek politik risklere sahip ülkelere de söz edilebilir. Gelişmekte olan piyasaların heterojen politik risk profilleri sebebiyle, ana hipotez düşük riskli ve yüksek riskli örneklem için aşağıdaki gibi tekrar oluşturulmuştur.

- $H_{1a}$ : “Politik risk, yüksek politik riskli gelişmekte olan piyasalarda firma yatırımlarını olumsuz etkilemektedir.”
- $H_{1b}$ : “Politik risk, düşük politik riskli gelişmekte olan piyasalarda firma yatırımlarını olumsuz etkilemektedir.”

Firmaların faaliyette bulundukları sektörlerin politik risklere reaksiyonları farklı olabilir. Sektörlerin büyüme oranları, makro ekonomik faktörlere gösterdikleri reaksiyonlar, emek yoğun veya teknoloji yoğun yapıları vb. birçok faktör yatırım dinamiklerinin sektörler arasında farklılaşmasına sebep olur. Bu sebeple, politik risk ve firma yatırımları arasındaki ilişkiyi sektörler göre incelemek adına aşağıdaki alt hipotez oluşturulmuştur:

- $H_{1c}$ : “Politik risk, incelenen tüm sektörlerde firma yatırımlarını olumsuz etkilemektedir.”

Finansal kısıtlar, borçlanma kapasitesi, borçlanma düzeyi gibi faktörler yatırımların finansmanında önemli bir yer tutmaktadır ve yatırım düzeylerini etkiler (Akca vd., 2021; Arslan-Ayaydin vd., 2014; de Jong vd., 2012; Ozdagli, 2012). Finansal esneklik kavramı, firmaların yabancı kaynak kullanabilme kapasiteleriyle ilişkili bir kavramdır. Belirli bir periyotta, borç kullanma kapasitesi ve mevcut borçlanma düzeyi arasında pozitif sapma olan firmalar finansal esnekliğe sahip firmalar olarak kabul edilir (Gregory, 2020). Firmaların kullanılmamış borçlanma kapasitesine sahip olmaları, bu firmaların politik risklere karşı yatırım yapmada daha avantajlı kılabilir. Finansal esneklik, politik risk ve firma yatırımları arasındaki ilişkiyi test etmek adına aşağıdaki alt hipotez türetilmiştir:

- $H_{1d}$ : “Finansal esneklik, politik riskin yatırımlar üzerine olumsuz etkilerini elimine eder.”

Firmalar için teorik olarak optimal bir yatırım seviyesinden söz edilebilir. Literatürde yatırım verimliliği (investment efficiency) kavramı ile ele alınan bu durum, firmaların aşırı yatırım (over investment) veya eksik yatırım (under investment) yapmalarını konu almaktadır (Jiang vd., 2022; T. Wang vd., 2023). Politik risklerin firmaların optimal yatırım düzeyi üzerindeki etkisini test etmek için aşağıdaki hipotezler türetilmiştir:

- $H_{1e}$ : “Optimal yatırım düzeyinin altında kalan firmalarda politik risk, firma yatırımlarını negatif yönde etkilemektedir.”

- $H_{1f}$ : “Optimal yatırım düzeyinin üstünde kalan firmalarda politik risk, firma yatırımlarını negatif yönde etkilemektedir.”

Likidite ve duran varlık yoğunluğu firmaların yatırım dinamiklerini etkilemektedir. Likiditesi yüksek bilançolara sahip firmalar, dış finansmanın kısıtlandığı veya yüksek maliyetli olduğu dönemlerde, likidite güçleri sayesinde yatırımlarını sürdürebilirler. Diğer taraftan yüksek duran varlık yüzdesine sahip firmalar için yatırımlar geri döndürülemez niteliktedir. Bu durum firmaların belirsizlik ve riskler karşısında esnekliklerini yitirmelerine sebep olur ve firmalar yeni yatırım kararlarına daha çekingen hareket edebilirler. Bu doğrultuda aşağıdaki alt hipotezler türetilmiştir:

- $H_2$ : “Gelişmekte olan piyasalarda, firma yatırımları ile politik risk arasındaki ilişki, firmaların likidite seviyesine bağlı olarak farklılık göstermektedir.”
- $H_3$ : “Gelişmekte olan piyasalarda, firma yatırımları ile politik risk arasındaki ilişki, firmaların duran varlık yoğunluklarına bağlı olarak farklılık göstermektedir.”

Araştırmada politik risk ve firma yatırımları arasındaki ilişkiyi daha detaylı ele almak adına bir takım alt hipotezler geliştirilmiştir. Bu hipotezler Bekaert vd. (2005) tarafından ICRG politik risk unsurları baz alınarak geliştirilen politik risk bileşenlerini (çatışma riski, kurumsal kalite riski, demokratik eğilimler riski, hükümet aksiyonları riski) baz almaktadır:

- $H_4$ : “Gelişmekte olan piyasalarda, tüm politik risk bileşenleri, firma yatırımlarını olumsuz etkilemektedir.”
- $H_{4a}$ : “Kurumsal kalite riski, gelişmekte olan piyasalarda, firma yatırımlarını olumsuz etkiler.”
- $H_{4b}$ : “Çatışma riski, gelişmekte olan piyasalarda, firma yatırımlarını olumsuz etkiler.”
- $H_{4c}$ : “Demokratik eğilimler riski, gelişmekte olan piyasalarda, firma yatırımlarını olumsuz etkiler.”
- $H_{4d}$ : “Hükümet aksiyonları riski, gelişmekte olan piyasalarda, firma yatırımlarını olumsuz etkiler.”

Araştırman kapsamında test edilen son hipotez, yüksek politik riske sahip piyasalarda, politik risk ve yatırım ilişkisini ülke düzeyinde test etmektedir. Bu hipotezin test edilmesiyle, politik risk ve yatırım ilişkisi daha mikro düzeyde ele alınarak ülkeler özelindeki durum tespit edilecektir:

- $H_5$ : “Yüksek politik riskli olarak sınıflandırılan tüm ülkelerde, firma yatırımları ile politika riski arasındaki ilişki negatiftir.”

### 4.3. REGRESYON MODELİ VE DEĞİŞKENLER

Araştırmada test edilecek regresyon modeli ve modelde yer alan değişkenlere ait teorik gerekçeler aşağıda sunulmuştur. Literatür takip edilerek, içsellik sorununa karşı, CF (nakit akış oranı) dışındaki firma düzeyindeki tüm değişkenler gecikmeli olarak modele dahil edilmiştir (Julio ve Yook, 2012; Ozkan vd., 2020). Eşitlik 10’da araştırmada test edilen ana regresyon modelinin matematiksel formu sunulmuştur. Eşitlik 10’da yer alan indisler; (i,j,t) firma, ülke ve yıl şeklindedir. Tablo 4.2’de araştırmada kullanılan değişkenler yer almaktadır.

$$\begin{aligned} INV_{i,(t+1)} = & B_0 + B_1 TQ_{i,(t)} + B_2 CF_{i,(t+1)} + B_3 LEV_{i,(t)} + B_4 SIZE_{i,(t)} + B_5 NWC_{i,(t)} + B_6 SG_{i,(t)} \\ & + B_7 D\_DIV_{i,(t)} + B_8 GDP_{j,(t)} + B_9 PR_{j,(t)} + B_{10} Firm_{i,(t)} + B_{11} Year_{i,(t)} \\ & + e_{i,(t)} \end{aligned}$$

#### Eşitlik: 10

Yatırım kavramı, gerçek ve tüzel kişilikler için farklı anlamlara gelmektedir. Araştırmada ifade edilen yatırım kavramı, firmaların duran varlıklar için yaptıkları sermaye harcamalarını ifade etmektedir. Sermaye harcamaları, firmaların faaliyetlerini sürdürebilmek ve genişletilmek için yaptıkları gayri menkul, tesis, ekipman gibi kalemlere yaptıkları harcamaları ifade etmektedir. Sermaye harcamaları için ayrılan fonlar genellikle yeni yatırımlarda ve projelerde kullanılmaktadır (Hisham vd., 2019:223). Yatırım (INV) değişkeni, literatürde yer alan araştırmalar takip edilerek firmaların bir mali yılda yaptıkları sermaye harcamalarının ortalama aktif toplamına oranlanmasıyla hesaplanmıştır (Julio ve Yook, 2012; Malmendier ve Tate, 2005).

Literatürde yer alan araştırmalarda firmaların yatırım seviyelerinde etkili olan faktörler farklı modellerle açıklanmaktadır. Bu modellerde firmaların sahip oldukları büyüme

fırsatları ve maruz kaldıkları finansal kısıtlar öne çıkan iki konudur. Eberly vd. (2008) “Firma verileriyle açıklama gücü en yüksek yatırım modeli hangisidir?” sorusuna yanıt aramıştır. Alternatif modellerin karşılaştırıldığı araştırmada, en iyi performans gösteren modellerin, Hayashi (1982) Q modelini temel alan modeller olduğu bulgusuna erişilmiştir. Buna göre Tobin Q oranı, firmaların yatırım düzeylerinde belirleyici faktördür.

Tablo 4.2 Araştırmada kullanılan değişkenler

| Değişkenler* | Açıklamaları                                                                                         |
|--------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| INV          | Yatırım= Sermaye Harcamaları(t) / Ortalama Toplam Varlıklar(t)                                       |
| TQ           | Tobin's Q Oranı(t)= (Toplam Varlıklar – Toplam Özkaynaklar + Piyasa Değeri)(t) / Toplam Varlıklar(t) |
| CF           | Nakit Akış Oranı(t)= (FVÖK - Dağıtılmış Kâr + Amortisman İtfa Payları)(t) / Toplam Varlıklar (t-1)   |
| LEV          | Kaldıraç (t) = Toplam Yabancı Kaynaklar (t) / Toplam Varlıklar(t)                                    |
| SIZE         | Firma Büyüklüğü (t)= Aktif Toplamının Doğal Logaritması                                              |
| NWC          | Net İşletme Sermayesi Oranı(t) = (Dönen Varlıklar-KVYK)(t) / Toplam Varlıklar (t)                    |
| SG           | Satışlardaki Büyüme(t)= [Satışlar (t)-Satışlar(t-1)] / Satışlar (t-1)                                |
| D_DIV        | Temettü Kuklası: Temettü ödemesi durumunda 1, ödeme yapılmaması durumunda 0                          |
| IND_LEV      | Sektörlere ait ortalama kaldıraç değerleri.                                                          |
| MTB          | Piyasada değeri / Defter Değeri                                                                      |
| TANG         | Duran varlık yoğunluğu= Net Duran Varlıklar / Toplam Varlıklar                                       |
| GDP          | GSYİH büyüme oranı                                                                                   |
| PR           | ICRG Politik Risk Derecelendirmeleri (12 alt politik unsuru toplamı)                                 |
| INF          | Tüketici fiyat endeksi                                                                               |

\*Firma düzeyinde olan tüm değişkenlere ilişkin veriler Refinitiv terminalinden, politik risk derecelendirmeleri ICRG'den, GSYİH büyüme oranı ve tüketici fiyat endeksi verileri, Dünya Bankası'ndan temin edilmiştir. Tayvan'a ait veriler Dünya Bankası tarafından paylaşılmadığı için Tayvan'ın GSYİH büyüme oranı DGBAS'tan (Directorate General of Budget, Accounting and Statistics Taiwan) temin edilmiştir.

Tobin Q oranı yalın haliyle firmanın piyasa değerinin defter değerine oranıdır ve yatırım fırsatlarına ilişkin bir göstergedir (Yarba ve Yassa, 2022: 291). James Tobin, firma yatırımlarına ilişkin öne sürdüğü teoride firmaların yatırım seviyelerinin, işletmenin piyasa değeri ve yerine koyma maliyeti arasındaki oranın bir fonksiyonu olması gerektiğini savunmaktadır. James Tobin tarafından Q oranı olarak adlandırılan bu oranın birin üzerinde olması halinde firmalar daha fazla yatırım yapabilecek; birin altında olması halinde ise yatırım yapmaktan kaçınacaklardır (Ajide, 2017: 111).

Zamanla Tobin Q oranının firma yatırımlarını açıklamada yeterli olmadığı düşüncesi gelişmiştir. Nakit akışları yatırım düzeylerinde belirleyici bir diğer faktör olarak ampirik araştırmalara dahil edilmeye başlanmıştır (Blundell vd., 1992: 234). Nakit akışları, dış finansmana erişimi kısıtlı olan firmalara yatırım yapabilme olanağı sağlar (Gilchrist ve Himmelberg, 1995: 541). Nakit akış oranı (CF) değişkeni  $FVÖK + \text{Amortisman İtfa Payları} - \text{Dağıtılmış Karlar}$  tutarının dönem başı aktiflerine oranlanmasıyla hesaplanmıştır. Yüksek nakit akış oranı firmaların yabancı kaynak bağımlılığını azaltır ve iç finansman olanağı sağlar.

Finansal kaldıraç (LEV), firmaların yabancı kaynak kullanım oranıdır. Finansal kaldıraç ve firma yatırımları arasındaki ilişki, Myers ve Majluf (1984) tarafından ileri sürülen finansal hiyerarşi teorisine (pecking order theory) göre negatif yönlü olmalıdır. Teoriye göre firmalar, iç finansmandan uzaklaştıkça daha fazla riske ve maliyete maruz kalmaktadır. Ancak bu durum borçlanmanın firma lehine olduğu durumlarda geçerli olmayabilir. Düşük borçlanma maliyeti, sermaye maliyetini de düşüreceği için firmalar yatırım yapma yoluna gidebilir. Borçlanma maliyetinin yüksek olduğu durumda ise firmalar yabancı kaynak kullanarak yatırımlarını finanse etmekte daha çekimser davranır. Literatürde yer alan bulgular finansal hiyerarşi teorisini destekler. Akca vd. (2021) tarafından yapılan araştırmanın bulgularına göre, gelişmekte olan piyasalarda finansal kaldıraç ve yatırım ilişkisi, ülkeler arasında farklılaşmakla beraber genel olarak negatif yönlüdür. Haque (2014), Pakistan firmaları için yaptığı çalışmada kaldıraçın yatırımlara negatif etkisi üzerine bulguya ulaşmıştır.

Firma büyüklüğünün (SIZE) yatırımlara etkisi üzerine net bir yargıya varmak güçtür. Küçük ölçekli firmaların büyüme motivasyonları daha güçlüdür ve bu motivasyon onları daha fazla yatırım yapmaya itebilir (Dashkin ve Ankudinov, 2020: 4482). Ancak büyük ölçekli firmaların nakit akışlarına hassasiyeti daha düşüktür ve dış finansmana daha kolay erişebilirler. Literatürde yer alan araştırmalarda firma büyüklüğünün yatırımlara etkisi üzerine bulgular farklılaşmaktadır (Dinh Nguyen ve Phan Thi Anh, 2013: 38; Y. Wang vd., 2014).

Net İşletme Sermayesi Oranı (NWC), firmaların likidite düzeylerini ve kısa vadeli borçlarını ödeyebilme güçlerini yansıtan bir orandır. Literatürde likidite ve firma yatırımları arasındaki ilişki ağırlıklı olarak nakit oranı üzerinden ele alınmıştır. Nakit

oranı, firmaların bilançolarında yer alan nakit, nakit benzeri varlıklar ve kısa vadeli yatırımların aktif toplamındaki payıdır. Bu oranın yüksek olması net işletme sermayesini güçlü kılmakta, işletmelerin kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirmeleri noktasında onları güçlü kılmaktadır. Literatürdeki araştırmalarda nakit oranı ve firmaların yatırım seviyeleri arasında pozitif ilişkiden söz edilmektedir (Almeida vd., 2004:1780). Özellikle dış finansmana erişimin zor olduğu veya belirsizliğin yüksek olduğu dönemlerde nakit bulundurma düzeyi ve yatırım arasındaki pozitif ilişki öne çıkmaktadır (Arslan vd., 2006:320; Tawiah ve O'Connor Keefe, 2022). Ancak nakit oranı ve yatırım arasındaki pozitif ilişkiyi genellemek güçtür. Julio ve Yook (2012:48) belirsizliğin hâkim olduğu zamanlarda firmaların yatırımdan kaçınarak fonlarını nakitte bekletebileceklerini belirtmektedir. Bu bağlamda değerlendirildiğinde NWC ve yatırım ilişkisi iki yönlü ele alınabilecektir.

Satışlardaki büyüme oranı (SG) firmaların hasılatlarındaki büyümeyi ifade eder. Satışlardaki büyüme, firma büyümesinin bir göstergesi olarak kabul edilmektedir (Dinh Nguyen ve Phan Thi Anh, 2013: 37). Ek olarak satışlardaki artış iç finansman yaratmada başlangıç noktasıdır. Buna paralel olarak satışlardaki büyüme oranı aynı zamanda yatırım fırsatlarının da bir göstergesi olarak kabul edilmektedir (Yarba ve Yassa, 2022: 291). Saquido (2003) ise satışlardaki artış ve firma yatırımları arasındaki ilişkiyi hızlandıran yatırım teorisiyle ele almaktadır. Satışlarını artıran bir firma, talep artışı beklentisine girerek daha fazla yatırım yapmak ister. Teorik olarak beklenti satışlardaki büyüme oranı ve yatırım seviyesi arasında pozitif bir ilişki olması yönündedir.

Temettü kuklası (D\_DIV) değişkeni firmaların temettü ödemelerine ait kukla değişkendir. Temettü ödemesi yapıldığı takdirde 1 aksi durumda ise 0 değerini almıştır. Temettü ödemeleri ve firma yatırımları arasındaki ilişki finansal kısıtlamalar ekseninde ele alınmıştır. Temettü ödemekte zorlanan firmalar, finansman maliyetlerinin düşük olduğu dönemlerde dahi finansal kısıtlamalara maruz kalabilmektedirler (Ozkan vd., 2020: 234). Fazzari vd. (1988) tarafından elde edilen bulguya göre ise düşük temettü ödeme oranına sahip firmalar, yatırım faaliyetlerinde nakit akışlarına daha fazla bağlıdırlar. Bu durum düşük temettü ödeyen firmaların finansman kısıtlamalarına daha çok maruz kaldığına işaret etmektedir (Guariglia, 2008: 1796).

GSYİH büyüme oranı (GDP), araştırmada test edilen modele dahil edilen ülke düzeyinde kontrol değişkenidir. Firmaların yatırım kararları faaliyet gösterdikleri ülkelerin ekonomik koşullarından bağımsız değildir. GSYİH ekonominin genel resmini sunan bir ekonomik değişkendir ve firmaların yatırım kararlarında belirleyici bir faktördür. Ek olarak ekonomik büyüme tüketim yönlü bir büyüme de doğuracağı için firmalar daha fazla sermaye harcaması yoluna gidebilirler (Farooq vd., 2023:4). Teorik olarak GDP ve INV değişkenleri arasında pozitif ilişki beklenmektedir.

Politik risk (PR) araştırmanın ana bağımsız değişkenidir. Yatırım kararları politik belirsizliklerden etkilenmektedir. Politik belirsizliklerden kaynaklanabilecek riskler yatırımcıların risk iştahlarını düşürerek yatırım kararlarında daha çekimser davranmalarına sebep olmaktadır (Julio ve Yook, 2012:45). Politik riskin sermaye bütçeleme sürecindeki rolü ise iki yönlü ele alınabilir. Politik risk, planlanan yatırımlardan beklenen nakit akımlarının kesintiye uğramasına sebep olabilir. Buna ek olarak politik risklerden kaynaklanabilecek belirsizlikler sermaye maliyetini yükseltebilir (Belkhir vd., 2017; W. Choi vd., 2022; Pham, 2019).

Tablo 4.3 ICRG politik risk derecelendirmesi alt unsurları

| Politik Risk Unsuru                            | Politik Risk Unsuruna Ait Ağırlık Değeri |
|------------------------------------------------|------------------------------------------|
| • Hükümet istikrarı                            | 12                                       |
| • Sosyoekonomik koşullar                       | 12                                       |
| • Yatırım profili                              | 12                                       |
| • İç Karışıklıklar                             | 12                                       |
| • Dış Karışıklıklar                            | 12                                       |
| • Yolsuzluk                                    | 6                                        |
| • Politikada asker                             | 6                                        |
| • Dini gerginlikler                            | 6                                        |
| • Hukuk ve düzen                               | 6                                        |
| • Etnik gerginlikler                           | 6                                        |
| • Demokratik hesap verebilirlik                | 6                                        |
| • Bürokrasi kalitesi                           | 4                                        |
| Kaynak: The PRS Group (t.y.)’den derlenmiştir. |                                          |

Politik riskin kaynakları oldukça somut görünse de politik riski ölçülebilir kılmak oldukça güçtür. PRS Grup tarafından hazırlanan ICRG derecelendirmeleri politik risk temalı araştırmalarda yaygın kullanılan bir politik risk ölçütüdür (Belkhir vd., 2017; T. Chang vd., 2018; H. Chen vd., 2016; Howell, 2014). ICRG derecelendirmesinde yer alan politik risk derecelendirmeleri 12 alt unsurdan oluşmaktadır. Tablo 4.3’te ICRG

derecelendirmesine ilişkin bilgiler, içerdikleri politik risk bileşenleriyle birlikte sunulmuştur:

ICRG politik risk derecelendirmesi, Tablo 4.3'te yer alan alt unsurlara ilişkin derecelendirmelerin toplamından oluşmaktadır. Her bir alt unsur için parantez içerisinde yer alan değerler, toplam politik risk derecelendirmesinde o unsura ait ağırlığı göstermektedir. Derecelendirmelere ilişkin tahminler uzman analistler tarafından yapılmaktadır. Alt unsur derecelendirmeleri sonucu oluşan ve sıfırdan 100'e kadar olan politik risk puanları, daha sonra “Çok Düşük Risk” (80-100 puan aralığı), “Çok Yüksek Risk” (0-50 puan aralığı) gibi kategorilerde sınıflandırılır (Howell, 2011).

ICRG politik risk alt unsurlarının açıklamaları kısaca şöyledir (The PRS Group, t.y.):

**Hükümet İstikrarı:** Hükümet istikrarı derecelendirmesi, hükümetlerin ilan ettikleri programları uygulama ve görevi sürdürebilme kapasitelerinin bir ölçüsüdür. Hükümet istikrarı derecelendirmesi, her biri 0-4 arasında derecelendirilen aşağıdaki unsurların toplamından oluşur ve 0-12 arasında değer alır:

- Hükümetin birlik ve beraberliği
- Yasama gücü
- Halk desteği

**Sosyoekonomik Koşullar:** Sosyoekonomik koşullar derecelendirmesi, her biri 0-4 arasında derecelendirilen aşağıdaki unsurların toplamından oluşur ve 0-12 arasında değer alır. Bu faktörler, hükümetlerin hareket alanlarını kısıtlayan ve toplumun genel memnuniyetsizliğini artıran politik risk kaynaklarıdır.

- İşsizlik
- Tüketici güveni
- Yoksulluk

**Yatırım Profili:** Yatırım profili derecelendirmesi, iş insanlarının yatırım sürecinde karşılaşabilecekleri problemlere ilişkin risklerdir. Yatırıma yönelik riskleri etkileyen aşağıdaki faktörlerin bir değerlendirmesidir:

- Sözleşme geçerliliği / El koyma

- Kar transferi
- Ödeme gecikmeleri

**İç Çatışma:** İç çatışma derecelendirmesi, ülkedeki siyasi şiddetin yönetim üzerindeki ve olası etkilerine ilişkin bir derecelendirmedir. Her biri 0-4 arasında derecelendirilen aşağıdaki unsurların toplamından oluşur ve 0-12 arasında değer alır:

- İç Savaş/Darbe Tehdidi
- Terörizm/Siyasi Şiddet
- Sivil İtaatsizlik

**Dış Çatışma:** Dış çatışma derecelendirmesi, hükümete yönelik yabancı eylemlerden kaynaklanan riskin bir değerlendirmesidir. Dış çatışma derecelendirmesi, hem şiddet içerikli olaylara (sınır ötesi çatışmalardan büyük ölçekli savaşlara kadar) hem de şiddet içermeyen olaylara (diplomatik gerilimler, ticaret kısıtlamaları, sübvansiyonların kesilmesi, sınır anlaşmazlıkları, çeşitli yaptırımlar vb.) ilişkin riskleri kapsar. Her biri 0-4 arasında derecelendirilen aşağıdaki unsurların toplamından oluşur ve 0-12 arasında değer alır:

- Savaş
- Sınır Ötesi Çatışma
- Dış Baskılar

**Yolsuzluk:** Yolsuzluk derecelendirmesi, politik sistemdeki yolsuzluklara ilişkin bir derecelendirmedir. Yolsuzluklar; ekonomik/finansal ortamı bozar ve politik sistemde istikrarsızlıklara yol açar. İş dünyasında karşılaşılan yolsuzluklar; firmaların maliyetlerini artırabilir, iş süreçlerini daha karmaşık hale getirebilir, yatırımların durmasına sebep olabilir. ICRG yolsuzluk derecelendirmesi, iş dünyasıyla doğrudan ilintili yolsuzluk türlerini (ithalat ve ihracat lisanslarında usulsüzlükler, vergi usulsüzlükleri, kolluk kuvvetlerine karşı rüşvet ödemeleri ve kredi işlemlerinde ekstra ödemeler vb.) kapsamakla birlikte; nepotizm, kayırmacılık, ihale ayarlama, haksız çıkar ilişkisi kurma, siyasetin finansmanı vb. yolsuzluk olasılıklarını gözetir. Yolsuzluk derecelendirmesi, 0-6 arasında değerler almaktadır.

**Politikada Asker:** Ordunun ülke yönetimine kısmen dahil olması veya yönetimi tamamen ele almasına ilişkin risktir. Seçilmemiş veya atanmamış kişilerin yönetimde söz sahibi olmaları, demokratik şeffaflığa zarar verir. Politikada asker derecelendirmesi, 0-6 arasında değerler almaktadır. Askerin yönetime dahil olma düzeyine göre derecelendirme şekil almaktadır.

**Dini Gerginlikler:** Dini gerginlikler, bir dini grubun, toplumu veya yönetimi kontrol etme ve kendi çıkarları doğrultusunda dizayn etme çabalarından kaynaklanır. Medeni hukuk yerine dini hukuk uygulama çabaları, diğer dini inanışları toplumdan ve politik sistemden soyutlama çabaları ve inanç özgürlüğü kısıtlamaları bu bağlamda değerlendirilebilir. Bu tip uygulamalar, ülke yönetimlerinin, vasıfsız kişilerin eline geçmesine, toplumsal huzursuzluklara, hatta iç savaşa kadar uzanabilecek büyük çaplı olumsuzluklara sebep olabilir. Dini gerginlikler derecelendirmesi, 0-6 arasında değerler almaktadır.

**Hukuk ve Düzen:** Hukuk ve düzen derecelendirmesi iki ayrı derecelendirmeyi ifade eder. Hukuk derecelendirmesi, hukuk sisteminin gücü ve tarafsızlığına ilişkindir. Düzen derecelendirmesi ise halkın hukuk kurallarına uyumunu yansıtır. Hukuk ve düzen derecelendirmesi 0-6 aralığında değerler almaktadır.

**Etnik Gerginlikler:** Etnik gerginlikler derecelendirmesi, bir ülkenin etnik unsurlara göre kozmopolit bir yapıda olması halinde gerçekleşmesi muhtemel olumsuzluklara ilişkindir. Farklı etnik gruplar arasında çeşitli çatışmalar yaşanması halinde bu derecelendirme daha riskli değerlendirilir. Etnik gerginlikler derecelendirmesi, 0-6 arasında değerler almaktadır.

**Demokratik Hesap Verebilirlik:** Demokratik hesap verebilirlik derecelendirmesi, hükümetlerin vatandaşlarına karşı gösterdikleri şeffaf tutumun bir ölçüsüdür. ICRG, demokratik hesap verebilirlik derecelendirmesini ülkelerin yönetim biçimlerine göre yapmaktadır. Demokrasi düzeyi arttıkça ülkelerin risk derecelendirmesi düşer. Otarşi gibi dışa kapalı yönetim biçimlerinde ise bu risk derecelendirmesi artar. Demokratik hesap verebilirlik derecelendirmesi 0-6 arasında değerler almaktadır.

**Bürokrasi Kalitesi:** Bürokrasi kalitesi derecelendirmesi, hükümet değişikliklerinde veya politika değişikliklerinde, ülke bürokrasisinin süreçleri aksatmadan sürdürebilme ve değişimlere uyum sağlama kabiliyetlerini yansıtır. Bürokrasi sistemleri güçlü ve politik baskılardan izole olan ülkeler düşük riskli olarak ele alınır. Bürokrasi kalitesi derecelendirmesi 0-4 dört arasında değerler almaktadır.

#### 4.4. EKONOMETRİK METODOLOJİ

Araştırmada, veri setinin bir gerekliliği olarak panel veri regresyon analizi uygulanmıştır. Panel veri setleri hem zaman hem de birim boyutunu içerdikleri için daha geniş bir örnekleme ait bilgi içerir ve diğer veri türlerine göre daha sağlıklı analizlere olanak sunabilmektedirler. Panel verinin avantajları şöyle sıralanabilir (Baltagi, 2005: 4-8):

- Birimlerin heterojenliğinin kontrolüne olanak verir.
- Panel veri daha kapsamlı bilgileri içerir. Değişkenlik, serbestlik derecesi artar.
- Panel verileri, uyum dinamiklerini daha iyi incelemek için daha elverişli bir yapıya sahiptir. Böylelikle, sadece yatay kesitlerden ya da sadece zaman serilerinden oluşan veri setlerinde gözlemlenemeyen etkilerin açığa çıkarılmasına olanak sağlar.
- Panel veri modelleri, yalnızca kesitsel veya yalnızca zaman serisi içeren verilere göre daha karmaşık modelleri oluşturmaya ve test etmeye olanak sağlar.
- Bireyler, firmalar, haneler gibi birimlerden oluşan mikro verilerle çalışmaya  $y_{it} = a_i + X'_{it}\beta + u_{it} \rightarrow i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T$  olanak sağlar. Bu durum benzer şeyleri ölçmek için kullanılan makro verilere göre daha sağlıklı sonuçlar vermektedir.

Panel regresyon denkleminin temel matematiksel formu Eşitlik 11'de yer almaktadır. I ve T sırasıyla birimleri ve zaman boyutunu ifade eder. Panel veri uygulamalarında genellikle hatalar için tek yönlü bir hata bileşeni modeli kullanılır. Eşitlik 11'de  $u_{it} = u_i + v_{it}$  olarak ifade edilir. Birimlerin bireysel özgül etkileri  $u_i$  ile ifade edilirken  $v_{it}$  geriye kalan hata terimini temsil etmektedir (Baltagi, 2005:11).

$$y_{it} = a_i + X'_{it}\beta + u_{it} \rightarrow i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T$$

**Eşitlik: 11**

Eşitlik 11’de yer alan regresyon denkleminin tahmin sonuçları sabit, eğim katsayıları ve hata terimine ilişkin varsayımlara göre değişecektir. Bu varsayımlara ilişkin olası durumlar şöyledir (Gujarati, 2003:640):

- Sabit ve eğim katsayıları zaman boyutunun tamamında sabittir ve hata terimi zaman ve birim boyutundaki farklılıkların hepsini yakalar.
- Eğim katsayıları değişmez ancak regresyon sabiti birimlerde farklılaşmaktadır.
- Eğim katsayıları değişmez ancak regresyon sabiti hem birimlerde hem de zamanda farklılaşır.
- Tüm katsayılar birimlerde farklılaşır.
- Tüm katsayılar hem birimlerde hem de zaman boyutunda farklılaşır.

Yukarıdaki olasılıklar arasında, regresyon sabitinin sadece birimler için değişkenlik gösterdiği varsayımı ve regresyon sabitinin hem birim boyutunda hem de zaman boyutunda farklılaştığı varsayımlarını gözetken tahmin yöntemleri en çok kullanılan yöntemlerdir. (Tatoğlu Y., 2012: 33). Bu değişkenlik gözetilerek Eşitlik 11 revize edildiğinde oluşacak regresyon denklemleri Eşitlik 12 ve Eşitlik 13’teki gibi olacaktır. Eşitlik 12’de sabit terim birime (i) göre farklılaşmakta; Eşitlik 13’te ise sabit terim hem birime göre hem de zamana göre farklılaşmaktadır.

$$y_{it} = a_i + X'_{it}\beta + u_{it} \rightarrow i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T$$

**Eşitlik: 12**

$$y_{it} = a_{it} + X'_{it}\beta + u_{it} \rightarrow i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T$$

**Eşitlik 13**

Eşitlik 12’de yer alan ve regresyon sabitinin sadece birim düzeyinde farklılaştığını ifade eden tahmin yöntemleri literatürde daha yaygın kullanılmaktadır (Tatoğlu Y., 2012:79). Bu tahmin yöntemleri arasında öncül tahminciler sabit etkiler modeli ve rassal etkiler modelidir (Gujarati, 2003:652). Havuzlanmış en küçük kareler tahmincisine, birim farklılıklarını hesaba katmadığı için bu araştırmada yer verilmemiştir.

#### 4.4.1. Sabit Etkiler Tahmincisi

Sabit etkiler modeli birim farklılıklarını gözetmek için bir diğer ifadeyle birim etkilerini panel regresyon analizine dahil etmek için uygulanan yöntemlerden biridir. Yukarıda Eşitlik 12’de sunulan denklem esasen sabit etkiler tahmincisini ifade etmektedir. Sabit etkiler tahmincisinde, regresyon sabitleri birimler için farklılaşmakta ancak yıllar içerisinde sabit kalmaktadır. Sabit etkiler tahmincisi birim etkilerini ortaya çıkarmak için en küçük karelerde birimlere kukla değişken atamaktadır. Ancak bu noktada “kukla değişken tuzağı” göz önüne alınarak örneklemde yer alan birim sayısının bir eksiği kadar kukla değişken atanması gerekmektedir (Gujarati, 2003: 632).

Örneğin üç birimden oluşan bir panel veri seti düşünüldüğünde sabit etkiler tahmincisinin sıradan en küçük karelere kukla değişken eklendikten sonraki hali Eşitlik 14’teki gibi olacaktır. Eşitlik 14 ve Eşitlik 12 aynı sonucu verecektir.

$$y_{it} = a_1 + a_2 D_{2i} + a_3 D_{3i} + X'_{it} \beta + u_{it} \rightarrow i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T$$

#### Eşitlik: 14

Yukarıda bahsedildiği gibi hata terimi, birimlerin bireysel özgü etkiler ( $u_i$ ) ve bireysel özgül etkilerle açıklanamayan ( $v_{it}$ ) kısmın toplamından oluşmaktadır. Sabit etkiler tahmincisinde  $u_i$  tahmin edilebilir sabit bir parametre olarak kabul edilmekte; geriye kalan artık değerler ise ( $v_{it}$ ) bağımsız özdeş dağıtılmış stokastik değişkenlerdir.  $X_{it}$  değerlerinin, tüm  $v_{it}$  değerlerinden bağımsız olduğu varsayılmaktadır. Sabit etkiler tahmincisi spesifik bir birim kümesi üzerinde çalışıldığında uygundur (Baltagi, 2005:12).

Birim etkisini gözeterek nispeten de olsa heterojen tahminlere olanak sağlayan sabit etkiler tahmincisi birtakım dezavantajları da içermektedir (Gujarati, 2003:646):

- Birime özgü etkilerin ortaya çıkarılması için eklenen kukla değişkenler serbestlik derecesini düşürmektedir.
- Çok fazla değişken eklenince çoklu doğrusallık sorunu ortaya çıkabilir.
- En küçük kareler kukla değişkenleri, cinsiyet, ırk, renk gibi zamanla değişmeyen değişkenlerin etkisini yakalayamayabilir.
- Hata teriminin klasik varsayımları ( $u_{it} \sim N(0, \sigma^2)$ ) karşılamama ihtimaline karşı hata teriminde düzeltmelere gidilmesi gerekebilir.

#### 4.4.2. Rassal Etkiler Tahmincisi

Sabit etkiler tahmincisinde regresyon sabitinin birimler için farklılaştığı ancak zaman periyodunda sabit kaldığı yukarıda belirtilmişti. Rassal etkiler tahmincisinde ise regresyon sabiti yani  $a_i$  sabit değildir ve Eşitlik 15'te yer aldığı gibidir (Gujarati, 2003:647):

$$a_i = \alpha + e_i$$

**Eşitlik: 15**

Eşitlik 15'te yer alan  $e_i$ , ortalaması sıfır, varyansı  $\sigma^2$  olan rassal bir hata terimidir. Rassal etkiler tahmincisine göre örnekleme yer alan tüm birimlerin ortalama bir regresyon sabiti ( $\alpha$ ) vardır. Birimler arası farklılaşma  $e_i$  değerinden kaynaklanmaktadır (Gujarati, 2003:647). Bu bilgiler ışığında Eşitlik 13 rassal etkiler tahmincisi için düzenlendiğinde sırasıyla Eşitlik 16 ve Eşitlik 17 elde edilecektir.

$$y_{it} = \alpha_1 + X'_{it}\beta + u_{it} + e_i \rightarrow i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T$$

**Eşitlik: 16**

$$w_{it} = u_{it} + e_i$$

**Eşitlik: 17**

$u_{it} + e_i$  toplamıyla hata terimleri birleştirilmiştir. Elde edilen yeni değer  $w_{it}$  ile gösterilebilir. Bu sebeple rassal etkiler tahmincisinin diğer adı hata bileşenleri modelidir (Gujarati, 2003:647).

#### 4.4.3. Tahminci Seçiminde Teorik Gerekçeler ve Hausman Testi

Gujarati (2003: 650), Judge vd. (1982)'ye atfen, sabit etkiler ve rassal etkiler tahmincileri arasında seçim yaparken aşağıdaki hususlara dikkat edilmesi gerektiğini belirtmektedir:

- Eğer zaman boyutu (T) geniş ve yatay kesitte yer alan birim sayısı (N) küçük ise sabit etkiler tahmincisi ve rassal etkiler tahmincisi benzer sonuçlar vereceklerdir.
- Yatay kesitte yer alan birim sayısı (N) fazla, zaman boyutu (T) kısaysa her iki tahminciden elde edilecek sonuçlar farklılaşacaktır. Bu durumda araştırmacının yargısı önem kazanmaktadır. Eğer panel veri setinde yer alan yatay kesit birimleri

(örneğin firmalar, ülkeler vb.) rastgele seçilmemişse sabit etkiler; rastgele seçilmişlerse rassal etkiler tahmincisi tercih edilmelidir.

- Rassal etkiler tahmincisinde birim etkisini ortaya çıkarmak için kullanılan (Eşitlik 9'da gösterilmiştir) hata terimi  $e_i$  bir veya birden fazla bağımsız değişkenle yüksek korelasyon gösteriyorsa rassal etkiler tahmincisi sapmalı sonuç verecektir. Bu durumda sabit etkiler tahmincisi daha uygundur.
- $N > T$  durumunda ve rassal etkiler tahmincisinin varsayımları da sağlanıyorsa rassal etkiler tahmincisi sabit etkilere tercih edilmelidir.

Gujarati (2003:650) tarafından önerilen teorik yaklaşımlara ek olarak rassal etkiler tahmincisi ve sabit etkiler tahmincisi arasında seçim yapmada Hausman testi de kullanılmaktadır. Testin boş hipotezi sabit etkiler ve rassal etkiler tahmincilerinin önemli ölçüde farklılaşmadığı savı üzerine kuruludur. Boş hipotezin kabul edilmemesi durumunda sabit etkiler modeli daha uygundur.

#### 4.4.4. Sabit Varyans ve Otokorelasyon Varsayımları

Sabit varyans ve otokorelasyon varsayımları regresyon analizinin temel varsayımları arasında yer almaktadır. Panel regresyon analizinde sabit varyans varsayımı hata terimi ( $u_{it}$ ) varyansının tüm birimlerde ve tüm zaman boyutunda sabit olmasını ifade eder (Baltagi, 2005:89). Değişen varyans finansal verilerde yaygın bir sorundur. Örneğin farklı varlıkların getirisine ait hata bileşenleri farklılaşabilir. Panel regresyon analizinde otokorelasyon varsayımı ise her bir birime ait hata terimi korelasyonun zaman içinde sabit olduğunu ifade eder (Baltagi, 2005:85). Hata terimlerinin ilişkili olması durumunda regresyon analizlerinden elde edilecek bulgular yanıltıcı olmaktadır. Değişen varyans ve otokorelasyon sorunuyla karşılaşıldığında standart hatalarda düzeltme yoluna gidilmektedir (Verbeek, 2021:16).

Petersen (2009), panel regresyon analizlerinde standart hata düzeltmelerine ilişkin geliştirilen yaklaşımları finansal veri setleri üzerinden karşılaştırmıştır. Araştırmada varlık fiyatlamaya ilişkin bir faktör modeli ve sermaye yapısında etkili olan faktörlere ilişkin bir regresyon modeli, beş farklı standart hata düzeltme yaklaşımı için karşılaştırmalı olarak analiz edilmiştir. Petersen (2008: 475), firma etkisinin varlığı durumunda, OLS, White, Newey-West (panel veriler için düzenlenmiş hali) ve Fama-

Macbet ile elde edilen standart hataların yanlış sonuçlar verdiğini belirtmektedir. Firma etkisinin varlığı durumunda firmalara göre kümelenmiş standart hatalar kullanılmalıdır. Bu yolla elde edilen standart hataların güven aralıkları daha güvenilir ve tutarlıdır. Veri setinde hem firma etkisinin hem de zaman etkisinin varlığı düşünülüyorsa zaman kuklası modele dahil edilerek standart hatalar firma düzeyinde kümelenmelidir.

#### 4.4.5. Durağanlık Sınamaları

Zaman serilerinde birim kök varlığı serinin durağan olmadığı, bir diğer ifadeyle o seriyi yaratan sürecin zaman içerisinde sabit olmadığı anlamına gelmektedir. Serilerin birim kök içermesi regresyon analizlerinde yanıltıcı sonuçlara sebep olmaktadır (Tatoğlu Y., 2012: 1999).

Bir panel veri setinin zaman boyutu ve birim boyutunun genişliği birim kök testlerinin gerekliliği için önemlidir. Panel veriye ait zaman boyutunun on beşten küçük ( $T < 15$ ) olduğu durumlarda birim kök analizleri ihmal edilebilmektedir. Baltagi (2005:238) birim kök sınamalarının, makro panellerde ( $T > N$ ), mikro panellere ( $N > T$ ) nazaran daha önemli olduğuna vurgu yapmaktadır (T zaman boyutunun uzunluğunu, N birim sayısının büyüklüğünü ifade eder).

Literatürde, birim kök testleri, yatay kesitler arasında bağımlılık olması durumuna göre iki ana grupta sınıflandırılmaktadır (Baltagi, 2005: 237-239; Tatoğlu Y., 2012:199). Birimler arası yüksek korelasyonu ifade eden bu durum, aynı zamanda tercih edilecek birim kök testini de etkiler. Tablo 4.4'te bu testlerden literatürde öne çıkanlar yer almaktadır.

Tablo 4.4 Panel birim kök testlerinin sınıflandırılması

| Yatay Kesitlerin Bağımsız Olduğunu Varsayan Testler                                                                                                                                                                                               | Yatay Kesitlerin Bağımlı Olduğunu Varsayan Testler                                                                                                                                                                                         |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• Levin, Lin ve Chu Testi</li> <li>• Im, Pesaran ve Shin Testi</li> <li>• Breitung's Test</li> <li>• Harris ve Tzavalis Testi</li> <li>• Hadri Testi</li> <li>• Fisher Panel Birim Kök Testleri</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Moon ve Perron Birim Kök Testi</li> <li>• Philips ve Sul Birim Kök Testi</li> <li>• Bai ve NG Birim Kök Testi</li> <li>• Choi Birim Kök Testi</li> <li>• Pesaran Panel Birim Kök Testi</li> </ul> |
| Kaynak: Tatoğlu Y., (2012:200–225)'ten derlenerek oluşturulmuştur.                                                                                                                                                                                |                                                                                                                                                                                                                                            |

Yatay kesitler arası bağımlılık genellikle şehir, ülke gibi coğrafi birimlerden oluşan panel veri setlerinde görülen bir problemdir. Diğer taraftan yatay kesit bağımlılığını gözetken testlerden ekonometri paket uygulamalarında henüz yaygın değildir. Bu sebeple araştırmada yatay kesit bağımsızlığı varsayımı altında çalışan testlere yönelinmiştir.

Birinci grup testlerde N/T koşuluna göre testlerin güvenilirlik derecesi farklılaşmaktadır. Levin, Lin & Chu Testi ve Fisher testleri  $T > N$  koşulunu istemektedir. Hadri, Im Pesaran & Shin ve Harris & Tzavalis testleri,  $N > T$  koşulunda tutarlı sonuçlar vermektedir (Tatoğlu Y., 2012:225). Baltagi (2005:243), Im Pesaran & Shin testi için  $N > T$  koşuluna ek olarak, N'nin görece olarak T'den çok büyük olması durumunda testin nominal boyutunun korunamayacağını belirtmiştir. Breitung's testi küçük veri setlerinde başarılı sonuçlar verse de  $N \rightarrow \infty$  durumunda tutarsızlaşacaktır. Harris ve Tzavalis testi ise  $N > T$  koşulunda iyi sonuçlar veren, özellikle finansal veriler gibi mikro verilerde kullanıma uygun bir testtir.

Araştırmada, birim kök sınamaları için Fisher testleri tercih edilmiştir. Fisher testlerinin tercih edilmesinde ana sebep, bu testlerin gözlemlere ait eksik veriler olması durumunda da uygulanabilir olmasıdır. Bu kısıt veri setinin birim ve zaman boyutuna en uygun test olan Harris ve Tzavalis testini kullanmaya engel olmaktadır.

Fisher testlerinin yaklaşımı meta analize benzemektedir. Fisher testinde her panelin serisine ayrı ayrı bir birim kök testi uygulanmaktadır. Ardından, genel bir birim kök içeriği olup olmadığını test etmek için p-değerleri birleştirilir (Stata, t.y.).

Yukarıda değinildiği gibi Fisher birim kök testleri  $T > N$  koşulunda daha tutarlı sonuçlar vermektedir. Test, birim kök testlerinden elde edilen p-değerlerini, I. Choi (2001) tarafından önerilen dört yöntemle birleştirir. Bu yöntemlerden üçü p değerlerinin birleştirilmesinde uyguladıkları dönüşümler açısından farklılık gösterir (ters  $\chi^2$ , ters-normal ve ters-logit dönüşümleri). Dördüncü yöntem, N'nin sonsuzluğa gitmesi durumunda uygun olan ters  $\chi^2$  dönüşümünün değiştirilmiş bir versiyonudur. Ters-normal ve ters-logit dönüşümleri, N sonlu ya da sonsuz olsun kullanılabilir (Stata, t.y.).

## 5. BÖLÜM

### BULGULAR VE TARTIŞMA

Araştırmanın bu bölümünde, metodoloji bölümünde sunulan regresyon modeline ait bulgular yer almaktadır. Regresyon bulguları öncesinde açıklayıcı istatistikler ve korelasyon analizi raporlanmıştır. Ek olarak panel regresyon analizinin varsayımlarına ilişkin testlerin sonuçları raporlanarak tahminci seçiminde izlenen yöntemin detayları sunulmuştur.

#### 5.1. AÇIKLAYICI İSTATİSTİKLER

Tablo 5.1’de açıklayıcı istatistikler tüm örneklem ve araştırmada yer alan ülkeler için ayrı ayrı raporlanmıştır. Tablo 5.1’de gözlem sayılarının dağılımı incelendiğinde Çin, Hindistan, Güney Kore ve Tayvan firmalarının örneklemde baskın oldukları gözlenmektedir. Bu ülkeler toplam gözlem sayısının yaklaşık %70’ini oluşturmaktadır.

Tablo 5.1 Açıklayıcı istatistikler

| Değişkenler | Tüm Örneklem        | Brezilya          | Şili              | Çin                | Mısır             | Yunanistan        |
|-------------|---------------------|-------------------|-------------------|--------------------|-------------------|-------------------|
| N           | 409,731<br>(100.0%) | 7,875<br>(1.9%)   | 3,024<br>(0.7%)   | 108,066<br>(26.4%) | 4,137<br>(1.0%)   | 2,625<br>(0.6%)   |
| INV         | 0.066<br>(0.088)    | 0.062<br>(0.079)  | 0.052<br>(0.058)  | 0.076<br>(0.086)   | 0.044<br>(0.076)  | 0.041<br>(0.064)  |
| TQ          | 2.130<br>(3.137)    | 1.555<br>(2.454)  | 1.261<br>(2.102)  | 2.975<br>(3.192)   | 2.179<br>(3.687)  | 1.204<br>(1.160)  |
| CF          | 0.084<br>(0.119)    | 0.070<br>(0.127)  | 0.083<br>(0.097)  | 0.098<br>(0.107)   | 0.083<br>(0.113)  | 0.050<br>(0.093)  |
| LEV         | 0.473<br>(0.259)    | 0.666<br>(0.329)  | 0.460<br>(0.221)  | 0.441<br>(0.221)   | 0.495<br>(0.267)  | 0.585<br>(0.261)  |
| SIZE        | 18.670<br>(1.890)   | 20.011<br>(2.017) | 19.500<br>(2.382) | 19.587<br>(1.494)  | 18.011<br>(1.787) | 18.619<br>(1.720) |
| NWC         | 0.199<br>(0.265)    | 0.113<br>(0.276)  | 0.116<br>(0.179)  | 0.219<br>(0.268)   | 0.190<br>(0.257)  | 0.128<br>(0.248)  |
| SG          | 0.179<br>(0.606)    | 0.151<br>(0.569)  | 0.112<br>(0.538)  | 0.232<br>(0.531)   | 0.133<br>(0.669)  | 0.078<br>(0.453)  |
| D_DIV       | 0.656<br>(0.475)    | 0.825<br>(0.380)  | 0.922<br>(0.268)  | 0.592<br>(0.492)   | 0.651<br>(0.477)  | 0.663<br>(0.473)  |
| GDP (%)     | 5.757<br>(3.580)    | 2.176<br>(2.975)  | 3.638<br>(3.442)  | 8.690<br>(2.484)   | 4.205<br>(1.542)  | 0.098<br>(4.918)  |
| PR          | 33.246<br>(8.093)   | 34.315<br>(2.151) | 23.698<br>(2.915) | 37.071<br>(4.830)  | 42.006<br>(4.742) | 26.837<br>(4.163) |
| Değişkenler | Hindistan           | Endonezya         | G. Kore           | Kuveyt             | Malezya           | Meksika           |

|                    |                   |                   |                   |                   |                        |                     |
|--------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|------------------------|---------------------|
| <b>N</b>           | 88,347<br>(21.6%) | 15,120<br>(3.7%)  | 52,248<br>(12.8%) | 1,953<br>(0.5%)   | 19,782<br>(4.8%)       | 2,436<br>(0.6%)     |
| <b>INV</b>         | 0.070<br>(0.100)  | 0.068<br>(0.099)  | 0.071<br>(0.091)  | 0.043<br>(0.080)  | 0.047<br>(0.070)       | 0.059<br>(0.064)    |
| <b>TQ</b>          | 2.277<br>(3.696)  | 2.015<br>(3.167)  | 1.456<br>(1.732)  | 1.239<br>(0.892)  | 1.610<br>(2.671)       | 1.423<br>(1.541)    |
| <b>CF</b>          | 0.078<br>(0.116)  | 0.084<br>(0.128)  | 0.064<br>(0.132)  | 0.071<br>(0.116)  | 0.071<br>(0.114)       | 0.085<br>(0.076)    |
| <b>LEV</b>         | 0.554<br>(0.314)  | 0.564<br>(0.305)  | 0.449<br>(0.234)  | 0.423<br>(0.228)  | 0.409<br>(0.234)       | 0.523<br>(0.218)    |
| <b>SIZE</b>        | 17.559<br>(2.054) | 18.463<br>(1.865) | 18.692<br>(1.597) | 19.373<br>(1.338) | 18.241<br>(1.633)      | 20.847<br>(1.434)   |
| <b>NWC</b>         | 0.182<br>(0.282)  | 0.123<br>(0.293)  | 0.193<br>(0.259)  | 0.135<br>(0.263)  | 0.232<br>(0.250)       | 0.126<br>(0.203)    |
| <b>SG</b>          | 0.173<br>(0.691)  | 0.190<br>(0.672)  | 0.168<br>(0.573)  | 0.173<br>(0.789)  | 0.136<br>(0.592)       | 0.113<br>(0.413)    |
| <b>D_DIV</b>       | 0.631<br>(0.482)  | 0.597<br>(0.490)  | 0.657<br>(0.475)  | 0.675<br>(0.469)  | 0.729<br>(0.445)       | 0.696<br>(0.460)    |
| <b>GDP (%)</b>     | 6.123<br>(3.152)  | 4.854<br>(1.708)  | 3.668<br>(1.855)  | 2.801<br>(6.062)  | 4.303<br>(2.922)       | 1.346<br>(3.323)    |
| <b>PR</b>          | 39.018<br>(2.450) | 42.700<br>(3.595) | 22.760<br>(1.307) | 28.581<br>(4.346) | 27.688<br>(2.368)      | 32.405<br>(4.981)   |
| <b>Değişkenler</b> | <b>Peru</b>       | <b>Filipinler</b> | <b>Polonya</b>    | <b>Rusya</b>      | <b>Suudi Arabistan</b> | <b>Güney Afrika</b> |
| <b>N</b>           | 2,163<br>(0.5%)   | 4,704<br>(1.1%)   | 13,440<br>(3.3%)  | 5,208<br>(1.3%)   | 5,040<br>(1.2%)        | 4,053<br>(1.0%)     |
| <b>INV</b>         | 0.056<br>(0.068)  | 0.052<br>(0.086)  | 0.072<br>(0.102)  | 0.064<br>(0.078)  | 0.068<br>(0.094)       | 0.060<br>(0.070)    |
| <b>TQ</b>          | 0.864<br>(0.839)  | 2.366<br>(4.105)  | 2.183<br>(3.572)  | 1.244<br>(0.906)  | 4.152<br>(6.610)       | 1.621<br>(1.939)    |
| <b>CF</b>          | 0.108<br>(0.120)  | 0.067<br>(0.127)  | 0.085<br>(0.166)  | 0.097<br>(0.116)  | 0.115<br>(0.122)       | 0.113<br>(0.123)    |
| <b>LEV</b>         | 0.420<br>(0.195)  | 0.479<br>(0.323)  | 0.499<br>(0.268)  | 0.507<br>(0.299)  | 0.397<br>(0.225)       | 0.512<br>(0.235)    |
| <b>SIZE</b>        | 18.895<br>(1.796) | 18.513<br>(2.226) | 17.423<br>(2.073) | 18.684<br>(1.921) | 19.692<br>(1.642)      | 19.666<br>(1.987)   |
| <b>NWC</b>         | 0.114<br>(0.188)  | 0.126<br>(0.306)  | 0.180<br>(0.273)  | 0.135<br>(0.269)  | 0.143<br>(0.210)       | 0.136<br>(0.218)    |
| <b>SG</b>          | 0.117<br>(0.454)  | 0.214<br>(0.836)  | 0.248<br>(0.817)  | 0.095<br>(0.481)  | 0.142<br>(0.539)       | 0.149<br>(0.564)    |
| <b>D_DIV</b>       | 0.796<br>(0.403)  | 0.592<br>(0.492)  | 0.422<br>(0.494)  | 0.503<br>(0.500)  | 0.748<br>(0.434)       | 0.798<br>(0.402)    |
| <b>GDP (%)</b>     | 4.536<br>(4.535)  | 4.822<br>(3.536)  | 3.691<br>(2.135)  | 3.244<br>(3.889)  | 3.261<br>(3.994)       | 2.286<br>(2.565)    |
| <b>PR</b>          | 36.181<br>(1.780) | 36.968<br>(2.179) | 22.913<br>(1.821) | 38.681<br>(3.986) | 32.248<br>(2.011)      | 33.813<br>(2.404)   |
| <b>Değişkenler</b> | <b>Tayvan</b>     | <b>Tayland</b>    | <b>Türkiye</b>    | <b>BAE</b>        |                        |                     |
| <b>N</b>           | 42,294<br>(10.3%) | 16,905<br>(4.1%)  | 8,820<br>(2.2%)   | 1,491<br>(0.4%)   |                        |                     |

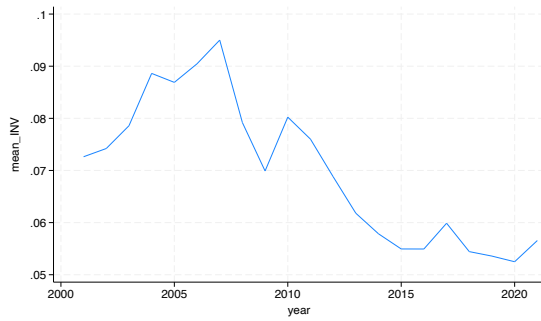
|                |                   |                   |                   |                   |
|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>INV</b>     | 0.054<br>(0.079)  | 0.067<br>(0.089)  | 0.058<br>(0.088)  | 0.053<br>(0.076)  |
| <b>TQ</b>      | 1.551<br>(1.438)  | 1.647<br>(2.129)  | 4.931<br>(7.849)  | 1.355<br>(1.663)  |
| <b>CF</b>      | 0.085<br>(0.115)  | 0.102<br>(0.121)  | 0.082<br>(0.129)  | 0.088<br>(0.113)  |
| <b>LEV</b>     | 0.417<br>(0.185)  | 0.453<br>(0.264)  | 0.515<br>(0.285)  | 0.405<br>(0.249)  |
| <b>SIZE</b>    | 18.494<br>(1.515) | 18.247<br>(1.615) | 18.468<br>(1.777) | 20.241<br>(1.652) |
| <b>NWC</b>     | 0.284<br>(0.223)  | 0.160<br>(0.266)  | 0.153<br>(0.266)  | 0.149<br>(0.239)  |
| <b>SG</b>      | 0.161<br>(0.585)  | 0.164<br>(0.606)  | 0.132<br>(0.692)  | 0.156<br>(0.602)  |
| <b>D_DIV</b>   | 0.789<br>(0.408)  | 0.742<br>(0.438)  | 0.444<br>(0.497)  | 0.721<br>(0.449)  |
| <b>GDP (%)</b> | 4.01<br>(5.77)    | 3.356<br>(3.069)  | 5.005<br>(4.474)  | 3.419<br>(3.850)  |
| <b>PR</b>      | 21.752<br>(1.826) | 39.973<br>(5.862) | 42.450<br>(5.150) | 22.677<br>(1.340) |

N: Gözlem Sayısı. N satırında paranteze alınmamış değerler gözlem sayısını, parantezde yer alan değerler ülkelerin gözlem sayılarının toplamdaki oranını göstermektedir.

Diğer satırlarda paranteze alınmamış değerler değişkenlere ait ortalamaları, paranteze alınmış değerler değişkenlere ait standart sapma değerlerini göstermektedir.

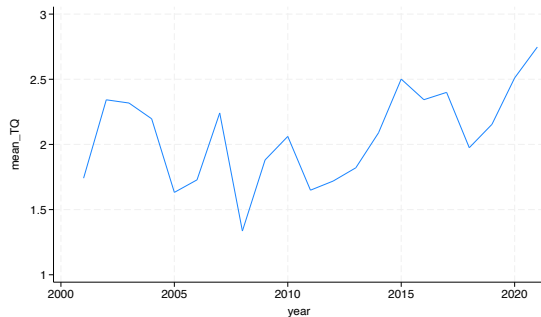
**Kaynak:** Yazarın hesaplamaları.

Grafik 5.1, araştırmaya konu periyotta INV değişkeni ortalamalarını göstermektedir. Firmaların yatırım düzeylerini gösteren INV değişkenine ait ortalama 0,066'dır. Yatırım ortalaması en yüksek firmalar Çin (0,076), Polonya (0,072), Güney Kore (0,071), ve Hindistan (0,070) borsalarında yer alan firmalardır. INV ortalaması en düşük ülkeler, Yunanistan (0,041), Kuveyt (0,043), Mısır (0,044), Malezya'dır (0,047). Grafik 5.1'de INV değişkeninin ortalama değerleri 2001-2021 yılları için sunulmuştur. INV ortalamalarında 2008 krizi öncesinde artan bir trend, 2008 krizi sonrası ise düşen bir trend göze çarpmaktadır.



Grafik 5.1 2001-2021 INV ortalamaları

Grafik 5.2’de yer alan TQ değişkeni Tobin Q oranıdır ve firmaların büyüme olanaklarının bir göstergesidir. Örnekleimde yer alan firmaların TQ ortalaması 2,13’tür. TQ ortalamasının standart sapma değeri 3,14 düzeyindedir. Yüksek standart sapma değerine paralel olarak TQ ortalamaları ülkeler arasında keskin farklılıklar göstermektedir. En yüksek TQ ortalaması Türkiye (4,93) ve Suudi Arabistan firmalarında gözlenmiştir (4,15). TQ ortalaması diğer ülkelere nazaran yüksek ülkeler, Çin (2,97), Filipinler (2,36), Hindistan (2,27) ve Polonya (2,18) firmalarıdır. TQ ortalaması en düşük firmalar ise Peru (0,86) firmalarıdır. Yunanistan (1,20), Kuveyt (1,24), Rusya (1,24) TQ ortalaması düşük diğer ülkelerdir. Grafik 5.2’de TQ değişkeninin ortalamasına ait değerler yer almaktadır. TQ değişkeninin yıllara ilişkin dağılımı net bir trend göstermemektedir. Ancak 2008 yılında gözlenen net düşüşten sonra kısmen artan bir trendden söz edilebilir.

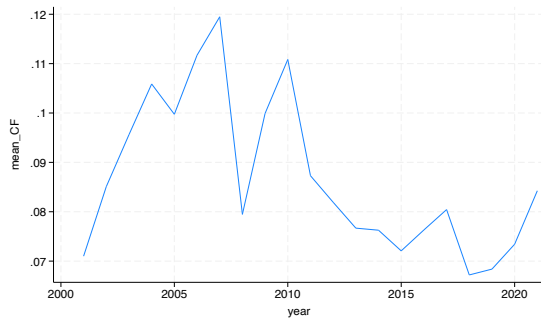


Grafik 5.2 2001-2021 TQ ortalamaları

CF, nakit akış oranıdır ve yıllara göre ortalamaları Grafik 5.3’te verilmiştir. Tüm örneklemin CF ortalaması 0,084’tür. CF değişkeninin standart sapma değeri 0,12 civarındadır. CF ortalaması en yüksek firmalar Suudi Arabistan, Peru, Güney Afrika, Çin firmalarıdır. Bu ülkelerin firmaları yaklaşık %10- %12 civarında CF ortalamasına

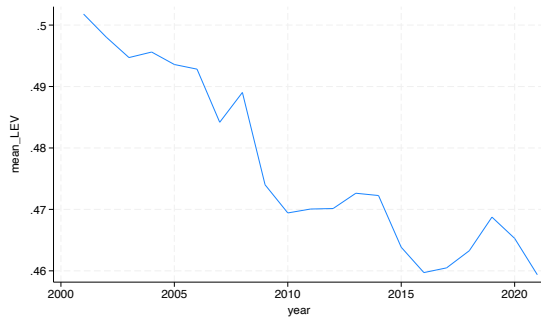
sahiptir. CF ortalaması en düşük firmalar Yunanistan firmalarıdır (0,048). CF ortalamalarında Güney Kore firmalarının aldığı değer dikkat çekmektedir (0,064). Görece düşük CF ortalamasına sahip Güney Kore firmaları, buna rağmen diğer ülkelere nazaran yüksek INV ortalamasına sahiptir.

CF ortalamasının yıllara göre aldığı değerler incelendiğinde, en yüksek ortalama 2007 yılında gözlenmiştir (0,119). CF ortalaması 2008 yılında sert bir düşüş göstermiştir (0,079). 2010 yılına kadar artan bir trend gösteren CF ortalaması, 2015 yılına kadar tekrar düşüş trendine girmiştir. CF ortalaması 2015 yılı sonrasında ise dalgalı bir trend göstermektedir. Araştırma periyodunda en düşük CF ortalaması 2018 yılında gözlenmiştir (0,067).



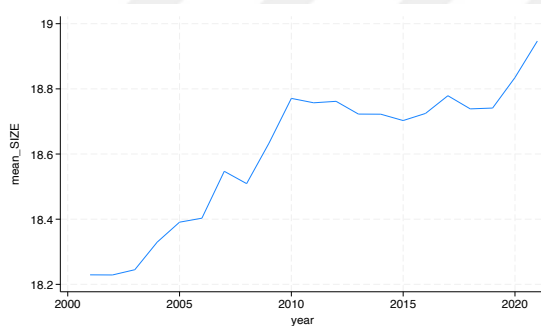
Grafik 5.3 2001-2021 CF ortalamaları

LEV değişkeni firmaların yabancı kaynak kullanım oranlarını göstermektedir ve yıllara göre ortalamaları Grafik 5.4'te sunulmuştur. Tüm örnekleme ait LEV ortalaması 0,47'dir. LEV değişkeninin standart sapması 0,26'dır. Brezilya (0,66), Yunanistan (0,585), Hindistan (0,554) ve Endonezya (0,564) firmaları yüksek LEV ortalamasına sahiptir. Düşük LEV ortalamasına sahip ülkelerde ise LEV ortalaması yüzde 40 civarındadır (Katar, Malezya, Peru, Suudi Arabistan, Tayvan ve BAE). LEV değişkeni 2001-2021 arası periyotta genel olarak azalma trendi göstermektedir.



Grafik 5.4 2001-2021 LEV ortalamaları

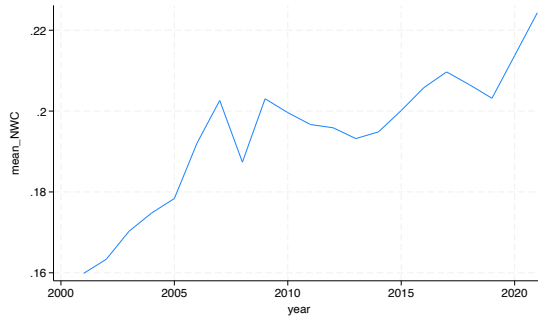
SIZE değişkeni firma büyüklüğünü yansıtmaktadır. SIZE değişkeninin ortalama değeri 18,675'tir. Ükelere ait SIZE ortalamaları incelendiğinde en yüksek değerler Meksika (20,847), Brezilya (20,01), Katar (20,638) ve BAE'de (20,241) gözlenmiştir. En düşük SIZE ortalamaları ise Polonya (17,423) Hindistan (17,559) ve Mısır (18,011) firmalarında gözlenmiştir. SIZE değişkenine ait ortalama değerler Grafik 5.5'te yer almaktadır. Araştırma periyodunda SIZE ortalamalarında genel bir artış trendi söz konusudur.



Grafik 5.5 2001-2021 SIZE ortalamaları

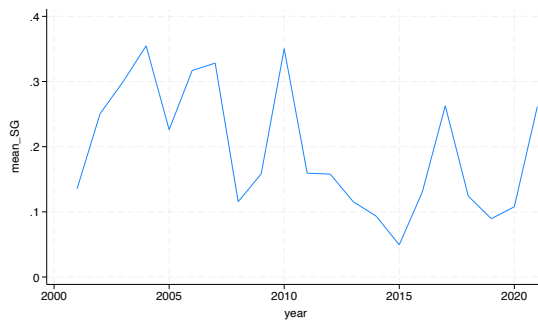
NWC değişkeni net işletme sermayesi oranıdır. NWC firmaların kısa vadeli borçlarını ödeyebilme güçlerini ve likiditesi yüksek varlıkların bilançodaki payını göstermektedir. Örnekleme de yer alan firmaların NWC ortalamaları 0,20'dir. NWC değişkeninin standart sapma değeri ortalamaya yakın bir değer almıştır (0,265). Tayvan (0,284), Malezya (0,232) ve Çin (0,22) firmaları en yüksek NWC ortalamasına sahip firmalardır. Örnekleme deki düşük NWC ortalamasına sahip ülkeler Brezilya, Şili, Meksika ve Peru firmalarıdır. Bu ülkelerin firmaları yaklaşık %11 NWC ortalamasına sahiptir. Grafik 5.6'da NWC değişkeninin ortalama değerlerler yer almaktadır. Araştırma periyodunda

NWC ortalamaları 0,16-0,22 arasında değerler almıştır. NWC ortalamalarında 2008 yılına kadar artan bir trend gözlenmiştir. Kriz döneminde gözlenen düşüş sonrası 2018'e kadar yatay bir trend gözlenmiştir. 2019 yılı sonrasında ise artan bir trend söz konusudur.



Grafik 5.6 2001-2021 NWC ortalamaları

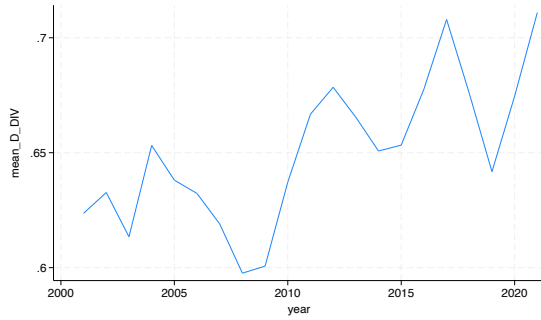
SG değişkeni hasılatların bir önceki yıla göre gösterdiği değişimi göstermektedir. Bu oran firma faaliyetleri için bir etkinlik ölçütüdür. Araştırma periyodunda örnekleme yer alan firmaların satışlarında yüzde 18'lik bir ortalama artış gözlenmektedir. Ülkelere ait özet istatistiklerde ortalama SG değerleri incelendiğinde Polonya firmaları (0,25) ve Çin firmaları (0,23) öne çıkmaktadır. Yunanistan (0,08) ve Rusya (0,095) firmaları diğer ülke firmalarına göre düşük SG ortalamasına sahiptir. Grafik 5.7'de SG değişkeninin ortalama değerleri yer almaktadır. Grafikte SG değişkeni için net bir trend söz konusu değildir.



Grafik 5.7 2001-2021 SG ortalamaları

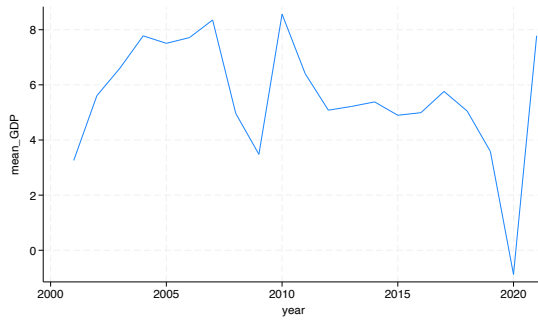
D\_DIV değişkeni temettü ödemelerine ait kukla değişkendir. Firmaların temettü ödeme sıklıklarını göstermektedir. D\_DIV değişkenine ait ortalama değer 0,656'dır. Bu değer firmaların temettü ödemesi yaptıkları ortalama dönem sayısının temettü ödemesi yapmadıkları ortalama dönem sayısından daha fazla olduğuna işaret etmektedir. Örnekleme yer alan Brezilya (0,825), Şili (0,922), Peru (0,796), Güney Afrika (0,798),

Tayvan (0,786) firmaları daha sık temettü ödemesi yapan firmalardır. Polonya (0,42), Rusya (0,503), Türkiye (0,44) firmaları görece daha seyrek kar dağıtımı yapmaktadır. Grafik 5.8’de D\_DIV değişkenine ait ortalama değerler sunulmuştur. 2008 krizinde firmaların temettü ödemelerinde azalma gözlenmektedir. Kriz sonrası periyotta kırılmalar gözlenirse de genel olarak artan bir trendden söz edilebilir.



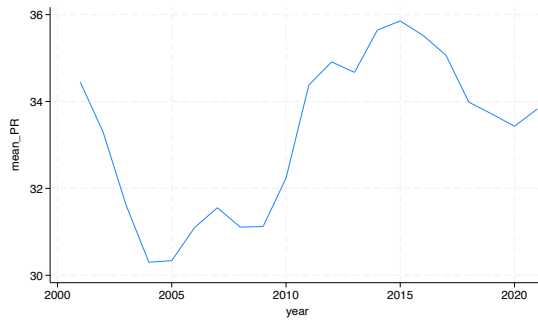
Grafik 5.8 2001-2021 D\_DIV ortalamaları

GDP değişkeni ülkelerin GSYİH büyüme oranıdır. Ortalama GDP büyüme oranı % 5,57’dir. Örnekleme yer alan ülkeler ortalama % 6 civarı bir ekonomik büyüme göstermişlerdir. Büyüme ortalaması yüksek ülkeler, Çin (% 8,70), Hindistan (% 6,12) Türkiye (% 5), Filipinler (% 4,82) ve Peru’dur (% 4,54). Düşük büyüme oranına sahip ülkeler, Yunanistan (% 0,098), Meksika (% 1,35) ve Brezilya’dır (% 2,18). Grafik 5.9’da GDP değişkenine ait ortalama değerler yer almaktadır. 2008 krizine kadar artan trend söz konusudur. Kriz sonrası tekrar yükselen büyüme ortalaması uzun süre yatay bir seyir göstermiş, 2020 yılında pandemi koşullarından dolayı sert bir düşüş göstermiştir. 2020 yılındaki GDP değişimi bir önceki yıla göre yaklaşık -%0.87 düzeyindedir. 2021 yılında ise büyüme oranı pozitif dönmüştür.



Grafik 5.9 2001-2021 GDP ortalamaları

PR, araştırmanın ana bağımsız değişkeni olan politik risk değişkenidir. PR değişkeni için ICRG politik risk derecelendirmeleri kullanılmıştır. ICRG orijinal metodolojisinde politik risk derecelendirmesi 0-100 aralığında değerler almaktadır. Orijinal metodolojide 0 en yüksek politik risk düzeyini, 100 en düşük politik risk düzeyini ifade etmektedir. Bu durum özellikle regresyon analizlerinde katsayıların yorumlanmasında kafa karışıklığına sebep olabilmektedir. Bu durumu ortadan kaldırma adına araştırmacılar politik risk derecelendirmelerini 100'den çıkararak analizlere dahil etmişlerdir (Belkhir vd., 2017; Le ve Tran, 2021). Araştırmada bu yöntem takip edilmiş ve politik risk derecelendirmeleri 100'den çıkarılarak dönüştürülmüştür. Böylelikle; politik risk derecelendirmelerinde, 0 en düşük riski, 100 ise en yüksek riski yansıtır hale getirilmiştir.



Grafik 5.10 2001-2021 PR ortalamaları

ICRG tarafından politik risk derecelendirmeleri;

- 0-50 aralığı için çok yüksek riskli,
- 50-60 aralığı için yüksek riskli,
- 60-70 aralığı için orta riskli,
- 70-80 aralığı için düşük riskli,

- 80-100 aralığı için çok düşük riskli şeklinde sınıflandırılmaktadır.

Bu aralıklara, yukarıda bahsedilen dönüşüm uygulandığında;

- 50-100 aralığı için çok yüksek riskli,
- 40-50 aralığı için yüksek riskli,
- 30-40 aralığı için orta riskli,
- 20-30 aralığı için düşük riskli,
- 0-20 aralığı için çok düşük riskli şeklinde sınıflandırılmış olacaktır.

Bu aralıklar baz alındığında örnekleme yer alan ülkelerin PR ortalaması (33,24), orta riskli aralığına denk gelmektedir. PR ortalamalarının yıllara göre değişimi Grafik 5.10'da sunulmuştur. Araştırma periyodunda PR ortalaması 30,300-35,85 aralığında değerler almıştır. En düşük ortalama 2003 yılında en yüksek ortalama ise 2015 yılında gözlenmiştir.

Örnekleme yer alan ülkelerin PR ortalamalarına göre 0-20 aralığında (çok düşük politik riskli) ülke yoktur. Ancak 20-30 aralığında (düşük politik riskli) yer alan ülkeler vardır. Polonya (22,913), Katar (27,369), Tayvan (21,736), BAE (22,677), Şili (23,649), Yunanistan (26,837), Güney Kore (22,760), Kuveyt (28,581) ve Malezya (27,688), düşük politik riskli ülkelerdir.

Orta düzey politik riskli ülkeler (30-40 aralığı) Brezilya (34,315), Çin (37,071), Hindistan (39,018), Meksika (32,405), Peru (36,181), Filipinler (36,968), Rusya (38,681), Suudi Arabistan (32,248), Güney Afrika (33,813) ve Tayland'dır (39,973).

Yüksek politik riskli ülkeler (40-50 aralığı), Mısır (42,542), Endonezya (43,306) ve Türkiye'dir (42,450). Örnekleme yer alan ülkeler arasında, PR ortalamalarına göre çok yüksek politik riskli (50-100 aralığı) ülke yoktur.

## 5.2. KORELASYON ANALİZLERİ

Tablo 5.2'de araştırmada kullanılan değişkenlere ait korelasyon matrisi sunulmuştur. Araştırmanın bağımlı değişkeni INV, en yüksek korelasyonu CF ile yakalamıştır (0,263). INV ile negatif ve görece yüksek korelasyon gösteren değişken NWC'dir (-0,187). Ek olarak INV değişkeni ve diğer değişkenler arasındaki korelasyon değerleri genel olarak

düşüktür. INV ve PR arasında pozitif korelasyon gözlenmiştir. Ancak bu değer oldukça düşük bir değerdir (0,039).

Tablo 5.2 Korelasyon matrisi

| Değişkenler | (1)    | (2)    | (3)    | (4)    | (5)    | (6)    | (7)    | (8)    | (9)   | (10)  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|
| (1) INV     | 1.000  |        |        |        |        |        |        |        |       |       |
| (2) TQ      | 0.070  | 1.000  |        |        |        |        |        |        |       |       |
| (3) CF      | 0.263  | 0.257  | 1.000  |        |        |        |        |        |       |       |
| (4) LEV     | 0.041  | -0.116 | -0.198 | 1.000  |        |        |        |        |       |       |
| (5) SIZE    | 0.018  | -0.056 | -0.065 | 0.261  | 1.000  |        |        |        |       |       |
| (6) NWC     | -0.187 | 0.141  | 0.156  | -0.591 | -0.273 | 1.000  |        |        |       |       |
| (7) SG      | 0.087  | 0.077  | 0.259  | 0.062  | 0.001  | -0.008 | 1.000  |        |       |       |
| (8) D_DIV   | 0.050  | 0.008  | 0.149  | -0.146 | 0.208  | 0.146  | -0.064 | 1.000  |       |       |
| (9) GDP     | 0.085  | 0.098  | 0.015  | 0.041  | 0.032  | -0.021 | 0.133  | -0.026 | 1.000 |       |
| (10) PR     | 0.039  | 0.188  | -0.014 | 0.060  | 0.125  | -0.045 | 0.008  | -0.029 | 0.145 | 1.000 |

**Kaynak:** Yazarın hesaplamaları.

TQ değişkeni ve diğer değişkenler arasındaki korelasyon değerleri incelendiğinde en yüksek korelasyon CF ile gözlenmiştir (0,257). TQ-NWC arasındaki korelasyon 0,141 ve TQ-PR arasındaki korelasyon 0,188'dir. TQ ve LEV arasında negatif ve görece yüksek bir korelasyon söz konusudur (-0,12). TQ ve diğer değişkenler arasındaki korelasyon ise düşük değerlere sahiptir.

Yukarıda değinildiği gibi CF, en yüksek korelasyonu INV ile yakalamıştır (0,263). CF ile yüksek korelasyon gösteren diğer değişkenler TQ (0,257) ve SG'dir (0,259). CF ile LEV arasında negatif ve görece yüksek bir korelasyon söz konusudur (-0,198). Buna göre nakit akış oranı ve finansal kaldıraç ters yönlü hareket etmektedir.

LEV değişkeni en yüksek korelasyonu NWC ile göstermiştir (-0,591). Firmaların likidite düzeyleri ve borçlanma düzeyleri ters yönde hareket etmektedir. LEV ile negatif ve diğer değişkenlere göre yüksek korelasyona sahip diğer değişken D\_DIV değişkenidir (-0,146). LEV ve SIZE arasında pozitif ve görece yüksek bir korelasyon gözlenmektedir (0,261). Firma ölçeği ve yabancı kaynak kullanım oranı aynı yönde hareket etmektedir.

### 5.3. DURAĞANLIK SINAMALARI

Araştırmada kullanılan veri setinde eksik gözlemler yer almaktadır. Eksik gözlem içeren ve dengesiz halde olan panellerde çalışan birim kök testi sınırlıdır. Fisher panel birim kök testleri eksik gözlem ve dengesiz panel veri setlerinde uygulanabilir testlerdir. Bu sebeple araştırmada Fisher panel birim kök testleri kullanılmıştır.

Metodoloji bölümünde değinildiği gibi Fisher panel birim kök testlerinin yaklaşımı meta analize benzer. Fisher testlerinde öncelikle her birim (örneğin firma, ülke, birey vb.) için birim kök testi yapılır. Devamında ise birimler için yapılan testlerden elde edilen p-değerleri birleştirilerek değişkene ait nihai p değeri elde edilir (Stata, t.y.).

Tablo 5.3'te Fisher ADF ve Fisher PP testlerinin bulguları yer almaktadır.

Tablo 5.3 Birim kök test sonuçları

| Değişkenler | Sabit   |         | Sabit ve Trend |         |
|-------------|---------|---------|----------------|---------|
|             | ADF     | PP      | ADF            | PP      |
| INV         | 102524  | 114977  | 76525.9        | 98280.6 |
|             | 0.0000  | 0.0000  | 0.0000         | 0.0000  |
| TQ          | 74236.2 | 82987.0 | 53047.1        | 67096.2 |
|             | 0.0000  | 0.0000  | 0.0000         | 0.0000  |
| CF          | 76076.5 | 82817.3 | 64787.6        | 81665.5 |
|             | 0.0000  | 0.0000  | 0.0000         | 0.0000  |
| LEV         | 61734.5 | 60541.1 | 50281.2        | 53598.1 |
|             | 0.0000  | 0.0000  | 0.0000         | 0.0000  |
| SIZE        | 60364.7 | 79399.4 | 44450.7        | 50927.9 |
|             | 0.0000  | 0.0000  | 0.0000         | 0.0000  |
| NWC         | 195422  | 195271. | 167880.        | 167880. |
|             | 0.0000  | 0.0000  | 0.0000         | 0.0000  |
| SG          | 115003. | 148273. | 88658.0        | 144941. |
|             | 0.0000  | 0.0000  | 0.0000         | 0.0000  |
| D_DIV       | 23947.5 | 72349.8 | 20356.0        | 52817.7 |
|             | 0.0000  | 0.0000  | 0.0000         | 0.0000  |
| GDP         | 133569. | 132472. | 142388.        | 212868. |
|             | 0.0000  | 0.0000  | 0.0000         | 0.0000  |
| PR          | 63034.9 | 52204.5 | 69190.2        | 71252.8 |
|             | 0.0000  | 0.0000  | 0.0000         | 0.0000  |

$H_0$ : Paneller birim kök içermektedir.

$H_a$ :Paneller durağandır.

**Kaynak:** Yazarın hesaplamaları

$H_0$  hipotezi, tüm değişkenler için hem sabite göre hem de sabit ve trende göre kabul edilemez. Alternatif hipotez geçerlidir ve paneller durağandır.

#### 5.4. REGRESYON ANALİZİ VARSAYIMLARI SINANMASI

Panel regresyon analizi varsayımları için geliştirilen testler kullanılan tahminciye göre farklılaşmaktadır. Bu sebeple, öncelikle uygun tahmincinin belirlenmesi gerekmektedir.

Araştırma kapsamında test edilen model metodoloji bölümünde sunulmuştur. Metodoloji bölümünde, Eşitlik 10’da yer alan model, firma ve zaman etkilerini içeren iki yönlü sabit etkiler tahmincisiye göre kurulmuştur. Ancak birim etkilerin varlığını ve sabit etkiler tahmincisiyle elde edilen katsayıların tutarlılığını doğrulamak adına birtakım testler gereklidir. Eşitlik 18’de, araştırmada test edilen ana modelin, birim ve zaman etkisinden arındırılmış hali yer almaktadır. Eşitlik 18’de yer alan model, sabit etkiler, rassal etkiler ve sıradan en küçük kareler tahmincileriyle tahmin edilmiştir. Elde edilen tahmini katsayı değerlerine Lagrange Çarpanı ve Hausman testleri uygulanarak nihai tahminciye karar verilmiştir.

$$\begin{aligned} INV_{i,(t+1)} = & B_0 + B_1 TQ_{i,(t)} + B_2 CF_{i,(t+1)} + B_3 LEV_{i,(t)} + B_4 SIZE_{i,(t)} + B_5 NWC_{i,(t)} + B_6 SG_{i,(t)} \\ & + B_7 D\_DIV_{i,(t)} + B_8 GDP_{j,(t)} + B_9 PR_{j,(t)} + e_{i,(t)} \end{aligned}$$

**Eşitlik: 18**

Tablo 5.4’te Lagrange Çarpanı ve Hausman testlerinin bulguları sunulmuştur. Lagrange Çarpanı testi rassal etkiler ve sıradan en küçük kareler arasında seçim yapmak için kullanılmaktadır. Sabit etkiler ve rassal etkiler tahmincileri arasında seçim yapmada ise Hausman testi kullanılmaktadır.

Tablo 5.4 Breusch & Pagan lagrange çarpanı ve Hausman testi bulguları

| Lagrange Çarpanı Testi                              | Hausman Testi                                                                                                        |
|-----------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| chibar2(01)= 27336,-.06                             | Chi-square test value=3631.45                                                                                        |
| Prob>chibar2=0.0000                                 | Prob > chi2 = 0.0000                                                                                                 |
| H <sub>0</sub> : Birim etkilerin varyansı sıfırdır. | H <sub>0</sub> : Sabit etkiler ve tesadüfi etkiler tahmincilerin katsayıları arasındaki farklar sistematik değildir. |
| <b>Kaynak:</b> Yazarın hesaplamaları.               |                                                                                                                      |

Lagrange Çarpanı testi sonuçlarına göre H<sub>0</sub> hipotezi reddedilmektedir. Bu durum tesadüfi birim etkilerin varlığına işaret eder. Havuzlanmış sıradan en küçük kareler tahmincisi uygun değildir. Hausman testinde ise H<sub>0</sub> hipotezi, sabit etkiler tahmincisi ve tesadüfi etkiler tahmincisiye ait katsayılar arasındaki farkın sistematik olmaması üzerine kuruludur. Bir diğer ifadeyle Hausman testinde H<sub>0</sub> hipotezi, “Rassal etkiler uygundur.” şeklindedir. Test sonucuna göre H<sub>0</sub> hipotezi reddedilmektedir. Sabit etkiler tahmincisi daha uygundur. Bu bilgiler ışığında değişen varyans ve otokorelasyon sınamaları için sabit etkiler tahmincisiye göre geliştirilen testler kullanılacaktır.

### 5.4.1. Otokorelasyon Testi Bulguları

Otokorelasyon sınamaları için Inoue ve Solon (2006) tarafından geliştirilen IS testi uygulanmıştır. IS testi, sabit etkiler tahmincisi için uygundur ve veri setinde eksiklikler olması durumunda da uygulanabilmektedir. Tablo 5.5'te IS otokorelasyon testi bulguları yer almaktadır.

Tablo 5.5 Inoue ve Solon (2006) otokorelasyon testi bulguları

| Değişken                                 | IS Test İstatistiği | P - Değeri |
|------------------------------------------|---------------------|------------|
| Regresyon Artığı                         | 1411.36             | 0.000      |
| $H_0$ : AR(1) tipi otokorelasyon yoktur. |                     |            |
| <b>Kaynak:</b> Yazarın hesaplamaları.    |                     |            |

IS testi bulgularına göre AR(1) tipi otokorelasyon vardır. Birimlerin hata terimleri birbirleriyle ilişkilidir. AR(1) tipi otokorelasyon tespit edildiği için diğer düzeylerde sınanma yapılmasına gerek kalmamıştır.

### 5.4.2. Sabit Varyans Sıralamaları

Hata terimlerinin varyanslarının sabit olup olmadıklarını sınamak için Greene (2000: 598) tarafından sabit etkiler tahmincisi için önerilen değiştirilmiş Wald istatistiği test kullanılmıştır. Tablo 5.6'da değişen varyans sınamalarına ait bulgular yer almaktadır.

Tablo 5.6 Değişen Varyans Testi Bulguları

| chi2 (12477)                                               | P - Değeri |
|------------------------------------------------------------|------------|
| 5.3e+12                                                    | 0.000      |
| $H_0$ : Hata terimlerinin varyansı tüm birimlerde eşittir. |            |
| <b>Kaynak:</b> Yazarın hesaplamaları.                      |            |

Tablo 5.6'da yer alan bulgulara göre  $H_0$  hipotezi reddedilir. Hata terimlerinin varyansları birimler arasında farklılaşmaktadır.

Hausman test bulguları birim etkilerin varlığına ve sabit etkiler tahmincisinin uygun olduğuna işaret etmektedir. Ek olarak değişen varyans ve otokorelasyon testleri, standart hatalarda firma düzeyinde kümeleme yapılması gerektiğine ve zaman kuklasının modele dahil edilmesi gerektiğine işaret etmektedir (Petersen, 2008:475). Bu bilgiler ışığında Eşitlik 18'de yer alan model revize edilmiştir ve Eşitlik 10'da yer alan araştırmanın ana modeli oluşturulmuştur.

## 5.5. REGRESYON ANALİZİ BULGULARI

### 5.5.1. Tüm Örneklem Ait Bulgular

Eşitlik 10'da sunulan regresyon modeline ait bulgular Tablo 5.7'de yer almaktadır. I numaralı sütunda yer alan analizde örneklem ilişkisi herhangi bir düzenleme yapılmamıştır. Açıklayıcı istatistiklerde görüldüğü gibi araştırma örnekleminde yer alan bazı ülkeler firma sayısı açısından çok baskındır. Çin, Hindistan, Güney Kore ve Tayvan firmaları örneklemin yaklaşık yüzde yetmişini oluşturmaktadır. Bu durum istatistiki bulguların baskın ülkeler lehine yanlı olmasına sebep olabilir. Bu sebeple WLS (ağırlıklı en küçük kareler) yöntemine göre regresyon analizi tekrarlanmış ve sonuçlar II numaralı sütunda sunulmuştur. WLS yöntemi örnekleme oluşan orantısız dağılım durumlarında araştırmacılar tarafından tercih edilen bir yöntemdir (Kusnadi, 2015; Le ve Tran, 2021; X. Li, 2019). WLS yönteminde her ülkeye ait firma sayısı tespit edildikten sonra 1/(firma sayısı) oranına göre ülkeler için ağırlıklar belirlenmiş ve regresyon analizi bu ağırlık değerlerine göre uygulanmıştır.

III ve IV numaralı sütunlarda ülkelerin PR ortalamalarına göre örnekleme düzenlemeye gidilmiştir. III numaralı sütunda düşük politik risk ortalamasına sahip ülkeler (30 ve altı), IV numaralı sütunda yüksek politik risk ortalamasına sahip ülkeler (30 üstü) yer almaktadır. Politik risk ortalaması 30 ve altında olan ülkeler; Şili, Yunanistan, Güney Kore, Kuveyt, Malezya, Polonya, Tayvan, BAE şeklindedir. Politik risk ortalaması 30'un üzerinde olan ülkeler ise Brezilya, Çin, Mısır, Hindistan, Endonezya, Meksika, Peru, Filipinler, Rusya, Suudi Arabistan, Güney Afrika, Tayland ve Türkiye'dir.

Ana modele ilişkin regresyon bulguları Tablo 5.7'de birinci sütunda yer almaktadır. WLS yöntemiyle elde edilen bulgular normal regresyon analiziyle elde edilen bulgularla büyük oranda örtüşmektedir. TQ, CF, NWC, SG, D\_DIV ve GDP ile INV arasındaki ilişki pozitif ve istatistiki olarak anlamlıdır. SIZE ve PR değişkenleri ile INV arasındaki ilişki ise negatif ve istatistiki olarak anlamlıdır. LEV değişkeni ve INV arasındaki ilişkinin yönü negatiftir ancak WLS yöntemine göre yapılan analize göre pozitif ve istatistiki olarak anlamsızdır. Elde edilen bulgular teoriyle ve literatürde yer alan çalışmalarla büyük oranda örtüşmektedir.

Tablo 5.7 Politik risk ve firma yatırımları regresyon bulguları

| INV <sub>i,t+1</sub>       | I                    | II<br>(WLS)          | III<br>(Düşük Politik Risk) | IV<br>(Yüksek Politik Risk) |
|----------------------------|----------------------|----------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| TQ <sub>i,t</sub>          | 0.001***<br>(0.000)  | 0.001***<br>(0.000)  | 0.004***<br>(0.000)         | 0.001***<br>(0.000)         |
| CF <sub>i,(t+1)</sub>      | 0.077***<br>(0.003)  | 0.048***<br>(0.007)  | 0.068***<br>(0.005)         | 0.081***<br>(0.004)         |
| LEV <sub>i,t</sub>         | -0.006**<br>(0.002)  | 0.000<br>(0.004)     | 0.004<br>(0.004)            | -0.012***<br>(0.003)        |
| SIZE <sub>i,t</sub>        | -0.006***<br>(0.001) | -0.010***<br>(0.001) | -0.007***<br>(0.001)        | -0.005***<br>(0.001)        |
| NWC <sub>i,t</sub>         | 0.028***<br>(0.002)  | 0.029***<br>(0.004)  | 0.033***<br>(0.003)         | 0.024***<br>(0.003)         |
| SG <sub>i,t</sub>          | 0.003***<br>(0.000)  | 0.003***<br>(0.001)  | 0.004***<br>(0.001)         | 0.003***<br>(0.000)         |
| D_DIV <sub>i,t</sub>       | 0.006***<br>(0.001)  | 0.004***<br>(0.001)  | 0.005***<br>(0.001)         | 0.007***<br>(0.001)         |
| GDP <sub>j,t</sub>         | 0.025***<br>(0.006)  | 0.063***<br>(0.014)  | 0.036***<br>(0.008)         | 0.076***<br>(0.013)         |
| PR <sub>j,t</sub>          | -0.033***<br>(0.008) | -0.022*<br>(0.013)   | 0.025<br>(0.017)            | -0.023**<br>(0.011)         |
| Sabit                      | 0.165***<br>(0.011)  | 0.237***<br>(0.022)  | 0.156***<br>(0.019)         | 0.154***<br>(0.014)         |
| Firma Etkisi               | Evet                 | Evet                 | Evet                        | Evet                        |
| Zaman Etkisi               | Evet                 | Evet                 | Evet                        | Evet                        |
| Düzeltilmiş R <sup>2</sup> | 0.090                | 0.081                | 0.080                       | 0.099                       |

\*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1.

-Paranteze alınmamış değerler regresyon katsayılarını, parantez içindeki değerler firma düzeyinde kümelenerek elde edilmiş dirençli standart hataları ifade etmektedir.

-Politik risk derecelendirmeleri Belkhir vd. (2017) takip edilerek [0-100] arasında [minimum-maksimum] değer aralığını yansıtacak şekilde dönüştürülmüştür. Elde edilen değerler 100'e bölünerek normalize edilmiş ve analize bu şekilde dahil edilmiştir.

**Kaynak:** Yazarın hesaplamaları.

TQ değişkeni, Tobin's Q oranıdır ve yatırım teorisinde önemli bir yer tutmaktadır. Q teorisine göre yapılacak sermaye harcamasının sağlayacağı piyasa değeri artışı sermaye harcamasının maliyetinden yüksekse firmalar daha fazla yatırım yaparlar (Yoshikawa, 1980:739). Q teorisine göre yapılacak sermaye yatırımının firma değerine olan marjinal katkısını tespit etmek güçtür. Bu sebeple Hayashi (1982) tarafından marjinal Q oranı yerine ortalama Q oranını kullanılması önerilmiştir. Ortalama Tobin Q oranı bir şirketin piyasa değerinin varlıklarının yeniden değerlendirme maliyetine oranına ilişkin genel bir ölçüttür. Piyasa değeri temelli bir ölçüt olması sebebiyle firmaların içsel değerinden sapmalar gösterebilir. Bu durum Tobin Q oranı ve yatırım ilişkinin teorik beklentiyle örtüşmemesine sebep olabilmektedir (S. Ding vd., 2018: 215). Elde edilen bulgulara göre

TQ ve INV arasındaki ilişki pozitifdir. Ancak TQ-INV ilişkisine ait regresyon katsayısı düşük bir değer almıştır. Ayrıca düşük politik riskli ülkelerde TQ ve INV arasındaki ilişki, yüksek politik riskli ülkelere göre daha güçlüdür.

CF ve INV arasındaki ilişki pozitifdir. Literatürde, firma yatırımlarının nakit akışlarına duyarlılığı finansal kısıtlamalar üzerinden açıklanmaktadır. Dış finansman yoluyla finansmana erişemeyen firmalar için firma içindeki nakit akışları yatırım yapma olanağı sağlar (Fazzari vd., 1988: 141-142). WLS yöntemiyle elde edilen bulgulara göre CF ve INV arasındaki ilişkinin katsayısı düşmektedir. Ek olarak, düşük politik risk ortalamasına sahip ülkelerde CF'ye ait regresyon katsayısı yaklaşık yüzde yedi iken yüksek politik risk ortalamasına sahip ülkelerde katsayı yüzde sekizdir. Daha fazla politik riske maruz kalan firmalar, yatırım için iç finansmana daha çok bağlı kalmaktadırlar.

Tablo 5.7 sütun 1'de yer alan bulgulara göre, LEV değişkeni ve INV arasındaki ilişki negatiftir. Ancak WLS yöntemine göre ilişkinin yönü pozitif ve istatistiki olarak anlamsızdır. Literatürde yer alan birçok araştırmada finansal kaldıraç ve firma yatırımları arasında negatif ilişkiye dair bulgulara erişilmiştir (Akca vd., 2021; Alam vd., 2023; Le ve Tran, 2021). LEV ve INV arasındaki ilişki, ülkelerin politik risk ortalamalarına göre yapılan analizlerde de farklılaşmaktadır. Düşük politik riskli ülkelerde, finansal kaldıraç ve yatırımlar arasında pozitif ancak istatistiki olarak anlamsız bir ilişki gözlenmektedir. Yüksek politik riskli ülkelerde ise borçlanma firma yatırımlarını olumsuz etkilemektedir. Elde edilen bulgu yüksek politik riskli ülkelerde dış finansmana erişimin daha güç veya maliyetli olduğuna dair bir işaret olabilir. Her iki örneklem grubuna ait borçlanma maliyeti üzerine yapılacak karşılaştırmalı araştırmalar bu durumu netleştirmek adına önemlidir.

LEV ile ters korelasyona sahip olan NWC değişkeni ile INV arasındaki ilişki, Tablo 5.7'de yer alan tüm modellerde pozitif ve istatistiki olarak anlamlıdır. Toplam varlıklarının likiditesi yüksek olan ve kısa vadeli borçlarını ödeyebilme gücüne sahip firmalar daha fazla sermaye harcaması yapmaktadırlar. Düşük politik riskli ülkelerde NWC değişkenine ait regresyon katsayısı 0,033 iken yüksek politik risk örneğinde bu katsayı 0,024'tür. Düşük politik riskli ülkelerde likidite ve kısa vadeli borçları ödeyebilme kabiliyetinin yatırımlara etkisi daha güçlüdür.

Firma ölçeğini ifade eden SIZE ve INV arasındaki ilişki Tablo 5.7’de yer alan tüm modellerde negatif ve istatistiki olarak anlamlıdır. Firma büyüklüğü arttıkça yapılan sermaye harcaması tutarı azalmaktadır. Bulgulara göre küçük ölçekli firmalar daha fazla yatırım yapmaktadır. Literatürde bu yönde birçok bulguya rastlanmaktadır (An vd., 2016:180; Gala ve Julio, 2016). Ancak metodoloji bölümünde değinildiği gibi SIZE ve INV arasındaki ilişki iki yönlü de değerlendirilebilir niteliktedir. Çünkü büyük ölçekli firmaların finansman kısıtlamalarına maruz kalmaları, küçük ölçekli firmalara göre daha az rastlanır bir durumdur. Ancak elde edilen bulgular, gelişmekte olan ülkelerde bu yönde olan teorik beklentiyi doğrulamamaktadır.

SG değişkeni firmaların hasılatlarındaki değişimi ifade etmektedir. Satışlardaki büyümenin bir etkinlik ölçütü ve iç finansman yaratmada pozitif bir araç olarak firma yatırımları üzerinde pozitif etki yapması beklenmektedir. Ek olarak; satışlardaki büyüme, firma büyümesine de bir işaret olarak kabul edilmektedir. SG ve INV arasındaki ilişki tüm modellerde pozitifdir. Satışların artması daha çok sermaye harcaması yapılmasına olanak sağlamaktadır (An vd., 2016:182; Gulen ve Ion, 2016:534). I, II, III ve IV numaralı sütunlar incelendiğinde SG ve INV ilişkisine ait regresyon katsayılarında ciddi bir farklılık gözlenmemektedir.

D\_DIV, firmaların temettü ödemelerine ait kukla değişkendir. Temettü ödemeleri finansman kısıtlamalarını yansıtan bir değişken olarak analizlere dahil edilmektedir. Düşük temettü ödemesi yapan firmalarda yatırımların nakit akışlarına duyarlılığı daha yüksektir (Kaplan ve Zingales, 1997:170). D\_DIV ve INV arasındaki ilişki tüm modellerde pozitifdir ve teorik beklentiyi doğrulamaktadır. I, II, III ve IV numaralı sütunlar incelendiğinde D\_DIV ve INV ilişkisine ait regresyon katsayılarında ciddi bir farklılık gözlenmemektedir.

GDP değişkeni ülkelerin genel ekonomik koşullarını yansıtmaları için modele dahil edilmiştir. GDP ve INV arasındaki ilişki pozitifdir. Ülkelerin genel ekonomik gidişatındaki pozitif durum daha fazla sermaye harcamasına olanak sağlamaktadır. I numaralı sütunda yer alan bulgular incelendiğinde GDP ve INV arasındaki ilişkiye ait regresyon katsayısı 0,025 iken WLS yöntemine göre elde edilen bulgulara göre bu katsayı 0,063’e yükselmiştir. III ve IV numaralı sütunlarda yer alan, düşük politik risk ve yüksek politik risk örneğine ait bulgulara göre ise GDP ve INV arasındaki ilişki yüksek

politik risk örnekleminde daha güçlüdür. Yüksek politik riskli ülkelerde, firma yatırımları genel makro ekonomik performansla daha yakından ilişkilidir.

Araştırmanın ana bağımsız değişkeni PR, ülkelerin politik risk derecelendirmeleridir. PR ve INV arasındaki ilişki ana modelde ve WLS metoduna göre yapılan analizde negatiftir. Elde edilen bulgulara göre  $H_1$ : “*Politik risk, gelişmekte olan piyasalarda firma yatırımlarını olumsuz etkilemektedir.*” hipotezi reddedilemez.

Araştırmanın veri seti gelişmekte olan ülkelerin borsalarında yer alan firmalardan oluşmaktadır. Gelişmekte olan piyasalar, her ne kadar benzer risk profillerine sahip olsalar da örnekleme yer alan ülkelerin politik risklilik düzeyleri heterojen bir yapıdadır. Bu sebeple analizler ülkelerin PR ortalamalarına göre düşük ve yüksek şeklinde ayrıştırılarak tekrar yapılmıştır.

Elde edilen bulgulara göre düşük politik riskli ülkelerde PR ve INV arasında pozitif ancak istatistiki olarak anlamsız, yüksek politik riskli ülkelerde ise negatif ve istatistiki olarak anlamlı ilişki gözlenmektedir. Gelişmekte olan piyasalarda politik risk ve yatırım ilişkisi genel olarak negatif olmakla beraber bu ilişki yüksek politik riskli ülkelerde daha belirgindir. Bu doğrultuda;  $H_{1a}$ : “*Politik risk, yüksek politik riskli gelişmekte olan piyasalarda firma yatırımlarını olumsuz etkilemektedir.*” hipotezi reddedilemez. Diğer taraftan,  $H_{1b}$ : “*Politik risk, düşük politik riskli gelişmekte olan piyasalarda firma yatırımlarını olumsuz etkilemektedir.*” hipotezi geçerli değildir ve kabul edilemez.

### 5.5.2. Kriz Öncesi ve Kriz Sonrası Döneme Ait Bulgular

Araştırma periyodu 2008 küresel finansal krizini de kapsamaktadır. Analizler, finansal krizin firmaların yatırım davranışlarına etkisini gözlemlemek adına, kriz dönemi, kriz öncesi dönem ve kriz sonrası dönem için tekrarlanmıştır. Tablo 5.8’de bu analizlere ilişkin bulgular yer almaktadır. Politik riskin negatif etkileri, kriz öncesi periyotta daha belirgindir. Tüm örneklem için yapılan analizde politik riskin etkisi her üç dönemde de negatiftir. WLS yöntemine göre elde edilen bulgulara göre ise politik riskin etkisi sadece kriz öncesi dönemde gözlenmektedir. Firma yatırımlarını açıklamak için kullanılan finansal değişkenler açısından ise kriz öncesi ve kriz sonrasında birtakım farklılıklar gözlenmektedir.

Tablo 5.8 Kriz, kriz öncesi ve kriz sonrası regresyon bulguları

| $INV_{i,t+1}$  | Tüm Örneklem<br>2001-2007         | Tüm Örneklem<br>2008-2010         | Tüm Örneklem<br>2011-2021         | Tüm Örneklem (WLS)<br>2001-2007    | Tüm Örneklem (WLS)<br>2008-2010    | Tüm Örneklem (WLS)<br>2011-2021    |
|----------------|-----------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|------------------------------------|------------------------------------|------------------------------------|
| $TQ_{i,t}$     | <b>0.001***</b><br>(0.000)        | <b>0.003***</b><br>(0.001)        | <b>0.001***</b><br>(0.000)        | <b>0.000</b><br>(0.000)            | <b>0.006***</b><br>(0.001)         | <b>0.003***</b><br>(0.000)         |
| $CF_{i,(t+1)}$ | <b>0.080***</b><br>(0.008)        | <b>0.050***</b><br>(0.011)        | <b>0.055***</b><br>(0.004)        | <b>0.067***</b><br>(0.014)         | <b>0.022</b><br>(0.015)            | <b>0.033***</b><br>(0.006)         |
| $LEV_{i,t}$    | <b>-0.025***</b><br>(0.006)       | <b>-0.030***</b><br>(0.009)       | <b>-0.009***</b><br>(0.003)       | <b>-0.024**</b><br>(0.010)         | <b>-0.032**</b><br>(0.016)         | <b>-0.009</b><br>(0.006)           |
| $SIZE_{i,t}$   | <b>-0.010***</b><br>(0.002)       | <b>-0.011***</b><br>(0.003)       | <b>-0.005***</b><br>(0.001)       | <b>-0.011**</b><br>(0.005)         | <b>-0.010**</b><br>(0.005)         | <b>-0.011***</b><br>(0.001)        |
| $NWC_{i,t}$    | <b>0.061***</b><br>(0.005)        | <b>0.058***</b><br>(0.007)        | <b>0.035***</b><br>(0.003)        | <b>0.052***</b><br>(0.009)         | <b>0.062***</b><br>(0.015)         | <b>0.038***</b><br>(0.004)         |
| $SG_{i,t}$     | <b>0.002**</b><br>(0.001)         | <b>0.002**</b><br>(0.001)         | <b>0.003***</b><br>(0.000)        | <b>0.002</b><br>(0.002)            | <b>0.002</b><br>(0.001)            | <b>0.003***</b><br>(0.001)         |
| $D\_DIV_{i,t}$ | <b>0.007***</b><br>(0.001)        | <b>0.004**</b><br>(0.002)         | <b>0.004***</b><br>(0.001)        | <b>0.006***</b><br>(0.002)         | <b>0.006**</b><br>(0.003)          | <b>0.002</b><br>(0.001)            |
| $GDP_{j,t}$    | <b>0.029</b><br>(0.021)           | <b>-0.017</b><br>(0.013)          | <b>0.024***</b><br>(0.007)        | <b>0.030</b><br>(0.053)            | <b>0.077***</b><br>(0.024)         | <b>0.067***</b><br>(0.013)         |
| $PR_{j,t}$     | <b>-0.084***</b><br>(0.018)       | <b>-0.140***</b><br>(0.053)       | <b>-0.057***</b><br>(0.013)       | <b>-0.107***</b><br>(0.022)        | <b>0.039</b><br>(0.093)            | <b>-0.015</b><br>(0.021)           |
| $R^2$          | 0.047                             | 0.039                             | 0.058                             | 0.048                              | 0.047                              | 0.069                              |
| $INV_{i,t+1}$  | Düşük Politik Risk<br>(2001-2007) | Düşük Politik Risk<br>(2008-2010) | Düşük Politik Risk<br>(2011-2021) | Yüksek Politik Risk<br>(2001-2007) | Yüksek Politik Risk<br>(2008-2010) | Yüksek Politik Risk<br>(2011-2021) |
| $TQ_{i,t}$     | <b>0.004***</b><br>(0.001)        | <b>0.007**</b><br>(0.002)         | <b>0.004***</b><br>(0.001)        | <b>0.001**</b><br>(0.000)          | <b>0.002***</b><br>(0.001)         | <b>0.001***</b><br>(0.000)         |
| $CF_{i,(t+1)}$ | <b>0.062***</b><br>(0.011)        | <b>0.068**</b><br>(0.015)         | <b>0.054***</b><br>(0.006)        | <b>0.091***</b><br>(0.011)         | <b>0.039**</b><br>(0.016)          | <b>0.054***</b><br>(0.005)         |
| $LEV_{i,t}$    | <b>-0.008</b><br>(0.009)          | <b>-0.004</b><br>(0.016)          | <b>-0.001</b><br>(0.006)          | <b>-0.035***</b><br>(0.008)        | <b>-0.038***</b><br>(0.011)        | <b>-0.014***</b><br>(0.004)        |
| $SIZE_{i,t}$   | <b>-0.008**</b><br>(0.003)        | <b>-0.009</b><br>(0.007)          | <b>-0.007***</b><br>(0.002)       | <b>-0.012***</b><br>(0.003)        | <b>-0.014***</b><br>(0.004)        | <b>-0.004***</b><br>(0.001)        |
| $NWC_{i,t}$    | <b>0.072***</b><br>(0.008)        | <b>0.106</b><br>(0.014)           | <b>0.046***</b><br>(0.004)        | <b>0.053***</b><br>(0.007)         | <b>0.043***</b><br>(0.008)         | <b>0.028***</b><br>(0.003)         |
| $SG_{i,t}$     | <b>0.003***</b><br>(0.001)        | <b>0.002</b><br>(0.002)           | <b>0.003***</b><br>(0.001)        | <b>0.001</b><br>(0.001)            | <b>0.002**</b><br>(0.001)          | <b>0.002**</b><br>(0.001)          |
| $D\_DIV_{i,t}$ | <b>0.003</b><br>(0.002)           | <b>0.003</b><br>(0.003)           | <b>0.003**</b><br>(0.001)         | <b>0.010***</b><br>(0.002)         | <b>0.004**</b><br>(0.002)          | <b>0.004**</b><br>(0.001)          |
| $GDP_{j,t}$    | <b>0.027</b><br>(0.025)           | <b>-0.004</b><br>(0.018)          | <b>0.035***</b><br>(0.009)        | <b>-0.008</b><br>(0.056)           | <b>0.056**</b><br>(0.025)          | <b>0.070**</b><br>(0.015)          |
| $PR_{j,t}$     | <b>-0.007</b><br>(0.033)          | <b>-0.223</b><br>(0.186)          | <b>0.003</b><br>(0.023)           | <b>-0.118***</b><br>(0.023)        | <b>-0.101</b><br>(0.062)           | <b>-0.036**</b><br>(0.017)         |
| $R^2$          | 0.044                             | 0.059                             | 0.045                             | 0.052                              | 0.035                              | 0.069                              |

\*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1. Paranteze alınmamış değerler regresyon katsayılarını, parantez içindeki değerler firma düzeyinde kümelenerek elde edilmiş dirençli standart hataları ifade etmektedir. Politik risk derecelendirmeleri Belkhir vd. (2017) takip edilerek [0-100] arasında [minimum-maksimum] değer aralığını yansıtacak şekilde dönüştürüldükten sonra analize dahil edilmiştir. Tüm modellerde firma etkisi ve zaman etkisi analize dahil edilmiştir.

**Kaynak:** Yazarın hesaplamaları.

Düşük politik risk ve yüksek politik risk örneklemlerine göre yapılan analizlerde ise politik riskin negatif etkisi, yüksek riskli grupta geçerliliğini korumaktadır. Düşük riskli ülkelerde politik risk ve yatırım ilişkisi her üç dönemde de (kriz öncesi dönem, kriz dönemi, kriz sonrası dönem) istatistiki olarak anlamlı değildir. Yüksek politik riskli ülkelerde ise politik riskin firma yatırımlarına etkisi hem kriz öncesi periyotta hem de kriz sonrası periyotta negatiftir ve istatistiki olarak anlamlıdır.

Tablo 5.8’de yer alan bulgular, firma yatırımlarında etkili olan faktörler üzerine hem 2008 krizine göre oluşturulan alt periyotlar için hem de politik risk düzeylerine göre oluşturulmuş alt örneklem grupları için karşılaştırma yapma olanağı sunmaktadır. Regresyon modelinde yer alan açıklayıcı değişkenlerin katsayıları politik risklilik düzeyine göre farklılaşmaktadır. Benzer şekilde bu farklılık kriz öncesi ve kriz sonrası periyotta da gözlenmektedir.

TQ değişkeni, her iki örneklem grubunda da firma yatırımlarını pozitif etkilemektedir. Ancak düşük politik risk örnekleminde regresyon katsayıları daha yüksektir. Kriz dönemlerinde, TQ ve firma yatırımları arasındaki ilişkiye ait katsayı, her iki örneklem grubunda da diğer diğer dönemlere nazaran yüksektir.

CF değişkeni ve yatırım ilişkisinin gücü, kriz sonrası periyotta düşmektedir. Yüksek politik risk örnekleminde kriz öncesi analize ait regresyon katsayısı 0.091 iken kriz sonrası 0.054’e düşmektedir. Düşük politik riskli örnekleminde de benzer bir durum söz konusudur ancak yüksek riskli örneklem grubuna göre daha hafif bir düşüş gözlenmektedir. Düşük politik risk örnekleminde CF-INV ilişkisine ait regresyon katsayısı, kriz öncesi dönemde 0.062 iken kriz sonrası dönemde bu katsayı 0.054’tür. Firmaların, yatırım yapmak için iç finansmana olan bağımlılıkları, kriz sonrası periyotta düşmüştür. Kriz sonrası periyotta, küresel ölçekte yaşanan likidite bolluğunun etkisi, elde edilen bulguları doğrulamaktadır. Firmaların, kriz sonrası periyotta yatırım yapmak için nakit akışlarına olan bağımlılıkları azalmıştır.

Finansal kaldıraç ve yatırım ilişkisi, düşük politik risk örnekleminde tüm periyotlarda istatistiki olarak anlamsızdır. Yüksek politik riskli örnekleminde ise her üç periyotta da negatif ve istatistiki olarak anlamlı bir ilişki gözlenmektedir. Ek olarak LEV-INV ilişkisine ait regresyon katsayısı kriz sonrası dönemde kriz öncesi döneme nazaran daha

yüksek çıkmıştır. Bol likidite ve düşük faiz oranları, firmaların borçlanarak yatırım yapma imkanını, kriz öncesi döneme kıyasla daha da artırmıştır.

NWC ile INV arasındaki ilişki, küresel kriz ve likidite bolluğunun etkisini, finansal kaldıraç (LEV-INV) bulgularında olduğu gibi desteklemektedir. Yabancı kaynak maliyetinin küresel ölçekte ucuzladığı kriz sonrası periyotta, firmaların net işletme sermayesine olan bağlılıkları daha azdır. Nitekim, NWC ile INV arasındaki ilişkiye ait regresyon katsayısı, kriz sonrası dönemde daha düşük değerler almaktadır. Bu durum, örneklemin tamamı için yapılan analizlerde gözlemlendiği gibi düşük politik risk grubunda ve yüksek politik risk grubunda da gözlenmektedir.

SIZE ve INV ilişkisi, alt örneklem grubu ve alt araştırma periyodu fark etmeksizin negatif ve istatistiki olarak anlamlıdır. Elde edilen bulgular, daha önce Tablo 5.7’de sunulan SIZE-INV ilişkisini daha güçlü ve tutarlı bir şekilde doğrulamaktadır.

Araştırmada kullanılan diğer kontrol değişkenlerine ait bulgular Tablo 5.7’de yer alan bulgulara paralel olmakla beraber gerek alt periyotlarda gerekse politik risk düzeyine göre ayrıştırılan alt örneklem gruplarında net bir farklılık sunmamaktadır. SG ve INV ilişkisi genel olarak pozitifdir. D\_DIV ve INV arasındaki pozitif ilişki, yüksek politik risk örnekleminde daha geçerlidir. GDP ve INV arasındaki pozitif ilişki ise kriz sonrası periyotta istatistiki olarak daha anlamlı bir ilişkidir.

### 5.5.3. Seçilmiş Sektörler İçin Regresyon Bulguları

Firmaların yatırım dinamikleri, faaliyet gösterilen sektöre göre farklılaşabilmektedir. Özellikle duran varlık yoğunluğu yüksek firmalar için politik riskin yatırım dinamiklerindeki etkisi daha derin olabilir. Tablo 5.9’da seçilmiş sektörlerle ait analizlerin bulguları yer almaktadır. Firmaların sektör sınıflandırmaları, Refinitiv sektör gruplandırmalarına göre yapılmıştır.

Politik riskin yatırımlara olan negatif etkisi; lojistik, imalat ve sanayi, perakendecilik ve madencilik sektörlerinde gözlenmektedir. PR-INV arasındaki negatif ilişki, regresyon katsayıları gözetildiğinde madencilik, perakendecilik ve lojistik sektörlerinde daha belirgindir. Politik riskin firma yatırımlarına etkisi bu sektörlerde negatif ve istatistiki olarak anlamlıdır.

Tablo 5.9 Seçilmiş sektörlerde politik risk ve firma yatırımları ilişkisi

| $INV_{i,t+1}$         | Enerji                      | Teknoloji                   | Sağlık                      | Lojistik                   |
|-----------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|----------------------------|
| $TQ_{i,t}$            | <b>0.003***</b><br>(0.001)  | <b>0.001***</b><br>(0.000)  | <b>0.002***</b><br>(0.000)  | <b>0.003**</b><br>(0.001)  |
| $CF_{i,(t+1)}$        | <b>0.097***</b><br>(0.021)  | <b>0.079***</b><br>(0.007)  | <b>0.045***</b><br>(0.011)  | <b>0.145***</b><br>(0.028) |
| $LEV_{i,t}$           | <b>-0.045***</b><br>(0.016) | <b>0.007</b><br>(0.006)     | <b>0.005</b><br>(0.008)     | <b>-0.008</b><br>(0.016)   |
| $SIZE_{i,t}$          | <b>-0.006</b><br>(0.004)    | <b>-0.005***</b><br>(0.001) | <b>-0.012***</b><br>(0.002) | <b>-0.003</b><br>(0.005)   |
| $NWC_{i,t}$           | <b>-0.021</b><br>(0.014)    | <b>0.029***</b><br>(0.005)  | <b>0.042***</b><br>(0.007)  | <b>0.025*</b><br>(0.015)   |
| $SG_{i,t}$            | <b>0.001</b><br>(0.002)     | <b>0.003***</b><br>(0.001)  | <b>0.004***</b><br>(0.001)  | <b>0.003</b><br>(0.002)    |
| $D\_DIV_{i,t}$        | <b>0.022***</b><br>(0.004)  | <b>0.005***</b><br>(0.001)  | <b>0.004*</b><br>(0.002)    | <b>0.004</b><br>(0.005)    |
| $GDP_{j,t}$           | <b>0.077</b><br>(0.063)     | <b>0.023*</b><br>(0.013)    | <b>0.035</b><br>(0.031)     | <b>0.023</b><br>(0.050)    |
| $PR_{j,t}$            | <b>-0.021</b><br>(0.060)    | <b>0.064***</b><br>(0.024)  | <b>0.019</b><br>(0.031)     | <b>-0.114*</b><br>(0.068)  |
| Sabit                 | <b>0.191***</b><br>(0.069)  | <b>0.128***</b><br>(0.024)  | <b>0.262***</b><br>(0.037)  | <b>0.152*</b><br>(0.091)   |
| Firma ve Zaman Etkisi | Evet                        | Evet                        | Evet                        | Evet                       |
| Düzeltilmiş $R^2$     | 0.14                        | 0.095                       | 0.082                       | 0.11                       |
|                       | İmalat ve Sanayi            | Perakendecilik              | Madencilik                  | Turizm                     |
| $TQ_{i,t}$            | <b>0.001***</b><br>(0.000)  | <b>0.001*</b><br>(0.001)    | <b>0.003**</b><br>(0.001)   | <b>0.002</b><br>(0.001)    |
| $CF_{i,(t+1)}$        | <b>0.089***</b><br>(0.005)  | <b>0.074***</b><br>(0.015)  | <b>0.072***</b><br>(0.018)  | <b>-0.000</b><br>(0.027)   |
| $LEV_{i,t}$           | <b>-0.004</b><br>(0.004)    | <b>-0.002</b><br>(0.011)    | <b>-0.013</b><br>(0.014)    | <b>-0.029*</b><br>(0.016)  |
| $SIZE_{i,t}$          | <b>-0.007***</b><br>(0.001) | <b>-0.008***</b><br>(0.003) | <b>-0.001</b><br>(0.003)    | <b>-0.010**</b><br>(0.005) |
| $NWC_{i,t}$           | <b>0.037***</b><br>(0.003)  | <b>0.013</b><br>(0.011)     | <b>0.005</b><br>(0.011)     | <b>0.036**</b><br>(0.014)  |
| $SG_{i,t}$            | <b>0.004***</b><br>(0.001)  | <b>0.005**</b><br>(0.002)   | <b>0.002</b><br>(0.002)     | <b>0.006*</b><br>(0.003)   |
| $D\_DIV_{i,t}$        | <b>0.008***</b><br>(0.001)  | <b>0.005</b><br>(0.003)     | <b>0.010***</b><br>(0.004)  | <b>0.008*</b><br>(0.005)   |
| $GDP_{j,t}$           | <b>0.015*</b><br>(0.009)    | <b>0.033</b><br>(0.033)     | <b>0.146**</b><br>(0.061)   | <b>0.017</b><br>(0.059)    |
| $PR_{j,t}$            | <b>-0.051***</b><br>(0.012) | <b>-0.117***</b><br>(0.041) | <b>-0.161***</b><br>(0.052) | <b>-0.021</b><br>(0.060)   |
| Sabit                 | <b>0.184***</b><br>(0.017)  | <b>0.245***</b><br>(0.058)  | <b>0.150***</b><br>(0.052)  | <b>0.263***</b><br>(0.086) |
| Firma ve Zaman Etkisi | Evet                        | Evet                        | Evet                        | Evet                       |
| Düzeltilmiş $R^2$     | 0.11                        | 0.13                        | 0.16                        | 0.083                      |

\*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1. Paranteze alınmamış değerler regresyon katsayılarını, parantez içindeki değerler firma düzeyinde kümelenerek elde edilmiş dirençli standart hataları ifade etmektedir. Politik risk derecelendirmeleri Belkhir vd. (2017) takip edilerek [0-100] arasında [minimum-maksimum] değer aralığını yansıtacak şekilde dönüştürüldükten sonra analize dahil edilmiştir.

**Kaynak:** Yazarın hesaplamaları.

Enerji ve turizm sektörlerinde, PR ve INV ilişkisi negatif ancak istatistiki olarak anlamlı değildir. Teknoloji firmalarında INV-PR ilişkisi pozitifdir. Sağlık sektöründe de pozitif bir ilişki gözlenmiştir fakat bu ilişki istatistiki olarak anlamlı değildir. Sektörlere göre yapılan analizlere PR-INV ilişkisi farklılaşmakla beraber genel olarak negatiftir ve teorik beklentiyle uyumludur. Teorik beklentiye aykırı bulgular teknoloji sektöründe gözlenmektedir. PR ve INV arasındaki bulgulara göre  $H_{1c}$ : “*Politik risk, incelenen tüm sektörlerde firma yatırımlarını olumsuz etkilemektedir.*” hipotezi kabul edilemez. Politik riskin yatırımlara etkisi sektörler için farklılık göstermektedir.

TQ ve INV arasındaki ilişki sektörler için incelendiğinde genel olarak pozitif ve anlamlıdır. TQ ve INV arasındaki pozitif ilişki sadece turizm sektöründe gözlenmemiştir. Ancak sektör ayrımı gözetilmeyen analizlerde olduğu gibi sektörler için yapılan analizlerde de TQ-INV ilişkisinin regresyon katsayıları düşük değerler almıştır.

CF ve INV arasındaki ilişkide de benzer bir durum söz konusudur. Turizm sektörü dışında kalan sektörlerde, CF-INV ilişkisi pozitifdir ve istatistiki olarak anlamlıdır. Ek olarak, CF-INV arasındaki ilişki, lojistik sektöründe daha güçlüdür. Firma düzeyindeki analizlerde genellikle negatif bir yönde olan LEV-INV ilişkisi, sektörel analizlerde sadece enerji ve turizm sektörlerinde geçerlidir. SIZE-INV ilişkisi tüm sektörlerde negatif olmakla birlikte teknoloji, sağlık, imalat ve sanayi, perakendecilik ve turizm sektörlerinde anlamlıdır. D\_DIV ve INV arasındaki ilişki tüm sektörlerde pozitifdir. D\_DIV ve INV ilişkisi sadece lojistik ve perakendecilik sektörlerinde istatistiki olarak anlamlı değildir.

#### 5.5.4. Finansal Esneklik, Politik Risk ve Firma Yatırımları

Finansal esneklik firmaların borçlanma kapasitelerine dair bir göstergedir. Finansal esnekliğe sahip firmalar, borçlanma kapasitelerinin altında yabancı kaynak kullanan firmalardır. Finansal açıdan sıkıntıya girmeden erişilebilen borçlanma düzeyi ile gerçekleşmiş borçlanma düzeyi arasındaki pozitif sapma finansal esnekliğe işaret eder (De Jong vd., 2012: 244).

Finansal esnekliğe sahip olmak, firmaların nakit akışlarına daha az bağımlı olmalarını sağlamaktadır. Bu durum özellikle belirsizliğin arttığı dönemlerde firmaların yatırım yapabilme yetilerini artırmaktadır. Finansal esnekliğe sahip firmalar, karşılaştıkları ani gelir kayıpları veya beklenmedik büyüme fırsatları karşısında daha kolay fon temin

edebilirler. Böylelikle daha sağlıklı yatırım kararları vererek finansal açıdan kötü performans gösterme riskinden korunurlar (Arslan-Ayaydin vd., 2014: 212).

Tablo 5.10 Finansal esneklik, politik risk ve firma yatırımları

| $INV_{i,t+1}$     | Finansal Esnekliğe<br>Sahip Olmayan Firmalar | Finansal Esnekliğe<br>Sahip Firmalar |
|-------------------|----------------------------------------------|--------------------------------------|
| $TQ_{i,t}$        | <b>0.001***</b><br>(0.000)                   | <b>0.001***</b><br>(0.000)           |
| $CF_{i,(t+1)}$    | <b>0.082***</b><br>(0.004)                   | <b>0.063***</b><br>(0.005)           |
| $LEV_{i,t}$       | <b>-0.008***</b><br>(0.003)                  | <b>0.003</b><br>(0.005)              |
| $SIZE_{i,t}$      | <b>-0.005***</b><br>(0.001)                  | <b>-0.010***</b><br>(0.001)          |
| $NWC_{i,t}$       | <b>0.025***</b><br>(0.002)                   | <b>0.035***</b><br>(0.003)           |
| $SG_{i,t}$        | <b>0.003***</b><br>(0.000)                   | <b>0.003***</b><br>(0.001)           |
| $D\_DIV_{i,t}$    | <b>0.008***</b><br>(0.001)                   | <b>0.003***</b><br>(0.001)           |
| $GDP_{j,t}$       | <b>0.072***</b><br>(0.012)                   | <b>-0.002</b><br>(0.008)             |
| $PR_{j,t}$        | <b>-0.013</b><br>(0.011)                     | <b>-0.057***</b><br>(0.014)          |
| Sabit             | <b>0.145***</b><br>(0.013)                   | <b>0.231***</b><br>(0.021)           |
| Firma Etkisi      | Evet                                         | Evet                                 |
| Zaman Etkisi      | Evet                                         | Evet                                 |
| Düzeltilmiş $R^2$ | 0.093                                        | 0.085                                |
| Gözlem Sayısı     | 87.018                                       | 48.561                               |

\*\*\*  $p < 0,01$ , \*\*  $p < 0,05$ , \*  $p < 0,1$ . Paranteze alınmamış değerler regresyon katsayılarını, parantez içindeki değerler firma düzeyinde kümelenerek elde edilmiş dirençli standart hataları ifade etmektedir. Politik risk derecelendirmeleri Belkhir vd. (2017) takip edilerek [0-100] arasında [minimum-maksimum] değer aralığını yansıtacak şekilde dönüştürüldükten sonra analize dahil edilmiştir.

**Kaynak:** Yazarın hesaplamaları.

Firmaların finansal esneklik sahibi olup olmamalarına ilişkin sınıflandırma işleminde Marchica ve Mura (2010: 1342-1343) tarafından önerilen yöntem uygulanmıştır. Yöntem Eşitlik 19’da yer alan regresyon denkleminin tahmin edilmesiyle başlar. LEV değişkeni firmaların yabancı kaynak kullanım oranını,  $IND\_LEV$ , firmaların ait oldukları sektörün ortalama yabancı kaynak kullanım oranını (endüstri sınıflandırmasında Refinitiv İşletme Sınıflandırması kullanılmıştır), MTB, piyasa değeri defter değeri oranını, SIZE, firma büyüklüğünü, TANG, duran varlık oranını, INF, tüketici fiyat endeksini ifade eder. İndisler (i,j,t,l) sırasıyla firma, sektör, yıl ve ülkelere karşılık gelmektedir.

$$LEV_{i,t} = \alpha_1 LEV_{i,(t-1)} + \beta_1 IND\_LEV_{i,j,(t-1)} + \beta_2 MTB_{i,(t-1)} + \beta_3 SIZE_{i,(t-1)} \\ + \beta_4 TANG_{i,(t-1)} + \beta_5 INF_{i,(t-1)} + u_{i,t}$$

**Eşitlik: 19**

Firmalar için elde edilen tahmini LEV değeri firmaların finansal sıkıntıya girmeden erişebilecekleri borçlanma seviyesini ifade eder. Tahmini LEV değeri ile gerçekleşen LEV değeri arasındaki fark firmaların kullanmadıkları borçlanma kapasitesidir. Marcia ve Mura (2010) en az üç yıl art arda kullanılmamış borç kapasitesine sahip firmaları finansal esnekliğe sahip firmalar olarak sınıflandırmışlardır. Ancak bahsedilen üç yıllık sürenin iki veya altı şeklinde değiştirilebileceğine de değinmişlerdir. Marcia ve Mura (2010) tarafından önerilen yöntem sistem GMM kullanılmasını önermektedir. Araştırmada sistem GMM uygulanmış ancak farklı spesifikasyonlar denenmesine rağmen modelde yer alan araç değişkenlerin geçerliliğine ilişkin testlerde (Sargan ve Hansen) araç değişkenlerin uygunluğuna ilişkin bulgular elde edilememiştir. Bu sebeple literatür takip edilerek iki yönlü statik sabit etkiler tahmincisi uygulanmış ve tahmini borçlanma seviyeleri belirlenmiştir (Gregory, 2020:168).

Tablo 5.10’da politik risk ve firma yatırımları arasındaki ilişki finansal esnekliğe sahip olan firmalar ve olmayan firmalar için ayrı ayrı sunulmuştur. Elde edilen bulgulara göre finansal esnekliğe sahip firmalarda politik risk ve yatırım ilişkisi negatiftir. Finansal esnekliğe sahip firmalarda bu ilişki negatiftir ancak elde edilen bulgu istatistiki olarak anlamsızdır. Bulgulara göre  $H_{1d}$ : “Finansal esneklik, politik riskin yatırımlar üzerine olumsuz etkilerini elimine eder.” hipotezi kabul edilemez.

Teorik beklenti, finansal esnekliğin, belirsizlik ve çeşitli şoklar karşısında firmalara yatırım olanağı sağlaması yönündedir. Bu sebeple finansal esnekliğin politik riskin olumsuz etkilerini elimine etmesi beklenmektedir. Ancak elde edilen bulgu teorik beklentiyi doğrulamamaktadır. Finansal esnekliğe sahip firmalarda politik riskin yatırım düzeyine etkisi daha belirgindir. Bu durum gelişmekte olan piyasalarda yer alan firmaların özkaynakla finansmanı tercih ettiklerine dair bir gösterge olabilir. Nitekim bu çıkarım LEV ve INV arasındaki ilişkiyle birlikte yorumlandığında daha anlamlı hale gelmektedir. Finansal esnekliğe sahip olmayan firmalarda LEV ve INV arasındaki ilişki negatiftir finansal esnekliğe sahip firmalarda pozitif ve istatistiki olarak anlamsızdır.

CF ve INV arasındaki ilişki finansal esnekliğe sahip olmayan firmalarda daha güçlüdür. Bu durum yabancı kaynak erişimi görece daha zor olan firmalarda firma içi nakit akışlarına daha çok bağımlı olduğunu göstermektedir. Bu durum teorik olarak tutarlıdır.

#### 5.5.5. Politik Risk ve Optimal Yatırım Tutarı

Firma yatırımları hakkında geliştirilen temel teori Q teorisidir. Q teorisine göre optimal yatırım düzeyi, katlanılan sermaye harcamasına ait marjinal maliyetin, katlanılan sermaye harcamasının marjinal faydasına eşit olduğu noktadır. Ancak firmalar çeşitli sebeplerle optimal yatırım miktarından saparak eksik yatırım ya da fazla yatırım yapabilirler. Optimal yatırım düzeyinden gerçekleşen sapmalar, yatırım verimliliği (investment efficiency) kavramıyla ele alınmaktadır. Optimal yatırım düzeyinden sapmalara sebep olan faktörler; bilgi asimetrisi ve vekalet problemidir (S. Chen vd., 2011:259).

Politik risklerin birçoğu kamu otoritesinin aldığı kararlar ve gerçekleştirdiği aksiyonlardan kaynaklanmaktadır. Firmaların kamu otoritesine yakınlıkları farklılaşmaktadır. Nitekim firma yatırımlarına ilişkin literatür incelendiğinde, politik bağlantıların ve lobi faaliyetlerinin politik riskin negatif etkilerini elimine ettiği bulgusu gözlenmektedir (W. Choi vd., 2022; Shen ve Lin, 2016). Politik risk kaynaklı bilgi asimetrisi, firmaların optimal yatırım düzeyinin altında veya üstünde yatırım yapmalarına sebep olabilir.

Literatürde, kamu otoritesi tarafından gerçekleştirilen müdahaleler, rekabet baskısı gibi faktörlerin vekalet problemi kapsamında değerlendirildiği gözlenmektedir (Hamza vd., 2024; Z. Huang ve Du, 2017). Kamu otoritesinin baskısı, yöneticilerin şahsi çıkarlarını daha fazla gözetmelerine, firma çıkarlarını ihmal etmelerine sebep olabilir. Politik riskler gerek bilgi asimetrisi gerekse vekalet teorisi bağlamında değerlendirildiklerinde, firmaların optimal yatırım düzeyinden uzaklaşmalarına sebep olabilir. Bu sebeple analizler yatırım verimliliği gözetilerek tekrar edilmiştir.

Optimal yatırım tutarına ilişkin hesaplamada F. Chen vd. (2011) tarafından geliştirilen ve literatürde sıklıkla kullanılan yöntem benimsenmiştir. Eşitlik 20’de matematiksel formu yer alan yönteme göre optimal yatırım seviyesi büyümenin bir fonksiyonudur. Yatırım verimliliği, Eşitlik 20’de yer alan regresyon denklemindeki artık değerler üzerinden belirlenmektedir. Eşitlik 20’de yer alan değişkenler, yatırım (INV) ve satışlardaki

büyüme (SG) değişkenleridir. Pozitif artık değerleri firmaların optimal yatırımın üzerinde yatırım yaptıklarına (aşırı yatırım / overinvestment), negatif artık değerleri ise firmaların eksik yatırım yaptıklarına işaret eder (düşük yatırım / underinvestment).

$$INV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SG_{i,t-1} + e_{i,t}$$

**Eşitlik: 20**

Araştırma örneklemini, yukarıda bahsedilen yöntem izlenerek aşırı yatırım yapan firmalar ve eksik yatırım yapan firmalar şeklinde gruplandırılmıştır. Politik risk ve firma yatırımları arasındaki ilişki, bahsedilen alt örneklem grupları için tekrar analiz edilmiştir. Analizlere ait bulgular Tablo 5.11’de yer almaktadır.

Tablo 5.11 Yatırım verimliliğine göre politik risk ve firma yatırımları ilişkisi

| $INV_{i,t+1}$                    | Eksik Yatırım Örneklemini   | Aşırı Yatırım Örneklemini   |
|----------------------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| $TQ_{i,t}$                       | <b>0.000***</b><br>(0.000)  | <b>0.001***</b><br>(0.000)  |
| $CF_{i,(t+1)}$                   | <b>0.020***</b><br>(0.001)  | <b>0.030***</b><br>(0.005)  |
| $LEV_{i,t}$                      | <b>-0.003***</b><br>(0.001) | <b>0.003</b><br>(0.004)     |
| $SIZE_{i,t}$                     | <b>0.001***</b><br>(0.000)  | <b>-0.011***</b><br>(0.001) |
| $NWC_{i,t}$                      | <b>-0.001</b><br>(0.001)    | <b>0.039***</b><br>(0.003)  |
| $SG_{i,t}$                       | <b>0.003***</b><br>(0.000)  | <b>0.011***</b><br>(0.001)  |
| $D\_DIV_{i,t}$                   | <b>0.002***</b><br>(0.000)  | <b>-0.001</b><br>(0.001)    |
| $GDP_{j,t}$                      | <b>0.009***</b><br>(0.002)  | <b>0.003</b><br>(0.011)     |
| $PR_{j,t}$                       | <b>-0.006***</b><br>(0.003) | <b>-0.008</b><br>(0.011)    |
| <b>Sabit</b>                     | <b>0.011***</b><br>(0.003)  | <b>0.303***</b><br>(0.016)  |
| <b>Firma Etkisi</b>              | Evet                        | Evet                        |
| <b>Zaman Etkisi</b>              | Evet                        | Evet                        |
| <b>Düzeltilmiş R<sup>2</sup></b> | 0.058                       | 0.057                       |
| <b>Gözlem Sayısı</b>             | 87.314                      | 48.265                      |

\*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1. Paranteze alınmamış değerler regresyon katsayılarını, parantez içindeki değerler firma düzeyinde kümelenerek elde edilmiş dirençli standart hataları ifade etmektedir. Politik risk derecelendirmeleri Belkhir vd. (2017) takip edilerek [0-100] arasında [minimum-maksimum] değer aralığını yansıtacak şekilde dönüştürüldükten sonra analize dahil edilmiştir.

**Kaynak:** Yazarın hesaplamaları.

Tablo 5.11’de yer alan bulgulara göre eksik yatırıma sahip firmalarda politik riskin etkileri negatif ve istatistiki olarak anlamlıdır. Optimal yatırım seviyesinin altında kalan firmaların düşük yatırım yapma sebepleri arasında politik risk anlamlı bir etkiye sahiptir. Optimal yatırım düzeyinin üstünde yatırım yapan firmalarda ise politik risk ve yatırım ilişkisi negatif ancak istatistiki olarak anlamlı değildir. Elde edilen bulgulara göre  $H_{1e}$ : “Optimal yatırım düzeyinin altında kalan firmalarda politik risk, firma yatırımlarını negatif yönde etkilemektedir.” hipotezi kabul edilir. Öte yandan  $H_{1f}$ : “Optimal yatırım düzeyinin üstünde kalan firmalarda politik risk, firma yatırımlarını negatif yönde etkilemektedir.” hipotezi ise geçerli değildir ve kabul edilemez.

#### 5.5.6. Politik Risk, Nakit Bulundurma ve Firma Yatırımları

Firmaların nakit bulundurma düzeyleri dış finansmana erişimin güç olduğu ve nakit akışlarının azaldığı dönemlerde firmalara yatırım yapabilme olanağı sağlamaktadır. Bu sebeple nakit bulundurma düzeyi yüksek olan firmalarda politik riskin etkisinin daha düşük olması beklenmektedir. Bu argümanı test etmek için, araştırma örneklemini, nakit bulundurma düzeylerine göre düşük, orta ve yüksek şeklinde sınıflandırılarak analizler tekrar uygulanmıştır.

Firmaların nakit düzeyleri; nakit ve nakde eşdeğer varlıkların, toplam varlıklardaki payları üzerinden hesaplanmıştır. Tablo 5.12’de analiz bulguları yer almaktadır. Düşük nakit bulundurma düzeyine sahip firmaların nakit ortalaması %1, orta düzeyde olan firmaların %6, yüksek nakit bulunduran firmaların %24’tür.

Tablo 5.12’de yer alan bulgular incelendiğinde düşük likiditeye sahip firmalarda politik riskin etkisi negatif ve istatistiki olarak anlamlı iken bu ilişki orta, yüksek düzeyde nakit bulunduran firmalarda geçerli değildir. Politik risk ve firma yatırımları arasındaki ilişki, firmaların likidite düzeylerine göre değişmektedir. Likidite düzeyi düşük firmalar, politik risklerden daha çok etkilenmektedir.

Elde edilen bulgular, politik risk bağlamında değerlendirildiğinde, yatırım politikası ve nakit bulundurma politikasının yakından ilişkili olduklarını göstermektedir. Nakit düzeyi, politik riskin negatif etkilerini elimine etmektedir. Politik risk, firmaların nakit bulundurma kararlarında gözetilmesi gereken bir faktör olarak değerlendirilebilir.

Tablo 5.12 Nakit bulundurma düzeylerine göre politik risk ve firma yatırımları ilişkisi

| $INV_{i,t+1}$                       | Düşük Nakit                 | Orta Nakit                  | Yüksek Nakit                |
|-------------------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| $TQ_{i,t}$                          | <b>0.001***</b><br>(0.000)  | <b>0.002***</b><br>(0.000)  | <b>0.001***</b><br>(0.000)  |
| $CF_{i,(t+1)}$                      | <b>0.073***</b><br>(0.009)  | <b>0.089***</b><br>(0.007)  | <b>0.055***</b><br>(0.006)  |
| $LEV_{i,t}$                         | <b>-0.013**</b><br>(0.005)  | <b>-0.009*</b><br>(0.005)   | <b>0.003</b><br>(0.006)     |
| $SIZE_{i,t}$                        | <b>-0.010***</b><br>(0.002) | <b>-0.007***</b><br>(0.001) | <b>-0.008***</b><br>(0.001) |
| $NWC_{i,t}$                         | <b>0.030***</b><br>(0.005)  | <b>0.017***</b><br>(0.005)  | <b>0.038***</b><br>(0.005)  |
| $SG_{i,t}$                          | <b>0.003***</b><br>(0.001)  | <b>0.003***</b><br>(0.001)  | <b>0.004***</b><br>(0.001)  |
| $D\_DIV_{i,t}$                      | <b>0.008**</b><br>(0.001)   | <b>0.005***</b><br>(0.001)  | <b>0.005***</b><br>(0.001)  |
| $GDP_{j,t}$                         | <b>0.034**</b><br>(0.014)   | <b>0.036***</b><br>(0.013)  | <b>0.015</b><br>(0.011)     |
| $PR_{j,t}$                          | <b>-0.049**</b><br>(0.021)  | <b>-0.025</b><br>(0.017)    | <b>-0.024</b><br>(0.017)    |
| <b>Firma Etkisi</b>                 | Evet                        | Evet                        | Evet                        |
| <b>Zaman Etkisi</b>                 | Evet                        | Evet                        | Evet                        |
| <b>Düzeltilmiş <math>R^2</math></b> | 0.07                        | 0.08                        | 0.07                        |

\*\*\*  $p < 0,01$ , \*\*  $p < 0,05$ , \*  $p < 0,1$ . Paranteze alınmamış değerler regresyon katsayılarını, parantez içindeki değerler firma düzeyinde kümelenerek elde edilmiş dirençli standart hataları ifade etmektedir. Politik risk derecelendirmeleri Belkhir vd. (2017) takip edilerek [0-100] arasında [minimum-maksimum] değer aralığını yansıtacak şekilde dönüştürüldükten sonra analize dahil edilmiştir.

**Kaynak:** Yazarın hesaplamaları.

Elde edilen bulgulara göre  $H_2$ : “*Gelişmekte olan piyasalarda, firma yatırımları ile politik risk arasındaki ilişki, firmaların likidite seviyesine bağlı olarak farklılık göstermektedir.*” hipotezi geçerlidir ve reddedilemez. Artan likidite, firmaların politik risklerden daha az etkilenmelerine sebep olmaktadır.

### 5.5.7. Politik Risk, Duran Varlık Yoğunluğu ve Firma Yatırımları

Duran varlık yoğunluğu, firmaların bilançolarındaki toplam varlıklar içerisindeki duran varlıkların payını ifade eder. Firma yatırımlarına ilişkin literatür; duran varlık yoğunluğunu, yatırımların geri döndürülemez (investment irreversibility) oluşlarıyla ele almaktadır. Yüksek duran varlık yoğunluğuna sahip firmalar için mevcut yatırımlardan vazgeçme maliyeti yüksektir. Belirsizlik ve risklerin arttığı dönemlerde, yatırımlarını geri döndürmekte zorlanacak firmalar, yeni yatırım kararlarını da ertelemek zorunda kalırlar (Le ve Tran, 2021: 4).

Diğer taraftan duran varlıklar teminat gösterilebilir nitelikte varlıklar oldukları için firmalara kredi olanağı sunmaktadır (Almeida ve Campello, 2007:1429). Duran varlıklar, bu bağlamda değerlendirildiğinde yabancı kaynak kullanımına olanak sağlar ve finansman kısıtlamalarını hafifletir. Benzer şekilde, politik risklerin getirdiği belirsizlikler kredi maliyetlerini etkileyebilir. Duran varlık yoğunluğu politik risklerin getireceği dış finansman olumsuzluklarını da düşürebilir (Ozdemir vd., 2024:3).

Tablo 5.13 Duran varlık yoğunluğuna göre politik risk ve firma yatırımları ilişkisi

| $INV_{i,t+1}$     | Düşük Düzey<br>Duran Varlık<br>Yoğunluğu | Orta Düzey<br>Duran Varlık<br>Yoğunluğu | Yüksek Düzey<br>Duran Varlık<br>Yoğunluğu |
|-------------------|------------------------------------------|-----------------------------------------|-------------------------------------------|
| $TQ_{i,t}$        | <b>0.000**</b><br>(0.000)                | <b>0.001***</b><br>(0.000)              | <b>0.002***</b><br>(0.000)                |
| $CF_{i,(t+1)}$    | <b>0.050***</b><br>(0.005)               | <b>0.076***</b><br>(0.005)              | <b>0.095***</b><br>(0.007)                |
| $LEV_{i,t}$       | <b>0.000</b><br>(0.004)                  | <b>0.000</b><br>(0.005)                 | <b>-0.005</b><br>(0.005)                  |
| $SIZE_{i,t}$      | <b>-0.005***</b><br>(0.001)              | <b>-0.008***</b><br>(0.001)             | <b>-0.013***</b><br>(0.001)               |
| $NWC_{i,t}$       | <b>0.025***</b><br>(0.003)               | <b>0.049***</b><br>(0.004)              | <b>0.046***</b><br>(0.005)                |
| $SG_{i,t}$        | <b>0.001**</b><br>(0.000)                | <b>0.004***</b><br>(0.001)              | <b>0.004***</b><br>(0.001)                |
| $D\_DIV_{i,t}$    | <b>0.004***</b><br>(0.001)               | <b>0.006***</b><br>(0.001)              | <b>0.007***</b><br>(0.001)                |
| $GDP_{j,t}$       | <b>0.014</b><br>(0.009)                  | <b>0.020*</b><br>(0.010)                | <b>0.030**</b><br>(0.013)                 |
| $PR_{j,t}$        | <b>-0.011</b><br>(0.011)                 | <b>-0.025*</b><br>(0.013)               | <b>-0.054***</b><br>(0.017)               |
| Firma Etkisi      | Evet                                     | Evet                                    | Evet                                      |
| Zaman Etkisi      | Evet                                     | Evet                                    | Evet                                      |
| Düzeltilmiş $R^2$ | 0.06                                     | 0.09                                    | 0.11                                      |

\*\*\*  $p < 0,01$ , \*\*  $p < 0,05$ , \*  $p < 0,1$ . Paranteze alınmamış değerler regresyon katsayılarını, parantez içindeki değerler firma düzeyinde kümelenerek elde edilmiş dirençli standart hataları ifade etmektedir. Politik risk derecelendirmeleri Belkhir vd. (2017) takip edilerek [0-100] arasında [minimum-maksimum] değer aralığını yansıtacak şekilde dönüştürüldükten sonra analize dahil edilmiştir.

**Kaynak:** Yazarın hesaplamaları.

Duran varlık yoğunluğuna ve yatırım ilişkisine ilişkin yukarıda bahsedilen iki argüman politik risk bağlamında değerlendirildiğine farklı durumlar doğurabilir:

- Duran varlık yoğunluğu, yatırımların geri döndürülemez oluşlarıyla ilişkilendirildiğine, politik riskler firmaların daha az yatırım yapmalarına sebep olacaktır. Bir diğer ifadeyle, yüksek duran varlık yoğunluğuna sahip firmalar,

politik risklerin getirdiği belirsizlikler karşısında yeni yatırım yapmaktan kaçınacaklardır.

- ii) Duran varlıklar, teminat gösterilebilir varlıklar olarak düşünüldüklerinde ise finansman olanağını artıracakları için yüksek duran varlık yoğunluğuna sahip firmalar, politik risklere rağmen daha fazla yatırım yapabileceklerdir.

Tablo 5.13'te duran varlık yoğunluğuna göre sınıflandırılmış alt örneklem gruplarına ait analiz sonuçları yer almaktadır. Örneklemde yer alan firmalar; duran varlıkların bilançodaki paylarına göre düşük, orta ve yüksek şeklinde sınıflandırılmıştır.

Tablo 5.13'te yer alan bulgular incelendiğinde politik riskin yatırımlar üzerindeki negatif etkisi duran varlık yoğunluğu arttıkça artmaktadır. Bilançodaki duran varlık yoğunluğu yüksek firmalar politik riskin negatif etkisine daha fazla maruz kalmaktadırlar. Bu ilişki, nakit oranı düzeyine göre yapılan analizi desteklemektedir. Duran varlık yoğunluğu ve likidite düzeyi ters yönlüdür. Likidite düzeyi ve duran varlık yoğunluğuna ait bulgular firmalarda nakit bulundurma düzeyinin politik riskin etkilerini düşürdüğünü göstermektedir. Diğer taraftan bilançodaki duran varlık yoğunluğu yüksek, likiditesi düşük firmalarda ise politik riskin yatırımlar üzerindeki negatif etkisi daha fazladır. Ek olarak, elde edilen bulgular duran varlıkların finansal kısıtları yok edebilme argümanını desteklememektedir. Elde edilen bulgulara göre  $H_3$ : “*Gelişmekte olan piyasalarda, firma yatırımları ile politik risk arasındaki ilişki, firmaların duran varlık yoğunluklarına bağlı olarak farklılık göstermektedir.*” hipotezi geçerlidir ve reddedilemez.

### 5.5.8. Politik Risk Unsurları ve Firma Yatırımları

Araştırmada politik risk değişkeni için ICRG tarafından hazırlanan politik risk değerlendirmeleri kullanılmıştır. Araştırmanın metodoloji bölümünde değinildiği gibi ICRG tarafından hazırlanan politik risk değerlendirmeleri on iki alt unsurdan oluşmaktadır. Bekaert vd. (2005), ICRG tarafından hazırlanan politik risk unsurlarını dörde indirmiştir. Bu sınıflandırma aynı bağlamda değerlendirilebilecek politik risk unsurlarının birleştirilmesine olanak sağlamaktadır. Politik risk bileşenlerinin analizinde bahsedilen sınıflandırma kullanılmıştır. Politik risk bileşenlerinin analizinde Eşitlik 10'da sunulan ana regresyon modelinden faydalanılmıştır. Eşitlik 10'da yer alan ve bütüncül

politik riski ifade eden PR değişkeni yerine Tablo 5.14'te yer alan politik risk bileşenleri ayrı ayrı analiz edilmiştir. Diğer kontrol değişkenleri aynıdır.

Tablo 5.14 Bekaert vd. (2005) tarafından hazırlanan politik risk bileşenleri

| Bekaert vd. (2005)   | ICRG                          | Derecelendirme |
|----------------------|-------------------------------|----------------|
| Kurumsal Kalite      | Hukuk ve düzen                | 6              |
|                      | Bürokrasi kalitesi            | 4              |
|                      | Yolsuzluk                     | 6              |
| Çatışma              | İç karışıklıklar              | 12             |
|                      | Dış karışıklıklar             | 12             |
|                      | Dini gerginlikler             | 6              |
|                      | Etnik gerginlikler            | 6              |
| Demokratik Eğilimler | Politikada asker              | 6              |
|                      | Demokratik hesap verebilirlik | 6              |
| Hükümet Aksiyonları  | Hükümet istikrarı             | 12             |
|                      | Sosyoekonomik koşullar        | 12             |
|                      | Yatırım profili               | 12             |
| <b>Politik Risk</b>  | <b>Toplam</b>                 | <b>100</b>     |

Kurumsal kalite bileşeni; “hukuk ve düzen”, “bürokrasi kalitesi” ve “yolsuzluk” derecelendirmelerinin toplamından oluşmaktadır. Adalet sisteminin aksamaması, kamunun bürokrasi kalitesindeki düşüş ve yolsuzluğun yaygınlaşması, kurumsal kalite riskini artırmaktadır.

Çatışma bileşeni; “iç karışıklıklar”, “dış karışıklıklar”, “dini gerginlikler” ve “etnik gerginlikler” bileşenlerinin toplamından oluşmaktadır. İç karışıklıklar; sivil itaatsizlik, iç savaş, terör gibi olaylara ilişkin riskleri ölçmektedir. Dış karışıklıklar, diplomatik kriz ve savaş gibi uluslararası düzeyde gerçekleşmesi muhtemel karışıklıkları içerir. Dini ve etnik gerginlikler ise toplumların demografik yapısındaki ırk ve inanç farklılıklarının sebep olabileceği karışıklıkları ölçmektedir.

Demokratik eğilimler bileşeni, “politikada asker” ve “demokratik hesap verilebilirlik” derecelendirmelerinin toplamından oluşmaktadır. Askeri darbeler veya milis grupların yönetimlere el koyma riskleri, politikada asker riskiyle ölçülmektedir. Demokratik hesap verilebilirlik ise devletin şeffaflığıyla ilgili riskleri ölçmektedir.

Hükümet aksiyonları; “hükümet istikrarı”, “sosyoekonomik koşullar” ve “yatırım profili” risk bileşenlerinin toplamından oluşmaktadır. Hükümet istikrarı, hükümetlerin vaatlerini ne ölçüde yerine getirebildiğiyle ve ülkede yönetimin el değiştirme sıklığıyla ilgili riskleri

ele alır. Sosyoekonomik koşullar; işsizlik, yoksulluk, tüketici güveniyle ölçülmektedir. Yatırım profili; kontrat, ödeme, tahsilat gibi iş çevresindeki aksaklıklara ilişkin riskleri ölçmektedir.

Tablo 5.15 Politik risk bileşenleri ve firma yatırımları ilişkisi

| $INV_{i,t+1}$                       | 1                      | 2                          | 3                          | 4                          |
|-------------------------------------|------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|
| <b>Kontrol Değişkenleri</b>         | Evet                   | Evet                       | Evet                       | Evet                       |
| <b>Kurumsal Kalite</b>              | <b>0.02</b><br>(0.045) |                            |                            |                            |
| <b>Çatışma</b>                      |                        | <b>-0.11***</b><br>(0.016) |                            |                            |
| <b>Demokratik Eğilimler</b>         |                        |                            | <b>0.025***</b><br>(0.042) |                            |
| <b>Hükümet Aksiyonları</b>          |                        |                            |                            | <b>-0.45***</b><br>(0.013) |
| <b>Firma Etkisi</b>                 | Evet                   | Evet                       | Evet                       | Evet                       |
| <b>Zaman Etkisi</b>                 | Evet                   | Evet                       | Evet                       | Evet                       |
| <b>Düzeltilmiş <math>R^2</math></b> | 0.09                   | 0.09                       | 0.09                       | 0.09                       |

\*\*\*  $p < 0,01$ , \*\*  $p < 0,05$ , \*  $p < 0,1$ . Paranteze alınmamış değerler regresyon katsayılarını, parantez içindeki değerler firma düzeyinde kümelenerek elde edilmiş dirençli standart hataları ifade etmektedir.

Politik risk bileşenlerine ait derecelendirmeler Tablo 5.14'te yer alan ağırlık değerlerinin toplamından oluşmaktadır. En yüksek değer en riskli durumu, en düşük değer en risksiz durumu yansıtmaya adanmış tüm bileşenler üst sınırdan çıkarılarak analize dahil edilmiştir.

**Kaynak:** Yazarın hesaplamaları.

Politik risk türlerinin firma yatırımlarına etkisini ortaya koymak adına, bahsedilen dört politik risk unsurun firma yatırımlarına etkisi tekrar analiz edilmiş ve Tablo 5.15'te sunulmuştur. Kontrol değişkenlerinin yönü, büyük oranda ana modelden elde edilen bulgulara benzemektedir. Tablo 5.15'te gerek bu sebeple gerekse tablonun hacim olarak düşürülmesi için kontrol değişkenlerine ait bulgulara yer verilmemiştir. Elde edilen bulgulara göre  $H_4$ : “Gelişmekte olan piyasalarda, tüm politik risk bileşenleri, firma yatırımlarını olumsuz etkilemektedir.” hipotezi kabul edilemez. Politik risk unsurları ve yatırım ilişkisi, politik risk unsurlarına göre farklılaşmaktadır. Ek olarak,  $H_{4a}$ : “Kurumsal kalite riski, gelişmekte olan piyasalarda, firma yatırımlarını olumsuz etkiler.” ve  $H_{4c}$ : “Demokratik eğitiler riski, gelişmekte olan piyasalarda, firma yatırımlarını olumsuz etkiler.” hipotezleri kabul edilemez. Kurumsal kalite riski, firma yatırımları üzerinde istatistiki olarak anlamlı bir etkiye sahip değildir. Diğer taraftan kurumsal kalite riskine ilişkin analiz, teorik beklentinin ve hipotezde belirtilen ilişki yönünün aksine bir bulgu göstermektedir.

Tablo 5.15'te yer alan bulgulara göre çatışma ve hükümet aksiyonları bileşenleri firma yatırımları üzerinde olumsuz etkiye sahiptir. Çatışma riskine ait bileşenler daha çok şiddet temalı politik risklerdir. İç karışıklıklar, dış karışıklıklar, etnik gerginlikler ve dini gerginlikler çatışma riskini oluşturmaktadır. Savaş, terör, iç karışıklık, demografik yapıdaki farklılıkların getirdiği olumsuzluklar vb. çatışma riski kapsamına girmektedir. Firmalar bahsedilen risk türleri karşısında yatırımlarını düşürmektedirler.  $H_{4b}$ : “Çatışma riski, gelişmekte olan piyasalarda, firma yatırımlarını olumsuz etkiler.” hipotezi geçerlidir ve reddedilemez.

Firma yatırımları üzerinde negatif etkisi olan bir diğer politik risk unsuru olan hükümet aksiyonları bileşenidir. Hükümet aksiyonları riski, hükümet istikrarı, sosyoekonomik koşullar ve yatırım profili bileşenlerinin toplamıdır. Elde edilen bulgulara göre ülke yönetimlerinin aldıkları kararlar ve gerçekleştirdikleri aksiyonlardan kaynaklı riskler firmaların yatırım düzeylerini olumsuz etkilemektedir.  $H_{4d}$ : “Hükümet aksiyonları riski, gelişmekte olan piyasalarda, firma yatırımlarını olumsuz etkiler.” hipotezi geçerlidir ve reddedilemez.

### 5.5.9. Ülke Düzeyinde Analizler

Tablo 5.16'da yüksek politik riskli olarak sınıflandırılan ülkelere ait regresyon analizleri bulguları yer almaktadır<sup>3</sup>. Politik riskin negatif etkileri; Çin, Meksika, Güney Afrika ve Tayland'da istatistiki olarak anlamlıdır. Endonezya ve Türkiye için yapılan analizlerde ise PR ve INV arasındaki ilişkinin yönü pozitif ve istatistiki olarak anlamlıdır. Diğer ülkelerde (Brezilya, Hindistan, Peru, Filipinler ve Suudi Arabistan) ise PR-INV ilişkisine ait bulgular anlamlı değildir.  $H_5$ : “Yüksek politik riskli olarak sınıflandırılan tüm ülkelerde, firma yatırımları ile politika riski arasındaki ilişki negatiftir.” hipotezi kabul edilemez. PR ve INV arasındaki ilişki analize konu edilen tüm ülkelerde geçerli değildir. PR ve INV ilişkisine ek olarak diğer bağımsız değişkenlerin yönü ve anlamlılık düzeyleri ülkeler arasında farklılaşmaktadır. Elde edilen bulgular, gelişmekte olan piyasalarda yer alan farklı ülkelere mensup firmaların heterojen yapılarına da işaret etmektedir.

<sup>3</sup> Rusya, yüksek politik riskli örnekleme yer almaktadır. Ancak Rusya için yapılan analiz sonuçlarına göre F testi anlamsızdır. Bu sebeple Rusya'ya ait bulgulara yer verilmemiştir.

Tablo 5.16 Politik risk ve firma yatırımları ülke düzeyinde analizler

| $INV_{i,t+1}$     | Brezilya                    | Çin                         | Mısır                       | Hindistan                   | Endonezya                   | Meksika                     |
|-------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| $TQ_{i,t}$        | <b>0.009***</b><br>(0.003)  | <b>0.002***</b><br>(0.000)  | <b>0.001*</b><br>(0.001)    | <b>0.002***</b><br>(0.000)  | <b>0.004***</b><br>(0.001)  | <b>0.012***</b><br>(0.004)  |
| $CF_{i,(t+1)}$    | <b>0.011</b><br>(0.020)     | <b>0.057***</b><br>(0.007)  | <b>-0.024</b><br>(0.040)    | <b>0.010</b><br>(0.012)     | <b>0.029</b><br>(0.019)     | <b>0.064*</b><br>(0.033)    |
| $LEV_{i,t}$       | <b>-0.005</b><br>(0.011)    | <b>-0.021***</b><br>(0.005) | <b>-0.002</b><br>(0.030)    | <b>-0.033***</b><br>(0.006) | <b>-0.029***</b><br>(0.011) | <b>-0.022</b><br>(0.019)    |
| $SIZE_{i,t}$      | <b>-0.012***</b><br>(0.004) | <b>-0.001</b><br>(0.001)    | <b>0.007</b><br>(0.009)     | <b>-0.021***</b><br>(0.002) | <b>-0.007**</b><br>(0.003)  | <b>-0.005</b><br>(0.004)    |
| $NWC_{i,t}$       | <b>0.056***</b><br>(0.012)  | <b>0.017***</b><br>(0.004)  | <b>0.022</b><br>(0.026)     | <b>0.020***</b><br>(0.006)  | <b>-0.006</b><br>(0.011)    | <b>0.032**</b><br>(0.013)   |
| $SG_{i,t}$        | <b>0.004</b><br>(0.005)     | <b>0.008***</b><br>(0.001)  | <b>-0.001</b><br>(0.003)    | <b>0.005***</b><br>(0.001)  | <b>0.011***</b><br>(0.004)  | <b>0.012</b><br>(0.010)     |
| $D\_DIV_{i,t}$    | <b>0.002</b><br>(0.004)     | <b>0.008***</b><br>(0.001)  | <b>0.000</b><br>(0.004)     | <b>0.014***</b><br>(0.002)  | <b>0.006*</b><br>(0.003)    | <b>0.006*</b><br>(0.003)    |
| $GDP_{j,t}$       | <b>-0.224**</b><br>(0.101)  | <b>-0.013</b><br>(0.021)    | <b>-0.164</b><br>(0.295)    | <b>-0.143***</b><br>(0.020) | <b>-0.020</b><br>(0.054)    | <b>-0.155**</b><br>(0.075)  |
| $PR_{j,t}$        | <b>0.307</b><br>(0.453)     | <b>-1.464***</b><br>(0.123) | <b>-0.336</b><br>(0.279)    | <b>-0.099</b><br>(0.092)    | <b>0.146***</b><br>(0.055)  | <b>-0.138*</b><br>(0.073)   |
| Sabit             | <b>0.167</b><br>(0.195)     | <b>0.646***</b><br>(0.042)  | <b>0.058</b><br>(0.210)     | <b>0.477***</b><br>(0.066)  | <b>0.124</b><br>(0.081)     | <b>0.178**</b><br>(0.075)   |
| Düzeltilmiş $R^2$ | 0.19                        | 0.12                        | 0.025                       | 0.11                        | 0.07                        | 0.15                        |
| $INV_{i,t+1}$     | Peru                        | Filipinler                  | S. Arabistan                | G. Afrika                   | Tayland                     | Türkiye                     |
| $TQ_{i,t}$        | <b>0.012*</b><br>(0.007)    | <b>0.001</b><br>(0.000)     | <b>-0.000</b><br>(0.000)    | <b>0.010***</b><br>(0.002)  | <b>0.010***</b><br>(0.002)  | <b>-0.000</b><br>(0.000)    |
| $CF_{i,(t+1)}$    | <b>-0.077*</b><br>(0.041)   | <b>0.015</b><br>(0.037)     | <b>-0.115**</b><br>(0.053)  | <b>0.017</b><br>(0.022)     | <b>-0.043***</b><br>(0.016) | <b>-0.013</b><br>(0.022)    |
| $LEV_{i,t}$       | <b>-0.037</b><br>(0.030)    | <b>0.028</b><br>(0.025)     | <b>0.061</b><br>(0.062)     | <b>-0.014</b><br>(0.017)    | <b>-0.009</b><br>(0.011)    | <b>-0.023</b><br>(0.020)    |
| $SIZE_{i,t}$      | <b>-0.020**</b><br>(0.009)  | <b>-0.008</b><br>(0.005)    | <b>-0.067***</b><br>(0.016) | <b>-0.004</b><br>(0.004)    | <b>-0.011***</b><br>(0.003) | <b>-0.017***</b><br>(0.005) |
| $NWC_{i,t}$       | <b>0.008</b><br>(0.020)     | <b>0.025</b><br>(0.016)     | <b>0.063**</b><br>(0.030)   | <b>-0.011</b><br>(0.015)    | <b>0.006</b><br>(0.009)     | <b>0.030*</b><br>(0.015)    |
| $SG_{i,t}$        | <b>0.023***</b><br>(0.009)  | <b>0.000</b><br>(0.001)     | <b>0.004</b><br>(0.004)     | <b>-0.000</b><br>(0.003)    | <b>0.008***</b><br>(0.003)  | <b>0.001</b><br>(0.003)     |
| $D\_DIV_{i,t}$    | <b>-0.000</b><br>(0.007)    | <b>0.001</b><br>(0.004)     | <b>0.002</b><br>(0.006)     | <b>-0.001</b><br>(0.004)    | <b>0.007**</b><br>(0.003)   | <b>-0.010**</b><br>(0.004)  |
| $GDP_{j,t}$       | <b>-0.148</b><br>(0.129)    | <b>-0.140*</b><br>(0.077)   | <b>-1.238</b><br>(1.684)    | <b>-0.394***</b><br>(0.107) | <b>-0.015</b><br>(0.028)    | <b>5.198***</b><br>(1.253)  |
| $PR_{j,t}$        | <b>0.069</b><br>(0.921)     | <b>0.638</b><br>(0.499)     | <b>1.765</b><br>(2.857)     | <b>-1.604***</b><br>(0.367) | <b>-0.188***</b><br>(0.050) | <b>6.590***</b><br>(1.578)  |
| Sabit             | <b>0.423**</b><br>(0.205)   | <b>-0.068</b><br>(0.211)    | <b>0.797</b><br>(0.847)     | <b>0.671</b><br>(0.113)     | <b>0.316***</b><br>(0.047)  | <b>-2.758***</b><br>(0.743) |
| Düzeltilmiş $R^2$ | 0.13                        | 0.06                        | 0.184                       | 0.144                       | 0.095                       | 0.04                        |

\*\*\*  $p < 0,01$ , \*\*  $p < 0,05$ , \*  $p < 0,1$ . Paranteze alınmamış değerler regresyon katsayılarını, parantez içindeki değerler firma düzeyinde kümelenerek elde edilmiş dirençli standart hataları ifade etmektedir.

Politik risk derecelendirmeleri Belkhir vd. (2017) takip edilerek [0-100] arasında [minimum-maksimum] değer aralığını yansıtacak şekilde dönüştürüldükten sonra analize dahil edilmiştir.

Tüm modeller, zaman ve firma etkisini içermektedir.

**Kaynak:** Yazarın hesaplamaları.

TQ ve INV ilişkisi incelendiğinde elde edilen bulgular Q teorisini doğrular niteliktedir. TQ ve INV arasındaki ilişki Türkiye ve Suudi Arabistan dışında kalan ülkelerde pozitiftir. Bu ilişki elde edilen regresyon katsayısına göre değerlendirildiğinde en güçlü ilişki, Meksika ve Peru’da gözlenmektedir.

Firma yatırımlarını açıklamada bir diğer önemli değişken olan nakit akışlarına ait bulgulara ise ülkeler arasında tutarsızlıklar söz konusudur. CF ve INV arasındaki ilişki sadece Çin ve Meksika’da pozitiftir. Yukarıda bahsedildiği gibi, PR ve INV ilişkisinin negatif gözlemlendiği ülkeler arasında Çin ve Meksika’da yer almaktadır. Politik riskin firma yatırımlarını negatif etkilediği ülkelerde nakit akışlarının önemi artmaktadır.

#### 5.5.10. Alternatif Politik Risk Ölçümüne Göre Bulgular

Araştırmada politik risk ölçümleri için ICRG derecelendirmeleri kullanılmıştır. Literatürde yer alan araştırmalarda ICRG’ye alternatif olarak net bir yaklaşım gözlenmemektedir. Belkhir vd. (2017), ICRG politik risk derecelendirmesine alternatif olarak Dünya Bankası tarafından hazırlanan WGI göstergelerinin bir alt unsuru olan “politik istikrar ve şiddet/terörizm yokluğu” derecelendirmesini kullanmıştır. A. T. Le ve Tran (2021) ise Caldara ve Iacoviell (2022) tarafından geliştirilen jeopolitik risk endeksine alternatif olarak ICRG politik risk derecelendirmelerini kullanmıştır. Her iki yaklaşım da politik riski şiddet temalı olaylarla sınırlamaktadır. Ancak ICRG politik risk derecelendirmesinde yer alan unsurlar ülkelerin yönetim, bürokrasi ve hukuk düzenine dair derecelendirmeleri de içermektedir. Bu doğrultuda alternatif politik risk ölçümü olarak WGI göstergelerinin toplamı analizlere dahil edilmiştir. WGI göstergelerinde yer alan derecelendirmeler, ICRG’de yer alan unsurlara benzer özellikler göstermektedir. WGI göstergelerinde yer alan derecelendirmeler aşağıdaki gibidir:

- Siyasal istikrar, şiddet-terör yokluğu,
- Yolsuzlukların kontrolü,
- Hükümet etkinliği,
- Regülasyon kalitesi,
- Hukukun üstünlüğü,

Endeksin metodolojisi ve endekste yer alan alt unsurlar kısaca şu şekildedir (Kaufmann vd., 2011: 220-246): Endeks, 1996 yılından itibaren iki yüzü aşkın ülke için

hazırlanmakta ve yönetişime ilişkin alt kırılımlar ile derecelendirme yoluna gitmektedir., Alt kırılımlara ait göstergeler, kamu, özel sektör ve sivil toplum kuruluşlarını kapsayan çok geniş bir havuzdan toplanan anket verileriyle hesaplanmaktadır. Endekse ait değerler yıllık olarak hesaplandıktan sonra her ülkeye ait hata marjları da raporlanmaktadır. Veri erişiminin güç olduğu ülkelerde, endekse ait değerlerin güvenilirliği nispeten düşük, hata marjları ise yüksektir. Endekste yer alan unsurlar, -2.5 ile 2.5 arasında derecelendirilerek raporlanmaktadır. Alternatif politik risk ölçümü için yukarda yer alan Dünya Bankası yönetim göstergelerinin toplamı kullanılmıştır. Derecelendirmelerin toplamı WGI değişkenini oluşturmaktadır. WGI değişkeniyle yapılan analiz bulguları Tablo 5.17’de yer almaktadır.

Tablo 5.17 Alternatif politik risk ölçümüne göre regresyon bulguları

| <b>INV<sub>i,t+1</sub></b>       | <b>Alternatif<br/>Politik Risk</b> | <b>Alternatif<br/>Politik Risk (WLS)</b> |
|----------------------------------|------------------------------------|------------------------------------------|
| <b>TQ<sub>i,t</sub></b>          | <b>0.001***</b><br>(0.000)         | <b>0.001***</b><br>(0.000)               |
| <b>CF<sub>i,(t+1)</sub></b>      | <b>0.080***</b><br>(0.004)         | <b>0.048***</b><br>(0.007)               |
| <b>LEV<sub>i,t</sub></b>         | <b>-0.014***</b><br>(0.003)        | <b>-0.007</b><br>(0.005)                 |
| <b>SIZE<sub>i,t</sub></b>        | <b>-0.004***</b><br>(0.001)        | <b>-0.008***</b><br>(0.001)              |
| <b>NWC<sub>i,t</sub></b>         | <b>0.024***</b><br>(0.003)         | <b>0.023***</b><br>(0.004)               |
| <b>SG<sub>i,t</sub></b>          | <b>0.003***</b><br>(0.000)         | <b>0.003***</b><br>(0.001)               |
| <b>D_DIV<sub>i,t</sub></b>       | <b>0.007***</b><br>(0.001)         | <b>0.003**</b><br>(0.001)                |
| <b>GDP<sub>j,t</sub></b>         | <b>0.091***</b><br>(0.013)         | <b>0.104***</b><br>(0.018)               |
| <b>WGI<sub>j,t</sub></b>         | <b>-0.004***</b><br>(0.001)        | <b>-0.001*</b><br>(0.001)                |
| <b>Firma Etkisi</b>              | <b>Evet</b>                        | <b>Evet</b>                              |
| <b>Zaman Etkisi</b>              | <b>Evet</b>                        | <b>Evet</b>                              |
| <b>Düzeltilmiş R<sup>2</sup></b> | 0.10                               | 0.08                                     |

\*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1.

Paranteze alınmamış değerler regresyon katsayılarını, parantez içindeki değerler firma düzeyinde kümelenerek elde edilmiş dirençli standart hataları ifade etmektedir.

**Kaynak:** Yazarın hesaplamaları.

Tablo 5.17’de yer alan WGI değişkeniyle elde edilen bulgular ana politik risk değişkeniyle elde edilen bulgulara paraleldir. Örnekleme baskın olan ülkelerin analizde yanlış sonuçlar doğurma ihtimaline karşı yapılan ağırlıklı regresyon analizi bulgularında

WGI'nin firma yatırımlarına olumsuz etkisi yüzde 10 anlamlılık düzeyinde geçerliliğini korumaktadır.



## SONUÇ

Firmalar belirsizlik ve risk altında yatırım kararları vermede çekingen davranmaktadır. Bu duruma ilişkin yerleşik ve güçlü bir literatür söz konusudur (An vd., 2016; Julio ve Yook, 2012). Politik riskler firmaların yatırım kararlarını olumsuz etkilemektedir (W. Choi vd., 2022). Yerleşik literatürden elde edilen genel çıkarıma rağmen kimi araştırmacılar politik risklerin sermaye harcamalarını artırdığını savunmaktadır. Artan sermaye maliyetleri karşısında geç kalmak istemeyen yöneticiler politik risklere rağmen yatırım kararı verebilmektedirler (P. Banerjee ve Dutta, 2022:1).

İşletmeler, faaliyetlerini sürekli kılma, yatay-dikey büyüme, etkinlik ve verimlilik artışı gibi çeşitli motivasyonlarla duran varlık edinimine giderler. Sermaye harcamaları yoluyla gerçekleştirilen bu satın almalar işletme finansmanı literatüründe firma yatırımları olarak ele alınmaktadır. Firma yatırımlarında etkili olan faktörlere ilişkin geliştirilen teorik çerçeve oldukça zengin bir ampirik literatürle desteklenmiştir. Politik riskler beraberinde belirsizlikleri getirmektedir. Bu durum sermaye maliyetini artırmakta ve firmaların optimal yatırım seviyesinin altında kalmalarına sebep olmaktadır (P. Banerjee ve Dutta, 2022; W. Choi vd., 2022).

Yatırım düzeyinde belirleyici olan firmaya özgü faktörler oldukça geniş bir düzlemde ele alınmaktadır. Ancak büyüme olanakları ve finansal kısıtlar bu faktörler arasında en çok öne çıkan faktörlerdir. Firmaların faaliyet gösterdikleri dış çevreye özgü riskler ise ülkelerin ekonomik koşulları ve maruz kaldıkları sistematik risk faktörlerinden oluşmaktadır. Bahsedilen sistematik risk faktörleri arasında politik riskler önemli bir yer tutmaktadır.

Politik risk ve firma yatırımları üzerine geliştirilen teorik çerçeve iki yönlü ele alınabilir. Birinci yaklaşım, politik riskin sermaye bütçeleme süreçlerine etkisini konu edinmektedir. Bu çalışmalarda politik riskin sermaye bütçeleme süreçlerindeki rolü ve sermaye maliyetine etkisi ele alınmaktadır. İkinci yaklaşımda ise politik risk ve türevlerinin sonuçları ele alınarak yatırım düzeylerine etkisi konu edilmektedir.

Tez çalışması kapsamında ele alınan temel araştırma sorusu, politik riskin firma yatırımlarına etkisi üzerine geliştirilmiştir. Araştırma örneklemini geliştirmekte olan

piyasalarda faaliyet gösteren halka açık firmalardan oluşturulmuştur. Buna ilişkin temel teorik gerekçe, politik riskleri de kapsayan ülke riskinin gelişmekte olan piyasa olarak sınıflandırılan ülkelerde daha yoğun ve şiddetli bir şekilde gözlemleniyor olmasıdır. Araştırma periyodu ise 2001-2021 arası dönemdir. Örneklemde yer alan firmaların faaliyet gösterdikleri ülkeler, BAE, Brezilya, Şili, Çin, Mısır, Yunanistan, Hindistan, Endonezya, Güney Kore, Kuveyt, Malezya, Meksika, Peru, Filipinler, Polonya, Rusya, Suudi Arabistan, Güney Afrika, Tayvan, Taylan ve Türkiye'dir.

Gelişmekte olan piyasalar benzer risk-getiri profillerine sahip piyasalardır. Bu yönden ele alındıklarında kısmen homojen bir yapı gösterirler. Diğer taraftan bu piyasalar sahip oldukları politik risk kaynaklarına göre incelendiklerinde homojen bir yapıdan söz edilemez. Örneklemde yer alan ülkelerin bir kısmında politik riskler yoğun gözlenmekte iken bir kısmında ise nispeten sakin bir politik ortam söz konusudur. Buna ek olarak aynı ülkede faaliyet gösteren firmaların da çeşitli faktörlerden dolayı politik risklere karşı reaksiyonları farklı olabilecektir. Bu durum araştırmanın genelden özele bir yaklaşımla ele alınması gerekliliğini doğurmuştur. Politik riskin etkileri öncelikle örneklemde yer alan tüm ülkeler için test edilmiştir. Devamında ise araştırma periyodunda ve örneklemde çeşitli faktörlere göre düzenlemelere gidilerek ek analizler yapılmıştır. Böylelikle tez çalışması kapsamında ele alınan araştırma sorusuna daha kapsamlı bir şekilde yanıt aranmıştır.

Araştırmadan elde edilecek genel çıkarım, gelişmekte olan piyasalarda politik risklerin yatırım düzeylerine etki ettiği şeklindedir. Ancak yapılan ek analizlerle erişilen argümanlar, bu ilişkiyi genellenebilir kılmanın güç olduğuna işaret etmektedir. Araştırmanın firma yatırımları, politik risk ilişkisine dair verdiği başlıca yanıtlar şu şekildedir:

- Politik risk ve firma yatırımları arasındaki ilişki, ülkelerin politik risk düzeylerine göre anlamlı bir şekilde farklılaşmaktadır. Ancak araştırma örnekleminde genelden özele doğru inildikçe, politik risk ve yatırım arasındaki negatif ilişkiyi açıklamak için kullanılan politik risklilik düzeyi gücünü yitirmektedir. Bunun yerine firmalara özgü faktörler öne çıkmaktadır.
- Politik risk ve yatırım arasındaki negatif ilişki yüksek politik risk örnekleminde geçerlidir. Ancak bu örnekleminde yer alan ülke düzeyinde analizlerden elde edilen

bulgulara göre politik riskin firma yatırımlarına negatif etkisi sadece Çin, Meksika, Güney Afrika ve Tayland'da gözlenmiştir.

- Politik risk ve firma yatırımları ilişkisinde, likidite düzeyi ve duran varlık yoğunluğu, belirleyici faktörler arasında yer almaktadır. Artan likidite düzeyi, politik riskin negatif etkilerini elimine etmektedir. Öte yandan, duran varlık yoğunluğu yüksek olan firmalarda, politik riskin negatif etkisi daha belirgindir.
- Politik risk türlerine göre yapılan incelemelerde, şiddet temalı politik risk türleri ve ülke yönetimlerinin aldıkları kararlardan kaynaklı politik riskler öne çıkmaktadır.
- Duran varlık yoğunluğu fazla olan sektörlerde, politik risk ve yatırım ilişkisi daha belirgindir. Teknoloji ve sağlık gibi beşerî sermayenin görece daha çok öne çıktığı sektörler, politik risklerden daha az etkilenmektedir.
- Finansal esneklik, politik riskin negatif etkilerini elimine etmemektedir.
- Optimal yatırım düzeyinin altında kalan firmalarda, politik risk ve yatırım ilişkisi negatiftir. Politik risk, firmaların yatırım verimliliğini düşürmekte ve eksik yatırım (underinvestment) sorununa yol açmaktadır.

Araştırma kapsamında politik risklerin firma yatırımlarına olumsuz etkilerine dair bulgulara erişilmiştir. Ancak bu yönde elde edilen bulgular örnekleme yer alan tüm ülkeler için geçerli değildir. Yukarıda değinildiği gibi gelişmekte olan piyasalar politik risklere maruz kalma açısından farklı özellikler göstermektedirler. Bu doğrultuda araştırma örnekleminde yüksek politik risk örnekleme ve düşük politik risk örnekleme şeklinde düzenlemeye gidilerek analizler tekrar yapılmıştır. Yüksek politik risk örnekleme ve düşük politik risk örnekleme ilişkin ayırmda ülkelerin araştırma periyodundaki politik risk ortalamaları gözetilmiştir. Bu doğrultuda ICRG tarafından yapılan politik risk derecelendirmelerine göre otuz ve üzeri ortalama değer alan ülkeler yüksek politik riskli şeklinde otuzun altında değer alan ülkeler ise düşük politik riskli şeklinde sınıflandırılmıştır<sup>4</sup>. Yüksek politik risk örnekleminde yer alan ülkeler, Brezilya, Çin, Mısır, Hindistan, Meksika, Peru, Filipinler, Rusya, Suudi Arabistan, Güney Afrika, Tayland ve Türkiye'dir. Düşük politik risk örnekleminde yer alan ülkeler ise Polonya,

<sup>4</sup> ICRG orijinal metodolojisinde politik risk derecelendirmeleri 0-100 arasında en yüksek-en düşük politik riskli şeklinde sınıflandırılmaktadır. Araştırmanın metodoloji bölümünde değinildiği üzere bu değerler yüzden çıkarılarak 0-100 aralığı, en düşük-en yüksek politik riski yansıtacak şekilde dönüştürülmüştür.

Katar, Tayvan, BAE, Şili, Yunanistan, Güney Kore, Kuveyt ve Malezya'dır. Yüksek politik risk örnekleminde politik riskin firma yatırımlarına etkisi negatif iken düşük politik risk örnekleminde bu yönde bir ilişki tespit edilmemiştir.

Araştırma kapsamında, alt örneklem gruplarına göre yapılan analizlerde gözetilen bir diğer husus 2008 Krizi'dir. Finansal kriz sonrası yaşanan likidite bolluğu firmaların yatırım davranışları üzerinde önemli etkiler bırakmıştır. Bu sebeple analizler kriz öncesi periyot, kriz periyodu ve kriz sonrası periyot için tekrar edilmiştir. PR ve INV ilişkisi tüm örneklem için yapılan analizde her üç periyotta da geçerliliğini korumuştur. Ancak baskın örneklem sorununa karşı uygulanan WLS metoduna göre PR ve INV arasındaki ilişki sadece kriz öncesinde geçerlidir. Diğer taraftan yüksek politik risk örneklemini ve düşük politik risk örneklemini için yapılan analizlere göre PR-INV arasındaki negatif ilişki yüksek politik risk örnekleminde geçerliliğini korumuştur.

Firmaların mensubu oldukları sektörlerin risk ve belirsizlik karşısında reaksiyonları farklı olabilmektedir. Bu doğrultuda politik risk ve yatırım ilişkisi seçilmiş sektörler için tekrar analiz edilmiştir. Sektörler için yapılan analizlerin sonuçlarına göre negatif PR-INV ilişkisi; lojistik, imalat-sanayi, perakendecilik ve madencilik sektörlerinde gözlenmiştir.

Finansal esneklik ve yatırım verimliliği kavramları, firmaların yatırım dinamiklerini açıklamak için sıklıkla başvurulmuş iki kavramdır. Finansal esneklik, firmaların finansal açıdan sıkıntıya düşmeden edinebilecekleri yabancı kaynak tutarıyla, mevcut yabancı kaynak tutarı arasındaki olumlu farkı ifade eder. Yatırım verimliliği kavramı ise optimal yatırım tutarıyla ilişkilidir. Yatırım verimliliği kavramına göre yatırımlar büyümenin bir fonksiyonudur ve firmaların optimal yatırım seviyeleri tahmin edilebilir. Araştırma örnekleminde yer alan firmalar, finansal esnekliğe sahip olmalarına ve optimal yatırım miktarının altında/üstünde yatırım yapmalarına göre ikiye bölünerek analizler detaylandırılmıştır.

Finansal esnekliğe sahip firmalarda, politik riskin yatırımlara etkisi negatiftir. Firmaların yabancı kaynak kullanabilme kabiliyetine sahip olmaları, politik riskin negatif etkilerini ortadan kaldırmamaktadır. Firmalar, politik riskler karşısında, yabancı kaynak kullanabilme yetisine sahip olmalarına rağmen yatırımlarını düşürmektedir.

Firmalar, optimal yatırım düzeylerine göre yapılan analizlerde eksik yatırım yapanlar ve fazla yatırım yapanlar şeklinde iki grupta incelenmişlerdir. Eksik yatırım yapan firmalarda, PR ve INV arasında negatif ve istatistiki olarak anlamlı bir bulgu elde edilmiştir. Politik riskler, firmaların optimal yatırım düzeyinin altında kalmalarında önemli bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır.

Yukarıda değinildiği gibi analizler, araştırma örnekleminde genelden özele doğru bir yol izlenerek genişletilmiştir. Bu doğrultuda yüksek politik risk örneklemini için ülke düzeyinde ek analizler yapılmıştır. Bu analizlerden elde edilen bulgular politik risk ve yatırım arasındaki negatif ilişkiyi sınırlı sayıda ülke için geçerli kılmaktadır. Politik risk ve yatırım arasındaki negatif ilişki Çin, Meksika, Güney Afrika ve Tayland'da gözlenmiştir.

Politik risk birçok farklı kaynaktan beslenmektedir. Araştırmada kullanılan ICRG politik risk derecelendirmesi kapsamlı bir politik risk tahmini sunmaktadır. Bekaert vd. (2005) ICRG metodolojinde yer alan on iki politik risk bileşenini, çatışma, yönetim kalitesi, demokratik eğilimler, hükümet aksiyonları olmak üzere tekrar sınıflandırmıştır. Araştırmada, bu sınıflandırma kullanılarak politik risk türlerinin yatırımlara etkisi test edilmiştir. Elde edilen bulgulara göre çatışma ve hükümet aksiyonları riskleri firma yatırımlarını olumsuz etkilemektedir.

Araştırma kapsamında politik risk ve firma yatırımları ilişkisi üzerine elde edilen sonuçlar genel hatlarıyla yukarıdaki gibi sunulmuştur. Bu doğrultuda firmalar için geliştirilen öneriler şu şekildedir:

- Politik risklerin firma yatırımlarına olumsuz etki ettiği ülkelerde, sermaye bütçeleme süreçlerine politik risklerin dahil edilmesi gerekmektedir. Özellikle şiddet temalı ve ülke yönetimlerinden kaynaklı riskler öz sermaye maliyeti hesaplamalarında veya nakit akışı tahminlerinde gözetilmelidir.
- Elde edilen bulgulara göre bir takım politik riskler, firma yatırım düzeyinde pozitif etki yapmaktadır. Öte yandan, politik risklere rağmen yapılacak yatırımlar, firma değerini olumsuz etkileyebilir. Ek olarak, bu yatırımlardan beklenen nakit akımlarının kesintiye uğrama ihtimali vardır. Firmaların sermaye bütçeleme

süreçlerine, politik riskleri ve politik risklere ait unsurları dahil etmeleri daha sağlıklı yatırım kararları verebilmeleri adına önemlidir.

- Yüksek likidite politik risklerin olumsuz etkilerini elimine etmektedir. Bu durum nakit bulundurma düzeyine ilişkin verilecek kararlarda, politik risklerin gözetilmesi gerektiğine işaret etmektedir.
- Finansal esnekliğe sahip firmalarda politik risklerin etkisi yatırımlara etkisi negatiftir. Bu firmalar borçlanma yetilerini kullanmamaktadır. Finansal esnekliğe sahip firmalar dış finansman yolunu tercih ederek daha fazla yatırım olanağına sahip olabilirler.

Politik risklere göre finansman politikası belirlenmesinde sorumlular firma yöneticileridir. Diğer taraftan politik risklerin azaltılmasında ana sorumlu ülke yönetimleridir. Politik riskler, gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren firmaların optimal yatırım düzeyinin altında kalmalarına sebep olmaktadır. Politik risklerin düşürülmesi, firmaların daha fazla sermaye harcaması yapmalarına olanak sağlayacaktır. Bu durum ülkelerin genel makro ekonomik performanslarına olumlu yönde katkıda bulunacaktır.

Araştırma, ampirik açıdan birtakım kısıtları barındırmaktadır. Araştırmanın ampirik yönüne ait iki kısıttan söz edilebilir. Araştırma periyodunun uzun olması, GMM tahmincisiyle elde edilen bulgulara araç değişkenlerin geçerliliğine dair sonuç vermemiştir. GMM analizine ilişkin farklı spesifikasyonlar uygulanmış ancak Hansen ve Sargan testlerinden elde edilen bulgulara iyileşme gözlenmemiştir. Daha kısa periyotlar için yapılan analizlerde bu kısıt ortadan kaldırılmış ancak araştırmanın sabit etkiler tahmincisine göre yapılan analizleriyle araştırma periyodu açısından tutarlılık sağlanamadığı için bu analizler raporlanmamıştır. Diğer taraftan araştırma kapsamında ICRG politik risk derecelendirmeleri kullanılmıştır. Literatürde yaygın kullanılan alternatif bir politik risk derecelendirmesi yer almadığı için elde edilen bulgular sağlamlık testine imkân veren analizler ile desteklenememiştir. Buna ilişkin yapılan tek analiz Dünya Bankası yönetim derecelendirmelerinden türetilen alternatif bir politik risk ölçümüyle sınırlıdır. Bu durum araştırmanın bir diğer ampirik kısıtıdır.

## KAYNAKÇA

- Adu-Ameyaw, E., Danso, A., & Hickson, L. (2022). Growth opportunity and investment policy: The role of managerial incentives. *Managerial and Decision Economics*, 43(8), 3634-3646. <https://doi.org/10.1002/mde.3619>
- Ahmad, M. F., Aziz, S., El-Khatib, R., & Kowalewski, O. (2023). Firm-level political risk and dividend payout. *International Review of Financial Analysis*, 86, 102546. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102546>
- Ajide, F. M. (2017). Firm-specific, and institutional determinants of corporate investments in Nigeria. *Future Business Journal*, 3(2), 107-118. <https://doi.org/10.1016/j.fbj.2017.05.002>
- Akca, T., Karan, M. B., & Yıldız, Y. (2021). The Effect of Financial Leverage on Investment Decisions: The Evidence from Emerging Markets. İçinde H. Dinçer & S. Yüksel (Ed.), *Contributions to Finance and Accounting: C. Part F209* (ss. 137-150). Springer International Publishing. [https://doi.org/10.1007/978-3-030-68612-3\\_10](https://doi.org/10.1007/978-3-030-68612-3_10)
- Aksöyek, İ., & Yalçın, K. (2014). *Çözümlü Problemleriyle Finansal Yönetim* (2. Baskı). İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- Alam, A. W., Houston, R., & Farjana, A. (2023). Geopolitical risk and corporate investment: How do politically connected firms respond? *Finance Research Letters*, 53. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.103681>
- Ali, F., Ullah, M., Ali, S. T., Yang, Z., & Ali, I. (2022). Board Diversity and Corporate Investment Decisions: Evidence from China. *SAGE Open*, 12(2). <https://doi.org/10.1177/21582440221104089>
- Almeida, H., & Campello, M. (2007). Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment. *Review of Financial Studies*, 20(5), 1429-1460.
- Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. S. (2004). The cash flow sensitivity of cash. *Journal of Finance*, 59(4), 1777-1804. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00679.x>
- Alon, I. (1996). The nature and scope of political risk. İçinde E. W. Stuart, K. J. Ortinau, & E. M. Moore (Ed.), *Marketing: Moving toward the 21st century* (ss. 359-364). SC: Southern Marketing Association.
- Alon, I., & Martin, M. A. (1998). A normative model of macro political risk assessment. *Multinational Business Review*, Fall, 10-19.

- Altug, S. G., Demers, F. S., & Demers, M. (2007). Political risk and irreversible investment. *CESifo Economic Studies*, 53(3), 430-465. <https://doi.org/10.1093/cesifo/ifm014>
- Amore, M. D., & Corina, M. (2021). Political elections and corporate investment: International evidence. *Journal of International Business Studies*, 52(9), 1775-1796. <https://doi.org/10.1057/s41267-021-00421-6>
- An, H., Chen, Y., Luo, D., & Zhang, T. (2016). Political uncertainty and corporate investment: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 36, 174-189. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.11.003>
- Anderson, H. D., Liao, J., & Yue, S. (2022). Financial expert CEOs, political intervention, and corporate investment decisions: evidence from the anti-corruption campaign. *International Journal of Managerial Finance*, 18(3), 562-593. <https://doi.org/10.1108/IJMF-12-2020-0622>
- Andor, G., Mohanty, S. K., & Toth, T. (2015). Capital budgeting practices: A survey of Central and Eastern European firms. *Emerging Markets Review*, 23, 148-172. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2015.04.002>
- Andrés, P. de, Fuente, G. de, & San Martín, P. (2015). Capital budgeting practices in Spain. *BRQ Business Research Quarterly*, 18(1), 37-56. <https://doi.org/10.1016/j.brq.2014.08.002>
- Arslan-Ayaydin, Ö., Florackis, C., & Ozkan, A. (2014). Financial flexibility, corporate investment and performance: Evidence from financial crises. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 42(2), 211-250. <https://doi.org/10.1007/s11156-012-0340-x>
- Baddeley, M. C. (2003). Accelerator theory. İçinde M. C. Baddeley (Ed.), *Investment* (ss. 47-56). Macmillan Education UK. [https://doi.org/10.1007/978-1-4039-1864-2\\_4](https://doi.org/10.1007/978-1-4039-1864-2_4)
- Bakri, A., Fifield, S. G. M., & Power, D. M. (2022). Capital budgeting practices and political risk: evidence from Lebanon. *Qualitative Research in Financial Markets*, 14(3), 483-504. <https://doi.org/10.1108/QRFM-11-2020-0224>
- Baltagi, B. (2005). Econometric analysis of panel data. İçinde *Vasa* (3. Edition). Econometric Analysis of Panel Data.
- Banerjee, P., & Dutta, S. (2022). The effect of political risk on investment decisions. *Economics Letters*, 212. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2022.110301>
- Banerjee, R., Gupta, K., & Krishnamurti, C. (2022). Does corrupt practice increase the implied cost of equity? *Journal of Corporate Finance*, 73. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2022.102191>

- Batra, R., & Verma, S. (2017). Capital budgeting practices in Indian companies. *IIMB Management Review*, 29(1), 29-44. <https://doi.org/10.1016/j.iimb.2017.02.001>
- Bekaert, G., Harvey, C. R., & Lundblad, C. (2005). Does financial liberalization spur growth? *Journal of Financial Economics*, 77(1), 3-55. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.05.007>
- Bekaert, G., Harvey, C. R., Lundblad, C. T., & Siegel, S. (2014). Political risk spreads. *Journal of International Business Studies*, 45(4), 471-493. <https://doi.org/10.1057/jibs.2014.4>
- Bekaert, G., Harvey, C. R., Lundblad, C. T., & Siegel, S. (2016). Political risk and international valuation. *Journal of Corporate Finance*, 37, 1-23. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.12.007>
- Belghitar, Y., & Clark, E. (2013). Capital Budgeting with Political/Country Risk. İçinde H. K. Baker & P. English (Ed.), *Capital Budgeting Valuation: Financial Analysis for Today's Investment Projects* (ss. 241-257). John Wiley & Sons. <https://doi.org/10.1002/9781118258422.ch13>
- Belkhir, M., Boubakri, N., & Grira, J. (2017). Political risk and the cost of capital in the MENA region. *Emerging Markets Review*, 33, 155-172. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2017.08.002>
- Ben-Nasr, H., Boubakri, N., & Cosset, J. C. (2012). The Political Determinants of the Cost of Equity: Evidence from Newly Privatized Firms. *Journal of Accounting Research*, 50(3), 605-646. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2011.00435.x>
- Bennouna, K., Meredith, G. G., & Marchant, T. (2010). Improved capital budgeting decision making: Evidence from Canada. *Management Decision*, 48(2), 225-247. <https://doi.org/10.1108/00251741011022590>
- Berber, M. (2019). *Makro İktisat* (3. Baskı). Celepler Basın Yayın Dağıtım.
- Bhullar, P. S., & Gupta, P. K. (2024). Investigating the Antecedents of Corporate Governance Influencing the Investment Efficiency of Firms: A Synthesis of Literature and Future Research Agenda. *Indian Journal of Corporate Governance*, 17(2), 160-181. <https://doi.org/10.1177/09746862241277263>
- Bliss, M. A., Goodwin, J. A., Gul, F. A., & Wong, A. (2018). The association between cost of debt and Hong Kong politically connected firms. *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 14(3), 321-334. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2018.10.001>

- Bliss, M. A., & Gul, F. A. (2012). Political connection and cost of debt: Some Malaysian evidence. *Journal of Banking and Finance*, 36(5), 1520-1527. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.12.011>
- Blundell, R., Bond, S., Devereux, M., & Schiantarelli, F. (1992). Investment and Tobin's Q. Evidence from company panel data. *Journal of Econometrics*, 51(1-2), 233-257. [https://doi.org/10.1016/0304-4076\(92\)90037-R](https://doi.org/10.1016/0304-4076(92)90037-R)
- Bond, S., & Meghir, C. (1994). Financial Constraints and Company Investment. *Fiscal Studies*, 15(2), 1-18. <https://doi.org/10.1111/j.1475-5890.1994.tb00194.x>
- Borisova, G., Fotak, V., Holland, K., & Megginson, W. L. (2015). Government ownership and the cost of debt: Evidence from government investments in publicly traded firms. *Journal of Financial Economics*, 118(1), 168-191. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.06.011>
- Botosan, C. A. (1997). Disclosure level and the cost of equity capital. *Accounting Review*, 72(3), 323-349.
- Boubakri, N., Guedhami, O., Mishra, D., & Saffar, W. (2012). Political connections and the cost of equity capital. *JOURNAL OF CORPORATE FINANCE*, 18(3), 541-559. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.02.005>
- Bremmer, I., & Keat, P. (2010). *The fat tail: The power of political knowledge in an uncertain world*. Oxford University Press.
- Caldara, D., & Iacoviell, M. (2022). Measuring Geopolitical Risk. *American Economic Review*, 112(4), 1194-1225. <https://doi.org/10.1257/aer.20191823>
- Cashman, G. D., Harrison, D. M., & Seiler, M. J. (2016). Capital Structure and Political Risk in Asia-Pacific Real Estate Markets. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 53(2), 115-140. <https://doi.org/10.1007/s11146-013-9436-x>
- Cashman, G. D., Harrison, D. M., & Sheng, H. (2015). Political Risk and the Cost of Capital in Asia-Pacific Property Markets. *International Real Estate Review*, 18(3), 331-364. <https://doi.org/10.53383/100205>
- Chambers, N. (2005). Gerçek opsiyonların fiyatlandırılması. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 26, 70-80.
- Chang, T., Deng, X., Zuo, J., & Yuan, J. (2018). Political Risks in Central Asian Countries: Factors and Strategies. *Journal of Management in Engineering*, 34(2). [https://doi.org/10.1061/\(asce\)me.1943-5479.0000588](https://doi.org/10.1061/(asce)me.1943-5479.0000588)

- Chen, F., Hope, O. K., Li, Q., & Wang, X. (2011). Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets. *Accounting Review*, 86(4), 1255-1288. <https://doi.org/10.2308/accr-10040>
- Chen, H., Liao, H., Tang, B. J., & Wei, Y. M. (2016). Impacts of OPEC's political risk on the international crude oil prices: An empirical analysis based on the SVAR models. *Energy Economics*, 57, 42-49. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2016.04.018>
- Chen, P. J., & Hsu, C. Y. (2022). CEO optimism, CEO selection, compensation, and corporate investment decision: The case of CEOs who were rehired as CEOs by another firms after turnover. *North American Journal of Economics and Finance*, 63. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2022.101797>
- Chen, T. F., Kwok, W. C., & Wong, G. (2021). Does the q theory of investment work well in China? *Pacific Basin Finance Journal*, 68, 101595. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2021.101595>
- Chen, Y. (2022). Does political turnover affect corporate investment? Evidence from China. *Emerging Markets Review*, 51. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2021.100865>
- Choi, I. (2001). Unit root tests for panel data. *Journal of International Money and Finance*, 20(2), 249-272. [https://doi.org/10.1016/S0261-5606\(00\)00048-6](https://doi.org/10.1016/S0261-5606(00)00048-6)
- Choi, W., Chung, C. Y., & Wang, K. (2022). Firm-level political risk and corporate investment. *Finance Research Letters*, 46. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102307>
- Cizkowicz, P., & Rzońca, A. (2013). Does inflation Harm corporate investment? empirical evidence from OECD countries. *Economics*, 7(1). <https://doi.org/10.5018/economics-ejournal.ja.2013-16>
- Clark, E. (1997). Valuing political risk. *Journal of International Money and Finance*, 16(3), 477-490. [https://doi.org/10.1016/S0261-5606\(97\)00008-9](https://doi.org/10.1016/S0261-5606(97)00008-9)
- Claus, J., & Thomas, J. (2001). Equity premia as low as three percent? Evidence from analysts' earnings forecasts for domestic and international stock markets. *Journal of Finance*, 56(5), 1629-1666. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00384>
- Corlett, W. J., & Aigner, D. J. (1972). Basic Econometrics. İçinde *The Economic Journal* (Fourth Edi, C. 82, Sayı 326). Mc Graw Hill. <https://doi.org/10.2307/2230043>
- Correia, C. (2012). Capital budgeting practices in South Africa: A review. *South African Journal of Business Management*, 43(2), 11-29. <https://doi.org/10.4102/sajbm.v43i2.180>

- Crisóstomo, V. L., Iturriaga, F. J. L., & González, E. V. (2014). Financial constraints for investment in Brazil. *International Journal of Managerial Finance*, 10(1), 73-92. <https://doi.org/10.1108/IJMF-11-2012-0121>
- Damodaran, A. (2003). Country Risk and Company Exposure : Theory and Practice. *Journal of Applied Finance*, 13(2), 63-76.
- Dashkin, R., & Ankudinov, A. (2020). Determinants of Emerging Markets Companies Investment Economical Behavior. *International Journal of Engineering Research and Technology*, 13(12), 4480-4493.
- Davidson, J., Judge, G. G., Griffiths, W. E., Hill, R. C., & Lee, T.-C. (1981). The Theory and Practice of Econometrics. İçinde *Economica* (C. 48, Sayı 192). John Wiley & sons. <https://doi.org/10.2307/2553707>
- de Guevara, J. F., Maudos, J., & Salvador, C. (2022). Firms' investment, indebtedness and financial constraints: Size does matter. *Finance Research Letters*, 46. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102240>
- de Jong, A., Verbeek, M., & Verwijmeren, P. (2012). Does financial flexibility reduce investment distortions? *Journal of Financial Research*, 35(2), 243-259. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.2012.01316.x>
- Dedi, L., & Orsag, S. (2007). Capital Budgeting Practices: A Survey of Croatian Firms. *South East European Journal of Economics and Business*, 2(1), 59-67. <https://doi.org/10.2478/v10033-007-0016-y>
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *Accounting Review*, 86(1), 59-100. <https://doi.org/10.2308/accr.00000005>
- Ding, N., Bhat, K., & Jebran, K. (2020). Debt choice, growth opportunities and corporate investment: evidence from China. *Financial Innovation*, 6(1). <https://doi.org/10.1186/s40854-020-00194-1>
- Ding, S., Kim, M., & Zhang, X. (2018). Do firms care about investment opportunities? Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 52, 214-237. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.07.003>
- Dogru, T. (2018). Corporate Investment and Hotel Firm Value: Does Corporate Governance Matter in Financially Constrained Firms? *Cornell Hospitality Quarterly*, 59(4), 339-351. <https://doi.org/10.1177/1938965517748772>

- Driver, C., & Muñoz-Bugarin, J. (2019). Financial constraints on investment: Effects of firm size and the financial crisis. *Research in International Business and Finance*, 47, 441-457. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2018.09.006>
- Drobetz, W., El Ghoul, S., Guedhami, O., & Janzen, M. (2018). Policy uncertainty, investment, and the cost of capital. *Journal of Financial Stability*, 39, 28-45. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2018.08.005>
- Du, Q., & Heo, Y. (2022). Political corruption, Dodd–Frank whistleblowing, and corporate investment. *Journal of Corporate Finance*, 73, 102145. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.102145>
- Easton, P. D. (2004). PE Ratios, PEG Ratios, and Estimating the Implied Expected Rate of Return on Equity Capital. *Accounting Review*, 79(1), 73-95. <https://doi.org/10.2308/accr.2004.79.1.73>
- Eberly, J., Rebelo, S., & Vincent, N. (2008). Investment and Value : a Neoclassical Benchmark. İçinde *Cahier de recherche/Working Paper 09-08* (Working Paper 13866; Sayı May). National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w13866>
- Ercan, M. K., & Ban, Ü. (2010). Değere Dayalı İşletme Finansı: Finansal Yönetim, Gazi Kitabevi, 6. Baskı, Ankara, 227-237.
- Farooq, U., Ahmed, J., & Khan, S. (2021). Do the macroeconomic factors influence the firm's investment decisions? A generalized method of moments (GMM) approach. *International Journal of Finance and Economics*, 26(1), 790-801. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1820>
- Farooq, U., Ashfaq, K., Rustamovna, R. D., & Al-Naimi, A. A. (2023). Impact of air pollution on corporate investment: New empirical evidence from BRICS. *Borsa Istanbul Review*, 23(4), 876-886. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2023.03.004>
- Farooq, U., Tabash, M. I., Al-Naimi, A. A., & Drachal, K. (2022). Corporate Investment Decision: A Review of Literature. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(12), 611. <https://doi.org/10.3390/jrfm15120611>
- Farooq, U., Tabash, M. I., Hamouri, B., Daniel, L. N., & Safi, S. K. (2023). Nexus between Macroeconomic Factors and Corporate Investment: Empirical Evidence from GCC Markets. *International Journal of Financial Studies*, 11(1). <https://doi.org/10.3390/ijfs11010035>
- Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., Petersen, B. C., Blinder, A. S., & Poterba, J. M. (1988). Financing Constraints and Corporate Investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988(1), 141. <https://doi.org/10.2307/2534426>

- Ferrari, F., & Rolfini, R. (2008). Investing in a Dangerous World: a New Political Risk Index. İçinde *SACE Working Paper* (Sayı 06). SACE working paper.
- Gala, V. D., & Julio, B. (2012). Convergence in Corporate Investments. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1787350>
- Gan, H. (2019). Does CEO managerial ability matter? Evidence from corporate investment efficiency. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 52(4), 1085-1118. <https://doi.org/10.1007/s11156-018-0737-2>
- Gao, J., & Zhang, L. (2024). Climate Policy Uncertainty and Corporate Investment: Evidence From the U.S. Tourism and Hospitality Sector. *Journal of Travel Research*, 63(2), 517-530. <https://doi.org/10.1177/00472875221149319>
- Gao, Y., Wang, Y., & Zhang, M. (2021). Who really cares about the environment? CEOs' military service experience and firms' investment in environmental protection. *Business Ethics*, 30(1), 4-18. <https://doi.org/10.1111/beer.12320>
- García-Gómez, C. D., Demir, E., Díez-Esteban, J. M., & Lizarzaburu Bolaños, E. (2024). Corruption, national culture and corporate investment: European evidence. *European Journal of Finance*, 30(4), 411-429. <https://doi.org/10.1080/1351847X.2022.2147443>
- Gebhardt, W. R., Lee, C. M. C., & Swaminathan, B. (2001). Toward an implied cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 39(1), 135-176. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00007>
- Gilchrist, S., & Himmelberg, C. P. (1995). Evidence on the role of cash flow for investment. *Journal of Monetary Economics*, 36(3), 541-572. [https://doi.org/10.1016/0304-3932\(95\)01223-0](https://doi.org/10.1016/0304-3932(95)01223-0)
- Greene, W. H. (2000). Econometric analysis 4th edition. *International edition, New Jersey: Prentice Hall*, 201-215.
- Gregory, R. P. (2020). Political risk and financial flexibility in BRICS countries. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 78, 166-174. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2020.01.011>
- Grunfeld, Y. (1958). *The determinants of corporate investment* [Doktora Tezi]. The University of Chicago.
- Guariglia, A. (2008). Internal financial constraints, external financial constraints, and investment choice: Evidence from a panel of UK firms. *Journal of Banking and Finance*, 32(9), 1795-1809. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.008>

- Gulen, H., & Ion, M. (2016). Policy uncertainty and corporate investment. *Review of Financial Studies*, 29(3), 523-564. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhv050>
- Güven, A. (2013). Yatırımlar, Belirsizlik ve Piyasa Yapısı: Kavramsal Bir inceleme. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 15(1), 1-23.
- Gyimah, D., Danso, A., Adu-Ameyaw, E., & Boateng, A. (2022). Firm-level political risk and corporate leverage decisions. *International Review of Financial Analysis*, 84. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102354>
- Haavelmo, T. (1949). A Note on the Theory of Investment. *Review of Economic Studies*, 16(2), 78-81. <https://doi.org/10.2307/2295718>
- Hamza, T., Barka, Z., Verdie, J. F., & Al Sayah, M. (2024). Economic policy uncertainty and SMEs' investment efficiency in France: does competitive pressure matter? *European Business Review*, 36(4), 449-467. <https://doi.org/10.1108/EBR-03-2023-0078>
- Haner, F. T. (1979). Rating investment risks abroad. *Business Horizons*, 22(2), 18-23.
- Haque, A. (2014). Role of financial leverage in determining corporate investment in Pakistan. *Journal The Business & Management*, 5(3), 3-4.
- Harjoto, M. A., Laksmana, I., & Yang, Y. wen. (2018). Board diversity and corporate investment oversight. *Journal of Business Research*, 90, 40-47. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.04.033>
- Hasan, S. Bin, Alam, M. S., Paramati, S. R., & Islam, M. S. (2022). Does firm-level political risk affect cash holdings? *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 59(1), 311-337. <https://doi.org/10.1007/s11156-022-01049-9>
- Hassan, T. A., Hollander, S., Van Lent, L., & Tahoun, A. (2019). Firm-level political risk: Measurement and effects. *Quarterly Journal of Economics*, 134(4), 2135-2202. <https://doi.org/10.1093/qje/qjz021>
- Hayashi, F. (1982). Tobin's Marginal q and Average q: A Neoclassical Interpretation. *Econometrica*, 50(1), 213. <https://doi.org/10.2307/1912538>
- Hermes, N., Smid, P., & Yao, L. (2007). Capital budgeting practices: A comparative study of the Netherlands and China. *International Business Review*, 16(5), 630-654. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2007.05.002>
- Hisham, A. A. M., Karim, Z. A., & Khalid, N. (2019). Determinants of capital expenditure spending in Malaysian palm oil industries: A dynamic panel data

- analysis. *Economic Journal of Emerging Markets*, 11(2), 223-233. <https://doi.org/10.20885/ejem.vol11.iss2.art9>
- Holmén, M., & Pramborg, B. (2009). Capital budgeting and political risk: Empirical evidence. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 20(2), 105-134. <https://doi.org/10.1111/j.1467-646X.2009.01028.x>
- Hossain, A. T., & Kryzanowski, L. (2021). Political Corruption and Cost of Equity. *BUSINESS & SOCIETY*, 60(8), 2060-2098. <https://doi.org/10.1177/0007650320928502>
- Howell, L. D. (2003). International country risk guide annual. *Choice Reviews Online*, 40(11), 40-6176-40-6176. <https://doi.org/10.5860/choice.40-6176>
- Howell, L. D. (2014). Evaluating Political Risk Forecasting Models: What Works? *Thunderbird International Business Review*, 56(4), 305-316. <https://doi.org/10.1002/tie.21635>
- Howell, L. D., & Chaddick, B. (1994). Models of political risk for foreign investment and trade. An assessment of three approaches. *Columbia Journal of World Business*, 29(3), 70-91. [https://doi.org/10.1016/0022-5428\(94\)90048-5](https://doi.org/10.1016/0022-5428(94)90048-5)
- Hu, C., & Liu, Y. J. (2015). Valuing diversity: CEOs' career experiences and corporate investment. *Journal of Corporate Finance*, 30, 11-31. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.08.001>
- Huang, T., Wu, F., Yu, J., & Zhang, B. (2015). Political risk and dividend policy: Evidence from international political crises. *Journal of International Business Studies*, 46(5), 574-595. <https://doi.org/10.1057/jibs.2015.2>
- Huang, Z., & Du, X. (2017). Government intervention and land misallocation: Evidence from China. *Cities*, 60(2), 323-332. <https://doi.org/10.1016/j.cities.2016.10.006>
- Inoue, A., & Solon, G. (2006). A portmanteau test for serially correlated errors in fixed effects models. *Econometric Theory*, 22(5), 835-851. <https://doi.org/10.1017/S0266466606060385>
- Jangili, R., & Kumar, S. (2010). Determinants of Private Corporate Sector Investment in India. *Reserve Bank of India Occasional Papers*, 31(3), 67-89.
- Jangili, R., & Kumar, S. (2012). Determinants of Private Corporate Sector Investment in India. *Munich Personal RePEc Archive Paper No. 39839*.
- Jiang, D., Li, W., Shen, Y., & Zhang, Y. (2022). Does air quality affect firms' investment efficiency? Evidence from China. *International Review of Economics and Finance*, 79, 1-17. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2022.01.001>

- Jiménez, A., & Bjorvatn, T. (2018). The building blocks of political risk research: a bibliometric co-citation analysis. *International Journal of Emerging Markets*, 13(4), 631-652. <https://doi.org/10.1108/IJoEM-12-2016-0334>
- Jones, C. (2019). The impact of political risk on real estate investment: evidence from the Scottish “neverendum”. *Property Management*, 37(5), 610-626. <https://doi.org/10.1108/PM-01-2019-0006>
- Jucá, M. N., & Fishlow, A. (2021). Political uncertainty of impeachment upon corporate investment decisions. *Borsa Istanbul Review*, 21(2), 149-160. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2020.09.007>
- Julio, B., & Yook, Y. (2012). Political uncertainty and corporate investment cycles. *Journal of Finance*, 67(1), 45-83. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01707.x>
- Kaplan, S. N., & Zingales, L. (1997). Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? *Quarterly Journal of Economics*, 112(1), 169-213. <https://doi.org/10.1162/003355397555163>
- Kapolková, J., & Tolstova, E. (2015). *The Impact of Political Risk on Equity Market Performance* (Sayı June, ss. 1-56). Lund University School of Economics and Management Master Programme in Finance.
- Karan, M. B. (2013). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi* (4. Baskı). Gazi Kitabevi.
- Kaufmann, D., Kraay, A., & Mastruzzi, M. (2011). The worldwide governance indicators: Methodology and analytical issues. *Hague Journal on the Rule of Law*, 3(2), 220-246. <https://doi.org/10.1017/S1876404511200046>
- Kearney, C. (2012). Emerging markets research: Trends, issues and future directions. *Emerging Markets Review*, 13(2), 159-183. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2012.01.003>
- Kesternich, I., & Schnitzer, M. (2010). Who is afraid of political risk? Multinational firms and their choice of capital structure. *Journal of International Economics*, 82(2), 208-218. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2010.07.005>
- Khaw, K. L. H., Zainudin, R., & Rashid, R. M. (2019). Cost of debt financing: Does political connection matter? *Emerging Markets Review*, 41. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2019.100632>
- Kim, H. J., & Mun, S. (2022). Terrorist attacks and corporate investment: The beneficial value of CEO overconfidence. *International Review of Financial Analysis*, 84. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102363>

- Kim, S., Rees, W., & Sila, V. (2020). Do anti-bribery laws reduce the cost of equity? Evidence from the UK Bribery Act 2010. *Journal of Business Finance and Accounting*, 47(3-4), 438-455. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12434>
- Kim, T., Lee, H., Park, K., & Waggle, D. (2021). Capital budgeting practices: evidence from Korea. *Managerial Finance*, 47(2), 189-208. <https://doi.org/10.1108/MF-05-2020-0238>
- Kobrin, S. J. (1979). Political Risk: A Review and Reconsideration. *Journal of International Business Studies*, 10(1), 67-80. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490631>
- Kohers, G., Kohers, N., & Kohers, T. (2006). The risk and return characteristics of developed and emerging stock markets: The recent evidence. *Applied Economics Letters*, 13(11), 737-743. <https://doi.org/10.1080/13504850500407210>
- Kusnadi, Y. (2015). Cross-listings and corporate cash savings: International evidence. *Journal of Corporate Finance*, 32, 91-107. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.03.005>
- Ladenson, M. L. (1971). Pitfalls in Financial Model Building: Some Extensions. *American Economic Review*, 61(1), 179-186.
- Laghi, E., & Di Marcantonio, M. (2016). Beyond CAPM: estimating the cost of equity considering idiosyncratic risks. *Quantitative Finance*, 16(8), 1273-1296. <https://doi.org/10.1080/14697688.2015.1124136>
- Le, A. T., & Tran, T. P. (2021). Does geopolitical risk matter for corporate investment? Evidence from emerging countries in Asia. *Journal of Multinational Financial Management*, 62. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2021.100703>
- Le, A. T., & Tran, T. P. (2022). Navigating through Political Risk in Vietnam: The Role of Corporate Cash Holdings. *International Journal of Public Administration*, 45(5), 427-441. <https://doi.org/10.1080/01900692.2021.2001525>
- Lensink, R., Hermes, N., & Murinde, V. (2000). Capital flight and political risk. *Journal of International Money and Finance*, 19(1), 73-92. [https://doi.org/10.1016/S0261-5606\(99\)00034-0](https://doi.org/10.1016/S0261-5606(99)00034-0)
- Li, Q., & Wang, T. (2010). Financial reporting quality and corporate investment efficiency: Chinese experience. *Nankai Business Review International*, 1(2), 197-213. <https://doi.org/10.1108/20408741011052591>
- Li, X. (2019). Economic policy uncertainty and corporate cash policy: International evidence. *Journal of Accounting and Public Policy*, 38(6), 106694. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2019.106694>

- Li, X., Luo, J., & Chan, K. C. (2018). Political uncertainty and the cost of equity capital. *Finance Research Letters*, 26, 215-222. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2018.01.009>
- Li, X. R., Luo, J. B., & Chan, K. C. (2018). Political uncertainty and the cost of equity capital. *FINANCE RESEARCH LETTERS*, 26, 215-222. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2018.01.009>
- Liu, J., & Wang, H. (2022). Economic policy uncertainty and the cost of capital. *International Review of Financial Analysis*, 81. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102070>
- Liu, M. (2021). Politics and Governance in Emerging Market Countries. *Global Journal of Emerging Market Economies*, 13(2), 265-286. <https://doi.org/10.1177/09749101211004378>
- Lu, J., & Wang, W. (2015). Board independence and corporate investments. *Review of Financial Economics*, 24, 52-64. <https://doi.org/10.1016/j.rfe.2015.01.001>
- Malmendier, U., & Tate, G. (2005). CEO overconfidence and corporate investment. *Journal of Finance*, 60(6), 2661-2700. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00813.x>
- Marchica, M. T., & Mura, R. (2010). Financial Flexibility, Investment Ability, and Firm Value: Evidence from Firms with Spare Debt Capacity. *Financial Management*, 39(4), 1339-1365. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2010.01115.x>
- Mishra, D. R. (2023). Firm-level political risk and implied cost of equity capital. *International Review of Finance*, 23(3), 615-644. <https://doi.org/10.1111/irfi.12411>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297. <http://www.jstor.org/stable/1809766>
- Mubashar, A., & Tariq, Y. Bin. (2019). Capital budgeting decision-making practices: evidence from Pakistan. *Journal of Advances in Management Research*, 16(2), 142-167. <https://doi.org/10.1108/JAMR-07-2018-0055>
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Nelson, R. R. (1966). American Economic Association (K1). *Science*, 151(3712), 867-868. <https://doi.org/10.1126/science.151.3712.867-a>

- Nguyen, P. D., & Dong, P. T. A. (2013). Determinants of Corporate Investment Decisions: The Case of Vietnam. *Journal of Economics and Development*, 15(1), 32-48. <https://doi.org/10.33301/2013.15.01.02>
- Nguyen, X. M., & Tran, Q. T. (2022). Corruption and corporate investment efficiency around the world. *European Journal of Management and Business Economics*, 31(4), 425-438. <https://doi.org/10.1108/EJMBE-11-2020-0321>
- Nurullah, M., & Kengatharan, L. (2015). Capital budgeting practices: evidence from Sri Lanka. *Journal of Advances in Management Research*, 12(1), 55-82. <https://doi.org/10.1108/JAMR-01-2014-0004>
- Obenpong Kwabi, F., Owusu-Manu, S., Boateng, A., Ezeani, E. B., & Du, M. (2022). Economic policy uncertainty and cost of capital: the mediating effects of foreign equity portfolio flow. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 59(2), 457-481. <https://doi.org/10.1007/s11156-022-01046-y>
- Ohlson, J. A., & Juettner-Nauroth, B. E. (2005). Expected EPS and EPS growth as determinantsof value. *Review of Accounting Studies*, 10(2-3), 349-365. <https://doi.org/10.1007/s11142-005-1535-3>
- Orbay, H., & Yurtoglu, B. B. (2006). The impact of corporate governance structures on the corporate investment performance in turkey. *Corporate Governance: An International Review*, 14(4), 349-363. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2006.00511.x>
- Ozdagli, A. K. (2012). Financial Leverage, Corporate Investment, and Stock Returns. *Review of Financial Studies*, 25(4), 1033-1069.
- Ozdemir, O., Han, W., Erkmen, E., & Madanoglu, M. (2024). Firm-level political risk and corporate investments in the hospitality and tourism industry: The moderating role of asset tangibility and corporate governance quality. *Tourism Management Perspectives*, 53, 101290. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.tmp.2024.101290>
- Ozkan, A., Santillán-Salgado, R. J., Yildiz, Y., & del Rocío Vega Zavala, M. (2020). What Happened To the Willingness of Companies To Invest After the Financial Crisis? Evidence From Latin American Countries. *Journal of Financial Research*, 43(2), 231-262. <https://doi.org/10.1111/jfir.12206>
- Perotti, E. C., & Van Oijen, P. (2001). Privatization, political risk and stock market development in emerging economies. *Journal of International Money and Finance*, 20(1), 43-69. [https://doi.org/10.1016/S0261-5606\(00\)00032-2](https://doi.org/10.1016/S0261-5606(00)00032-2)
- Petersen, M. A. (2009). Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches. *Review of Financial Studies*, 22(1), 435-480. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn053>

- Peterson, P. P., & Fabozzi, F. J. (2002). *Capital budgeting: theory and practice* (First). John Wiley & Sons.
- Pham, A. V. (2019). Political risk and cost of equity: The mediating role of political connections. *Journal of Corporate Finance*, 56, 64-87. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.01.001>
- Piao, L., & Jung, K. (2024). Political Uncertainty and Corporate Investment: Evidence from the Chinese Private Companies. *Journal of Asian and African Studies*, 59(5), 1658-1675. <https://doi.org/10.1177/00219096221144693>
- Procasky, W. J., & Ujah, N. U. (2016). Terrorism and its impact on the cost of debt. *Journal of International Money and Finance*, 60, 253-266. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2015.04.007>
- Qi, Y., Roth, L., & Wald, J. K. (2010). Political rights and the cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 95(2), 202-226. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2009.10.004>
- Ramirez, C. D., & Huang, Y. (2021). Corruption News and Corporate Investment: Evidence from China. *Frontiers of Economics in China*, 16(3), 430-450. <https://doi.org/10.54605/fec20210301>
- Robock, S. H. (1971). Political risk: Identification and assessment. *Columbia Journal of world business*, 6(4), 6-20.
- Roggi, O., Giannozzi, A., & Baglioni, T. (2017). Valuing emerging markets companies: New approaches to determine the effective exposure to country risk. *Research in International Business and Finance*, 39, 553-567. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.07.028>
- Rossi, M. (2014). Capital budgeting in Europe: Confronting theory with practice. *International Journal of Managerial and Financial Accounting*, 6(4), 341-356. <https://doi.org/10.1504/IJMFA.2014.066403>
- Roychowdhury, S., Shroff, N., & Verdi, R. S. (2019). The effects of financial reporting and disclosure on corporate investment: A review. *Journal of Accounting and Economics*, 68(2-3). <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2019.101246>
- Rumokoy, L. J., Omura, A., & Roca, E. (2023). Geopolitical risk and corporate investment in the metals and mining industry: Evidence from Australia. *Pacific Basin Finance Journal*, 79. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2023.101991>
- Saltari, E., & Travaglini, G. (2001). Financial constraints and investment decisions. *Scottish Journal of Political Economy*, 48(3), 330-344. <https://doi.org/10.1111/1467-9485.00202>

- Sanford, A., & Yang, M. J. (2022). Corporate investment and growth opportunities: The role of R&D-capital complementarity. *Journal of Corporate Finance*, 72. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.102130>
- Saquido, A. P. (2003). Determinants of corporate investment. *Philippine Management Review, Discussion Paper*, 402, 1-15.
- Schiantarelli, F. (1996). Financial constraints and investment: methodological issues and international evidence. *Oxford Review of Economic Policy*, 12(2), 70-89. <https://doi.org/10.1093/oxrep/12.2.70>
- Shen, C. H., & Lin, C. Y. (2016). Political connections, financial constraints, and corporate investment. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 47(2), 343-368. <https://doi.org/10.1007/s11156-015-0503-7>
- Simon, J. D. (1982). Political risk assessment: Past trends and future prospects. *Columbia Journal of World Business*, 17(3), 62-71.
- Simon, J. D. (1984). A Theoretical Perspective on Political Risk. *Journal of International Business Studies*, 15(3), 123-143. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490499>
- Singh, S., Jain, P. K., & Yadav, S. S. (2012). Capital budgeting decisions; evidence from India. *Deneme Journal of Advances in Management Research*, 9(1), 96-112. <https://doi.org/10.1108/09727981211225671>
- Situm, M. (2021). Determination of expected cost of equity with the CAPM: Theoretical extension using the law of error propagation. *Managerial and Decision Economics*, 42(1), 77-84. <https://doi.org/10.1002/mde.3214>
- Siziba, S., & Hall, J. H. (2021). The evolution of the application of capital budgeting techniques in enterprises. *Global Finance Journal*, 47, 100504. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2019.100504>
- Soenen, L., & Johnson, R. (2008). The Equity Market Risk Premium and the Valuation of Overseas Investments. *Journal of Applied Corporate Finance*, 20(2), 113-121. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2008.00185.x>
- Sonenshine, R., & Aboulhosn, A. (2025). Impact of political risk on emerging market risk premiums and risk adjusted returns. *Research in International Business and Finance*, 73, 102573. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2024.102573>
- Stata. (t.y.). Erişim: 01 Ocak 2023, <https://www.stata.com/manuals/xtxtunitroot.pdf>.
- Sureka, R., Kumar, S., Colombage, S., & Abedin, M. Z. (2022). Five decades of research on capital budgeting – A systematic review and future research agenda. *Research in International Business and Finance*, 60. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2021.101609>

- Tatoğlu, F. Y. (2012). *İleri Panel Veri Analizi* (I. Baskı). Beta Yayıncılık.
- Tee, C. M. (2018). Political connections and the cost of debt: Re-examining the evidence from Malaysia. *Journal of Multinational Financial Management*, 46, 51-62. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2018.05.003>
- The PRS Group. (t.y.). *Erişim Tarihi: 22 Kasım 2022*, <https://www.prsgroup.com/wp-content/uploads/2022/04/ICRG-Method.pdf>.
- Tinbergen, J. (1938). Statistical Evidence on the Acceleration Principle. *Economica*, 5(18), 164. <https://doi.org/10.2307/2549019>
- Tobin, J. (1969). A General Equilibrium Approach To Monetary Theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), 15. <https://doi.org/10.2307/1991374>
- Truong, G., Partington, G., & Peat, M. (2008). Cost-of-Capital Estimation and Capital-Budgeting Practice in Australia. *Australian Journal of Management*, 33(1), 95-121. <https://doi.org/10.1177/031289620803300106>
- Tuncay, M. (2018). Do political risks matter in the financial markets?: evidence from Turkey. *Eurasian Business Review*, 8(2), 209-227. <https://doi.org/10.1007/s40821-017-0077-5>
- Ullah, I., Majeed, M. A., & Fang, H. X. (2021). Female CEOs and corporate investment efficiency: Evidence from China. *Borsa Istanbul Review*, 21(2), 161-174. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2020.09.010>
- Usta, Ö., & Demireli, E. (2010). Risk Bileşenleri Analizi: İMKB’de Bir Uygulama. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 6(12), 25-36.
- Vecino, C. E., Rojas, S. C., & Munoz, Y. (2015). Capital budgeting practices in Colombia. *Estudios Gerenciales*, 31(134), 41-49. <https://doi.org/10.1016/j.estger.2014.08.002>
- Verbeek, M. (2021). Panel methods for finance: A guide to panel data econometrics for financial applications. İçinde *Panel Methods for Finance: A Guide to Panel Data Econometrics for Financial Applications*. De Gruyter. <https://doi.org/10.1515/9783110660739>
- Vithessonthi, C., Schwaninger, M., & Müller, M. O. (2017). Monetary policy, bank lending and corporate investment. *International Review of Financial Analysis*, 50, 129-142. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2017.02.007>
- Waisman, M., Ye, P., & Zhu, Y. (2015). The effect of political uncertainty on the cost of corporate debt. *Journal of Financial Stability*, 16, 106-117. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2015.01.002>

- Wang, T., Wang, R., & Zhang, H. (2023). Does Industrial Policy Reduce Corporate Investment Efficiency? Evidence from China. *Sustainability (Switzerland)*, 15(1). <https://doi.org/10.3390/su15010732>
- Wang, X. (2021). How Corporate America is Enhancing the Economy: An Analysis on How Corporate America Sources and Dispenses Profits into the Economy, with Capital and Labor Effects. *The Frontiers of Society, Science and Technology*, 3(4). <https://doi.org/10.25236/fsst.2021.030411>
- Wang, Y., Chen, C. R., & Huang, Y. S. (2014). Economic policy uncertainty and corporate investment: Evidence from China. *Pacific Basin Finance Journal*, 26, 227-243. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2013.12.008>
- Warnes, I., & Warnes, P. E. (2014). Country risk and the cost of equity in emerging markets. *Journal of Multinational Financial Management*, 28, 15-27. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2014.08.001>
- Whited, T. M. (1992). Debt, Liquidity Constraints, and Corporate-Investment - Evidence from Panel Data. *Journal of Finance*, 47(4), 1425-1460.
- Xu, Z. (2020). Economic policy uncertainty, cost of capital, and corporate innovation. *Journal of Banking and Finance*, 111. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2019.105698>
- Yarba, I., & Yassa, A. D. (2022). Does stock market listing boost or impede corporate investment? *Borsa Istanbul Review*, 22(2), 285-294. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2021.04.001>
- Yılmaz Özekenci, S., & Düzakın, H. (2022). Yatırım Projelerinin Değerlendirilmesinde Tercih Edilen Yöntemlerin İncelenmesi: Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu Örneği. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 31(2), 604-623.
- Ying, W. (2007). Does macro-economy have any effect on firm investment-cash flow sensitivities? - An empirical study based on panel data, 1993-2004. *Frontiers of Economics in China*, 2(3), 388-403. <https://doi.org/10.1007/s11459-007-0020-2>
- Yonce, A. (2015). US Corporate Investment over the Political Cycle. *Quarterly Journal of Finance*, 5(1). <https://doi.org/10.1142/S2010139215500159>
- Zhou, L., Long, W., Qu, X., & Yao, D. (2023). Celebrity CEOs and corporate investment: A psychological contract perspective. *International Review of Financial Analysis*, 87. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102636>

## EK 1 ORJİNALLİK FORMU

|  |                                                                                             |                                     |            |
|--|---------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------|------------|
|  | <b>HACETTEPE ÜNİVERSİTESİ</b>                                                               | Doküman Kodu<br><i>Form No.</i>     | FRM-DR-21  |
|  | <b>SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ</b>                                                            | Yayın Tarihi<br><i>Date of Pub.</i> | 04.01.2023 |
|  | <b>FRM-DR-21</b>                                                                            | Revizyon No<br><i>Rev. No.</i>      | 02         |
|  | <b>Doktora Tezi Orijinallik Raporu</b><br><i>PhD Thesis Dissertation Originality Report</i> | Revizyon Tarihi<br><i>Rev.Date</i>  | 25.01.2024 |

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>HACETTEPE ÜNİVERSİTESİ</b><br><b>SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ</b><br><b>İŞLETME ANABİLİM DALI BAŞKANLIĞINA</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| Tarih: 27/01/2025                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <p>Tez Başlığı: Politik Risk ve Firma Yatırımları: Gelişmekte Olan Piyasalarda Bir Araştırma</p> <p>Yukarıda başlığı verilen tezin a) Kapak sayfası, b) Giriş, c) Ana bölümler ve d) Sonuç kısımlarından oluşan toplam 131 sayfalık kısmına ilişkin, 21/01/2025 tarihinde tez danışmanım tarafından Turnitin adlı intihal tespit programından aşağıda işaretlenmiş filtrelemeler uygulanarak alınmış olan orijinallik raporuna göre, tezin benzerlik oranı % 9'dur.</p> <p>Uygulanan filtrelemeler**:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. <input checked="" type="checkbox"/> Kabul/Onay ve Bildirim sayfaları hariç</li> <li>2. <input checked="" type="checkbox"/> Kaynakça hariç</li> <li>3. <input type="checkbox"/> Alıntılar hariç</li> <li>4. <input checked="" type="checkbox"/> Alıntılar dâhil</li> <li>5. <input checked="" type="checkbox"/> 5 kelimedenden daha az örtüşme içeren metin kısımları hariç</li> </ol> <p>Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Çalışması Orijinallik Raporu Alınması ve Kullanılması Uygulama Esasları'nı inceledim ve bu Uygulama Esasları'nda belirtilen azami benzerlik oranlarına göre tezin herhangi bir intihal içermediğini; aksinin tespit edileceği muhtemel durumlarda doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve yukarıda vermiş olduğum bilgilerin doğru olduğunu beyan ederim.</p> <p>Gereğini saygılarımla arz ederim.</p> <p style="text-align: right;">Ferhat Demirci</p> |

|                   |                              |                                             |                                                              |
|-------------------|------------------------------|---------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|
| Öğrenci Bilgileri | <b>Ad-Soyad</b>              | Ferhat Demirci                              |                                                              |
|                   | <b>Öğrenci No</b>            | N17142416                                   |                                                              |
|                   | <b>Enstitü Anabilim Dalı</b> | İşletme Anabilim Dalı                       |                                                              |
|                   | <b>Programı</b>              | İşletme Doktora Programı                    |                                                              |
|                   | <b>Statüsü</b>               | Doktora <input checked="" type="checkbox"/> | Lisans Derecesi ile (Bütünleşik) Dr <input type="checkbox"/> |

**DANIŞMAN ONAYI**

UYGUNDUR.  
Prof. Dr. Semra KARACAER

\*Tez **Almanca** veya **Fransızca** yazılıyor ise bu kısımda tez başlığı **Tez Yazım Dilinde** yazılmalıdır.

\*\*Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Çalışması Orijinallik Raporu Alınması ve Kullanılması Uygulama Esasları İkinci bölüm madde (4)/3'te de belirtildiği üzere: Kaynakça hariç, Alıntılar hariç/dahil, 5 kelimedenden daha az örtüşme içeren metin kısımları hariç (Limit match size to 5 words) filtreleme yapılmalıdır.

|                                                                                   |                                                                                                                 |                              |            |
|-----------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------|------------|
|  | <b>HACETTEPE ÜNİVERSİTESİ</b><br><b>SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ</b>                                               | Doküman Kodu<br>Form No.     | FRM-DR-21  |
|                                                                                   |                                                                                                                 | Yayın Tarihi<br>Date of Pub. | 04.01.2023 |
|                                                                                   | <b>FRM-DR-21</b><br><b>Doktora Tezi Orijinallik Raporu</b><br><i>PhD Thesis Dissertation Originality Report</i> | Revizyon No<br>Rev. No.      | 02         |
|                                                                                   |                                                                                                                 | Revizyon Tarihi<br>Rev.Date  | 25.01.2024 |

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |  |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--|
| <b>TO HACETTEPE UNIVERSITY</b><br><b>GRADUATE SCHOOL OF SOCIAL SCIENCES</b><br><b>DEPARTMENT OF BUSINESS ADMINISTRATION</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |  |
| Date: 27/01/2025                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |  |
| Thesis Title (In English): Political Risk and Corporate Investment: A Study on Emerging Markets                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |  |
| According to the originality report obtained by myself/my thesis advisor by using the Turnitin plagiarism detection software and by applying the filtering options checked below on 21/01/2025 for the total of 131 pages including the a) Title Page, b) Introduction, c) Main Chapters, and d) Conclusion sections of my thesis entitled above, the similarity index of my thesis is 9 %.                                                                                                              |  |
| Filtering options applied**:                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |  |
| 1. <input checked="" type="checkbox"/> Approval and Declaration sections excluded                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |  |
| 2. <input checked="" type="checkbox"/> References cited excluded                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |  |
| 3. <input type="checkbox"/> Quotes excluded                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |  |
| 4. <input checked="" type="checkbox"/> Quotes included                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |  |
| 5. <input checked="" type="checkbox"/> Match size up to 5 words excluded                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |  |
| I hereby declare that I have carefully read Hacettepe University Graduate School of Social Sciences Guidelines for Obtaining and Using Thesis Originality Reports that according to the maximum similarity index values specified in the Guidelines, my thesis does not include any form of plagiarism; that in any future detection of possible infringement of the regulations I accept all legal responsibility; and that all the information I have provided is correct to the best of my knowledge. |  |
| I respectfully submit this for approval.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |  |
| Ferhat Demirci                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |  |

|                            |                       |                                                |                                                     |
|----------------------------|-----------------------|------------------------------------------------|-----------------------------------------------------|
| <b>Student Information</b> | <b>Name-Surname</b>   | Ferhat Demirci                                 |                                                     |
|                            | <b>Student Number</b> | N17142416                                      |                                                     |
|                            | <b>Department</b>     | Department of Business Administration          |                                                     |
|                            | <b>Programme</b>      | Business Administration Doctorate Programme    |                                                     |
|                            | <b>Status</b>         | <b>PhD</b> <input checked="" type="checkbox"/> | <b>Combined MA/MSc-PhD</b> <input type="checkbox"/> |

**SUPERVISOR'S APPROVAL**

APPROVED  
Prof. Dr. Semra KARACAER

\*\*As mentioned in the second part [article (4)/3] of the Thesis Dissertation Originality Report's Codes of Practice of Hacettepe University Graduate School of Social Sciences, filtering should be done as following: excluding reference, quotation excluded/included, Match size up to 5 words excluded.

## EK 2 ETİK KURUL MUAFİYET FORMU

|                                                                                   |                                                                                                               |                              |            |
|-----------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------|------------|
|  | <b>HACETTEPE ÜNİVERSİTESİ</b><br><b>SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ</b>                                             | Doküman Kodu<br>Form No.     | FRM-DR-12  |
|                                                                                   |                                                                                                               | Yayın Tarihi<br>Date of Pub. | 22.11.2023 |
|                                                                                   | <b>FRM-DR-12</b><br><b>Doktora Tezi Etik Kurul Muafiyeti Formu</b><br><i>Ethics Board Form for PhD Thesis</i> | Revizyon No<br>Rev. No.      | 02         |
|                                                                                   |                                                                                                               | Revizyon Tarihi<br>Rev. Date | 25.01.2024 |

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>HACETTEPE ÜNİVERSİTESİ</b><br><b>SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ</b><br><b>İŞLETME ANABİLİM DALI BAŞKANLIĞINA</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| Tarih: 27/01/2025                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| <p>Tez Başlığı: Politik Risk ve Firma Yatırımları: Gelişmekte Olan Piyasalarda Bir Araştırma</p> <p>Yukarıda başlığı verilen tez çalışmam:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. İnsan ve hayvan üzerinde deney niteliği taşımamaktadır.</li> <li>2. Biyolojik materyal (kan, idrar vb. biyolojik sıvılar ve numuneler) kullanılmasını gerektirmemektedir.</li> <li>3. Beden bütünlüğüne veya ruh sağlığına müdahale içermemektedir.</li> <li>4. Anket, ölçek (test), mülakat, odak grup çalışması, gözlem, deney, görüşme gibi teknikler kullanılarak katılımcılardan veri toplanmasını gerektiren nitel ya da nicel yaklaşımlarla yürütülen araştırma niteliğinde değildir.</li> <li>5. Diğer kişi ve kurumlardan temin edilen veri kullanımını (kitap, belge vs.) gerektirmektedir. Ancak bu kullanım, diğer kişi ve kurumların izin verdiği ölçüde Kişisel Bilgilerin Korunması Kanuna riayet edilerek gerçekleştirilecektir.</li> </ol> <p>Hacettepe Üniversitesi Etik Kurullarının Yönergelerini inceledim ve bunlara göre çalışmamın yürütülebilmesi için herhangi bir Etik Kuruldan izin alınmasına gerek olmadığını; aksi durumda doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve yukarıda vermiş olduğum bilgilerin doğru olduğunu beyan ederim.</p> <p>Gereğini saygılarımla arz ederim.</p> <p style="text-align: right;">Ferhat Demirci</p> |

|                          |                              |                                                                                                                                                                                                                      |
|--------------------------|------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Öğrenci Bilgileri</b> | <b>Ad-Soyad</b>              | Ferhat Demirci                                                                                                                                                                                                       |
|                          | <b>Öğrenci No</b>            | N17142416                                                                                                                                                                                                            |
|                          | <b>Enstitü Anabilim Dalı</b> | İşletme Anabilim Dalı                                                                                                                                                                                                |
|                          | <b>Programı</b>              | İşletme Doktora Programı                                                                                                                                                                                             |
|                          | <b>Statüsü</b>               | <div style="display: flex; justify-content: space-between;"> <span><b>Doktora</b> <input checked="" type="checkbox"/></span> <span><b>Lisans Derecesi ile (Bütünleşik) Dr</b> <input type="checkbox"/></span> </div> |

### DANIŞMAN ONAYI

UYGUNDUR.  
Prof. Dr. Semra KARACAER

|                                                                                   |                                                                                                               |                              |            |
|-----------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------|------------|
|  | <b>HACETTEPE ÜNİVERSİTESİ</b><br><b>SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ</b>                                             | Doküman Kodu<br>Form No.     | FRM-DR-12  |
|                                                                                   |                                                                                                               | Yayın Tarihi<br>Date of Pub. | 22.11.2023 |
|                                                                                   | <b>FRM-DR-12</b><br><b>Doktora Tezi Etik Kurul Muafiyeti Formu</b><br><i>Ethics Board Form for PhD Thesis</i> | Revizyon No<br>Rev. No.      | 02         |
|                                                                                   |                                                                                                               | Revizyon Tarihi<br>Rev.Date  | 25.01.2024 |

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |  |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--|
| <b>HACETTEPE UNIVERSITY</b><br><b>GRADUATE SCHOOL OF SOCIAL SCIENCES</b><br><b>DEPARTMENT OF BUSINESS ADMINISTRATION</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |  |
| Date: 27/01/2025                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |  |
| ThesisTitle (In English):Political Risk and Corporate Investment: A Study on Emerging Markets                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |  |
| My thesis work with the title given above:                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |  |
| <ol style="list-style-type: none"> <li>Does not perform experimentation on people or animals.</li> <li>Does not necessitate the use of biological material (blood, urine, biological fluids and samples, etc.).</li> <li>Does not involve any interference of the body's integrity.</li> <li>Is not a research conducted with qualitative or quantitative approaches that require data collection from the participants by using techniques such as survey, scale (test), interview, focus group work, observation, experiment, interview.</li> <li>Requires the use of data (books, documents, etc.) obtained from other people and institutions. However, this use will be carried out in accordance with the Personal Information Protection Law to the extent permitted by other persons and institutions.</li> </ol> |  |
| I hereby declare that I reviewed the Directives of Ethics Boards of Hacettepe University and in regard to these directives it is not necessary to obtain permission from any Ethics Board in order to carry out my thesis study; I accept all legal responsibilities that may arise in any infringement of the directives and that the information I have given above is correct.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |  |
| I respectfully submit this for approval.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |  |
| Ferhat Demirci                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |  |

|                            |                       |                                                |                                                     |
|----------------------------|-----------------------|------------------------------------------------|-----------------------------------------------------|
| <b>Student Information</b> | <b>Name-Surname</b>   | Ferhat Demirci                                 |                                                     |
|                            | <b>Student Number</b> | N17142416                                      |                                                     |
|                            | <b>Department</b>     | Department of Business Administration          |                                                     |
|                            | <b>Programme</b>      | Business Administration Doctoral Programme     |                                                     |
|                            | <b>Status</b>         | <b>PhD</b> <input checked="" type="checkbox"/> | <b>Combined MA/MSc-PhD</b> <input type="checkbox"/> |

**SUPERVISOR'S APPROVAL**

APPROVED  
Prof. Dr. Semra KARACAER