

ÜLKE RİSKİNİN YABANCI PORTFÖY YATIRIMLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ*

Emine KAYA**

Alınış Tarihi: 16 Eylül 2014

Kabul Tarihi: 18 Ağustos 2015

Öz: Bu çalışmanın amacı ekonomik, finansal ve politik riskleri kapsayan ülke riskinin yabancı portföy yatırımları üzerindeki etkisini tespit etmektir. Ocak 1997-Aralık 2010 dönemini kapsayan çalışmada, yabancı portföy yatırımları (YPY), finansal risk, ekonomik risk ve politik risk primi değişkenleri kullanılmıştır. Johansen-Jeselius eş-bütünleşme testleri finansal risk, politik risk ve ekonomik risk ile YPY arasında uzun dönemli ilişki olduğunu; bununla birlikte Granger nedensellik testleri ise finansal riskten YPY'ye, YPY'den politik riske nedensellik olduğunu ve ekonomik risk ile YPY arasında nedensellik mevcut olmadığını göstermektedir. Yapılan regresyon tahminleri finansal riskin YPY'yi olumlu yönde, politik riskin YPY'yi olumsuz yönde etkilediğini, ekonomik riskin ise YPY'yi istatistikî olarak anlamlı düzeyde etkilemediğini işaret etmektedir.

Anahtar Kelimeler: Ekonomik Risk, Finansal Risk, Politik Risk, Yabancı Portföy Yatırımları.

THE EFFECT OF COUNTRY RISK ON THE FOREIGN PORTFOLIO INVESTMENT

Abstract: The aim of this study is to investigate the effect of country risk including economic, financial and political risk on foreign portfolio investment. In the study, covering the period from January 1997 to December 2010, foreign portfolio investments (FPI), economic, financial and politic risk premiums are used. Johansen-Jeselius co-integration tests results show that there is a long run relationship between FPI with financial risk, politic risk and economic risk, however; Granger causality tests show a causality from financial risk to FPI and from FPI to politic risk, and causality is not available between FPI and economic risk. Estimation of regression results show that financial risk affects FPI positively, political risk affects FPI negatively and economic risk does not affect FPI statistically in a meaningful way.

Keywords: Economic Risk, Financial Risk, Political Risk, Foreign Portfolio Investment.

I. Giriş

Küresel portföy yatırımlarının artış göstermesiyle birlikte ülke riski önem kazanmıştır. Yabancı portföy yatırımcıları sınır ötesi yatırım yapmadan önce yabancı ülkenin finansal, ekonomik, politik durumunu dikkate almakta ve de bu durumlardan etkilenmektedirler. Bu anlamda ülke riski yatırımcılar açısından itici ve çekici güç özelliği taşımaktadır.

* Bu çalışma, I. Uluslararası Muhasebe ve Finans Sempozyumu'nda bildiri olarak sunulmuştur.

** Arş. Gör. Ağrı İbrahim Çeçen Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü

Ekonomik, finansal ve politik riskler çeşitlendirme ile değiştirilemeyen veya yok edilemeyen firma dışı kaynaklı sistematik risklerdir. Yüksek ülke riski yabancı yatırımcılar tarafından istenmeyen bir durum olarak gözlenmektedir. Ülke riski ise bir ülkenin sınır ötesi borçlarını ödeyememesi (Clark ve Kassimatis, 2004: 22), dış borç yükümlülüklerini kısmen veya tam olarak yerine getirememesi olasılığıdır.

Yabancı yatırımcılar yabancı ülkeye yatırım esnasında karşılaştıkları ülke riski ile yatırım yapılacak ülkeyi ve bu ülkeye alternatif ülkeleri karşılaştırma imkânı bulmaktadırlar. Çünkü finansal entegrasyon, bir ülkede finansal piyasaları etkileyen risklerin o ülkeyle ilişkili diğer ülkeleri de kapsamı sonucunu doğurmuştur.

Ülke riski ekonomik, finansal ve politik risk bileşenlerinden meydana gelmektedir. Bu bağlamda, ekonomik risk kişi başına GSYİH, reel GSYİH'deki yıllık büyüme, enflasyon oranı, bütçe dengesi/GSYİH, cari hesap/GSYİH gibi makroekonomik değişkenler dikkate alınarak hesaplanmakta ve ekonominin güçlü ile zayıf yönlerinin analiz etme olanağını vermektedir. Finansal risk, dış borç/GSYİH, dış borç servisi/ihracat, ithalata ödenen likidite, döviz kuru istikrarı değişkenleri ile belirlenmekte ve ülkenin yurt dışı ticari, resmi, finansal borç ödeyebilme gücünü değerlendirme imkânı sunmaktadır. Politik risk ise hükümet istikrarı, sosyoekonomik durum, yatırım profili, iç ve dış karışıklık, yolsuzluklar, askeri yönetimin siyasete müdahalesi, dini ve etnik gerginlikler, hukukun üstünlüğü, demokratik hesap verilebilirlik, bürokrasinin kalitesi değişkenleri ile değerlendirilmektedir (Yapraklı ve Güngör, 2007: 200). Politik riskin bu değişkenler dikkate alındığında daha çok subjektif değerlendirmelere dayanmakta olduğu görülmektedir (Click, 2005: 560). Bu üç risk bileşeni 1990'lı yıllarda geliştirilen teorilere bakıldığında mal ve hizmet fiyatlarında meydana gelecek değişimlerle ilgili spekülasyonların ve sermaye akımlarının başlıca belirleyicisi olmuştur (Emirkadı, 2005: 37).

1980'li ve 1990'lı yıllarda finansal liberalleşme ile başlayan sermaye akımları ülkelerin dışı açık ekonomi politikaları benimsemeleri ile önem kazanmıştır. Bu dönemlerde yapılan çalışmalar sermaye akımlarının belirleyicileri üzerinde yoğunlaşmıştır. Teşvik, getiri gibi belirleyiciler sermaye akımları üzerinde itici ve çekici güç özelliği taşımaktadırlar.

Sermaye akımları doğrudan olabileceği gibi dolaylı da olabilmektedir. Dolaylı sermaye yatırımları, tasarruf sahiplerinin uluslararası piyasalarda ekonomik, finansal, politik risk gibi bir takım riskleri üstlenerek, sermaye kazancı ve temettü şeklinde kazançlar elde etmek amacıyla sermaye piyasası araçlarına yaptıkları yatırımlardır (Başoğlu, 2000: 89). Ülke riski yerel yurt içi portföy yatırımlarını etkilediği gibi yabancı portföy yatırımlarını yani dolaylı sermaye yatırımlarını da etkilemektedir (Brink ve Viviers, 2003: 228). 1990'lı yıllarda dış borçların artması, özelleştirme, kamulaştırma sonucunda ülkelerin çoğu ortaya çıkan finansal karmaşadan etkilenmişlerdir. 1995 Meksika krizi, 1998 Rusya krizi, 1999 Brezilya krizi, 1997 Asya krizleri gibi borç krizlerinin

ortaya çıkması ile uluslararası sermaye akımları tersine dönmüştür (Rodrik ve Velasco, 1999: 1). Bu krizlerin ortaya çıkmasında ülke riskinin önemli bir faktör olarak belirlenmesi ile ülke riski literatüre girmiş ve ülke riskinin yabancı sermaye yatırımlarına etkisi literatürde sıklıkla çalışılmaya başlanmıştır. Bu durum çalışmanın çıkış noktasını teşkil etmektedir.

Finansal piyasalarda meydana gelen karmaşa, belirsizlik, risklerin bir ülkeden diğerine yayılma etkisi, finansal piyasaların entegrasyonu, alternatif yatırım araçlarının ortaya çıkması piyasa birimlerinin daha fazla riske maruz kalmalarına sebep olmuştur. Ülke riskinin bu şekilde artış göstermesi ile ekonomik, finansal, politik risklerin finansal piyasalar üzerindeki etkisi önem kazanmış ve bu risk türlerinin yabancı sermaye yatırımlarına, gelişen sermaye piyasalarına, hisse fiyatı ve getirisine, sermaye piyasası performansına, döviz kurlarına etkisi gibi çalışmalar yoğunlaşmıştır.

Ülke riskinin yabancı portföy yatırımları için arz eden öneminden yola çıkarak yapılan bu çalışmanın amacı, Türkiye’de ülke riskinin yabancı portföy yatırımları üzerindeki etkisini zaman serisi teknikleri ile değerlendirmek, yabancı portföy yatırımlarının ülke riski bileşenlerine karşı ne yönde hassasiyet gösterdiğini ortaya koymaktır. Çalışmada ilk olarak literatür taramasına yer verilmiş, daha sonra araştırmada kullanılan yöntem ve veriler tanımlanmıştır. Son bölümde ulaşılan sonuç ve genel değerlendirmenin yapıldığı sonuç kısmı yer almaktadır.

II. Literatür Taraması

Ülke riski uluslararası portföy analizinde değerlendirilen kilit kavram olarak karşımıza çıkmaktadır. Yabancı sermayenin gideceği ülkede dikkate aldığı önemli faktörlerden biri de yatırım yapılacak ülkedeki risk faktörleridir. Özellikle 1980’li yıllardan bu yana finansal liberalleşme sonucunda ülke riski iktisat ve finans literatüründe akademisyenlerin dikkatini çekmiş ve bu alanda çalışmalar yoğunluk kazanmıştır. Bu bölümde ülke riski ile ilgili yapılan çalışmalar özetlenecektir.

Shareef ve Hoti (2005), yaptıkları çalışmada International Country Risk Guide (ICRG) tarafından hesaplanan ülke riski endeksini kullanarak 1984-2001 dönemi için ülke riskinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini korelasyon analizi ile araştırmışlardır. Bu kapsamda ülke riski ile ekonomik büyüme arasında pozitif yönlü ilişki olduğunu iddia etmişlerdir. Erb vd. (1996), yine International Country Risk Guide (ICRG) tarafından hesaplanan ülke riski endeksini kullanarak 1996 yılında 117 ülke için yaptıkları çalışmada ülke riskinin hisse senedi getirisi üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Araştırmada yatay kesit analizi ve zaman serisi analizini kullanmışlardır. Uygulama sonucunda ülke riski ile hisse senedi getirileri arasında negatif ilişki tespit etmişlerdir. Ülke riski ile uluslararası bankacılık ilişkisini inceleyen Shapiro (1985), çalışmasında ülke riskinin, hükümetlerin ve de firmaların kredi politikalarında önemli bir belirleyici olduğunu tespit etmiştir. Diğer taraftan

Nordal (2001) ise 1984-1996 dönemini kapsayan petrol ülkeleri için yaptığı çalışmada, ülke riskinin yabancı sermaye yatırımlarına etkisini araştırmış ve çalışma sonucunda ülke riski arttıkça yabancı sermaye yatırımlarının azaldığını tespit etmiştir.

Rajan ve Friedman (1997)'nin 1981-1989 zaman dilimi için yaptıkları çalışma 600 Amerikan şirketi, 557 yabancı şirketi kapsamaktadır. Çalışmada uluslararası portföy yatırımlarının Amerika'da risk primlerini %9.4'ten %26.8'e yükselttiğini ifade etmişler ve ülke riskinin uluslararası portföy getirilerini önemli ölçüde etkilediğini belirtmişlerdir. Ramcharran (1999), yaptığı regresyon analizinde 1992-1994 dönemi için az gelişmiş ülkelerde ülke riskinin menkul kıymet fiyatları için belirleyici unsur olduğunu ifade etmiştir. Verma ve Soydemir (2006) ise, Arjantin, Şili, Brezilya ve Meksika'yı kapsayan çalışmalarında ARMA modelini kullanarak, yerel ve küresel risk faktörlerinin ülke riski üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Elde ettikleri bulgulara göre yerel ve küresel risk faktörleri ile ülke riski arasında negatif ilişki mevcut olduğu sonucuna varmışlardır.

Hassan vd. (2003), 10 farklı hisse senedi piyasası üzerinde çalışmışlardır. 1984-1999 dönemini kapsayan, Orta Asya ve Afrika ülkeleri üzerine yapılan çalışmada GARCH modeli kullanılmış, ülke riskinin hisse senedi piyasası volatilitesi ile getiri tahminlerinde önemli bir belirleyici olduğunu ifade etmişlerdir. Diğer taraftan Sanjo (2012), GARCH modelini kullandığı çalışmasında 1998-2008 dönemini analiz etmiş ve elde ettiği bulgulara göre yabancı sermaye yatırımı yapmak için yatırımcıların ülke riski yüksek olan ülkeleri tercih ettiğini savunmuştur. Ancak Palacios ve Griffin (2011) ise zıt bir kanıyı takip etmişler ve regresyon analizinde elde ettikleri sonuca göre yabancı sermaye yatırımlarının ülke riskinden negatif yönde etkilendiğini iddia etmişlerdir. Kriz dönemlerinde ülke riskinin değişimini gözlemleyen Verbenik vd. (2011), ARMA modeli ile inceleme yapmış ve bu dönemlerde ülke riskinin artma eğiliminde olduğunu ifade etmişlerdir. Yapraklı ve Güngör (a.g.m.) ise 1986-2006 dönemini kapsayan ve Türkiye üzerine yapılan çalışmalarında, regresyon analizi sonucunda ülke riskinin hisse fiyatlarını olumsuz yönde etkilediğini savunmuşlardır.

Ekonomik risk ile ilgili yapılan çalışmalara bakıldığında Karolyi ve Sanders (1998), Ferson ve Harvey (1991), CAPM modeli kullanarak araştırma yapmış, hisse senedi getirileri ile makro ekonomik faktörler arasında yüksek korelasyon olduğunu belirtmişlerdir. Yine aynı doğrultuda Virk (2012), Finlandiya üzerine yaptığı 1993-2008 dönemini kapsayan çalışmasında, hisse senedi piyasası getirilerinin makro ekonomik faktörlere duyarlı olduğunu savunmuştur. Öte yandan ekonomik risk üzerine Goldberg ve Veitch (2010), Güney Afrika için 1993-2008 dönemini kapsayan ampirik çalışmalarında, finansal entegrasyon ile makro ekonomik değişkenler arasında ilişki tespit etmişlerdir.

Finansal risk ile ilgili olarak yapılan çalışmalar gözden geçirildiğinde Clark ve Kassimatis (a.g.m.), 1985-1997 yıllarını kapsayan Latin Amerika ülkelerini regresyon analizi yaparak incelemişlerdir. Ekonomik riskin Arjantin hariç diğer Latin Amerika ülkelerinin hisse senedi piyasa performansını etkilemediğini öne sürmüşlerdir. Yine finansal risk üzerine regresyon analizi ile çalışan Yıldırım (2010), finansal risk ile sermaye yatırımları arasındaki ilişkiyi incelemiş ve sermaye yatırımlarının finansal göstergelerden olan faiz, enflasyon, cari denge ile ters yönlü, reel kur ve borsa ile aynı yönlü korelasyona sahip olduğunu savunmuştur.

Politik riskle ilgili literatürdeki uygulamalı çalışmalar incelendiğinde Beaulieu vd. (2005), Kanada için yapılan çalışmada politik riskin hisse senedi piyasasında volatilitayı ve de hisse senedi getirilerini etkilemediği görüşünü savunmuşlardır. Bir diğer politik risk için yapılan çalışma Güney Avrupa için Jiménez (2011) tarafından yapılmış ve Jiménez politik risk ile yabancı sermaye yatırımları arasında pozitif yönlü ilişki olduğunu belirtmiştir. Aynı şekilde Le ve Zak (2006), panel regresyon analizi ile gelişmekte olan ülkelere yaptıkları inceleme sonucunda, politik risk arttıkça yabancı sermaye yatırımlarının arttığı kanısını ileri sürmüşlerdir. Ancak bu kanının aksine Quer vd. (2011) ise politik risk ile yabancı sermaye yatırımlarının negatif yönlü ilişkiye sahip olduklarını ifade etmişlerdir.

Diğer taraftan Cherian ve Perotti (2001), yaptıkları Çin Halk Cumhuriyeti uygulamalarında 1983-1998 dönemi için politik risk artışının hisse senedi piyasasında dalgalanmaya sebep olduğunu belirtmişlerdir. Bilson vd. (2002), 17 gelişen ülke üzerine CAPM modelini analiz yapmış ve aynı şekilde Khattab vd. (2008), CAPM modeli ile üzerinde çalışmışlardır. Yazarların incelemeleri sonucu ortaya çıkan bulgulara göre politik risk ile hisse senedi getirileri arasında pozitif ilişki mevcut olduğudur. Oetzel (2005) ise Kosta Rika üzerine yaptığı çalışmada yatırımcıların ekonomik riski önemsediklerini, ancak politik riskin yatırımcılar için ekonomik riskten daha önemli olduğunu savunmuştur.

III. Ülke Riskinin Yabancı Portföy Yatırımlarına Etkisi

A. Veri Seti

Bu çalışmada ülke riskinin bileşenleri olan ekonomik risk, finansal risk, politik risk primlerinin portföy yatırımları üzerindeki etkisi ekonometrik analizlerle incelenmektedir. Çalışma 1997:1-2010:12 zaman aralığını kapsamaktadır. Uygulama kapsamında yer alan veriler ekonomik, finansal, politik risk primleri ile net portföy yatırımları değişkenlerine ait zaman serileridir.

Ülke risk primleri ampirik çalışmalarda oldukça sık kullanılan ve güvenilirliği kabul edilmiş ICRG (International Country Risk Guide)'den temin edilmiştir. ICRG ülke risk primlerini 22 unsura göre hesaplamaktadır. Bu

unsurların 5'i ekonomik risk göstergesi iken, 5'i finansal riski temsil etmekte ve politik risk ise 12 unsurdan meydana gelmektedir. Ekonomik risk ve finansal risk primlerinin maksimum değerleri 50 iken, minimum değerleri 0'dır. Maksimum değer olan 50 en düşük risk primini gösterirken, minimum değer olan 0 en yüksek risk primini ifade etmektedir. Politik risk primi ise 100 ve 0 aralığında değerler almaktadır. Yine politik risk primi için maksimum değer 100 iken, minimum değer 0'dır. Bu şekilde ICRG'nin hesapladığı risk primlerinde risk arttıkça sayının küçülmesi durumu uygulamada incelenecek ilişki için sıkıntı doğurabilmektedir. Dolayısıyla risk primi verileri, sayı arttıkça risk potansiyelin artması şeklinde düzeltilmiştir. ICRG tarafından hesaplanan ekonomik ve finansal risk primi verileri objektif kriterlere göre hesaplanırken, politik risk primi verileri için belirli düzeyde subjektiflik söz konusudur. Risk primlerinin hesaplanmasında kullanılan öğeler EK: 1'de verilmiştir.

Çalışmada kullanılan verilerin tamamı literatürdeki ampirik çalışmalar doğrultusunda verilerin kararlılıklarını belirlemek, verilerin varyanslarını stabilize etmek amacıyla logaritmaya dönüştürülmüştür. Risk primi verileri ICRG'den ve yabancı portföy yatırımları verileri www.borsaistanbul.com internet adresinden temin edilmiştir.

B. Metodoloji

Bu çalışmada ülke riski bileşenleri olan ekonomik, finansal ve politik risk primlerinin yabancı portföy yatırımları üzerindeki etkisi Türkiye için araştırılmaktadır. Bahsedilen etkilerin tahmin edilmesinde kullanılan regresyon eşitlikleri aşağıdaki gibidir (Detaylı bilgi için bkz. Yapraklı, S. ve Güngör, B. (2007), "Ülke Riskinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: İMKB 100 Endeksi Üzerine Bir Araştırma", Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, 62(2), ss. 200-218):

$$\log N_t = \alpha_0 + \alpha_1 \log ERP_t + \varepsilon_t \quad (1.1)$$

$$\log N_t = \alpha_0 + \alpha_1 \log FRP_t + \varepsilon_t \quad (1.2)$$

$$\log N_t = \beta_0 + \beta_1 \log PRP_t + \varepsilon_t \quad (1.3)$$

Regresyon eşitliklerinde yer alan N yabancı portföy alış değeri ile satış değerinin farkı alınarak bulunmuştur ve net portföy yatırımlarını temsil etmektedir. ERP ekonomik risk primini, FRP finansal risk primini, PRP politik risk primini ifade etmektedir. Ülke riski ve yabancı portföy yatırımları arasındaki ikili ilişkilerin belirlenmesinde, ülke riski bileşenleri bağımsız değişken ve net portföy yatırımları bağımlı değişken olarak belirlenmiştir.

Bu çalışmada öncelikli olarak kullanılan veriler durağanlık sınamasına tabi tutulmuştur. Bu amaçla verilerin durağan olup olmadıkları ve durağan iseler hangi seviyede durağan hale geldikleri, Phillips-Perron birim kök testi ile araştırılmıştır. Bu aşamadan sonra modelde kullanılan veriler arasında eş-bütünleşme olup olmadığı tespit edilmiştir. Bu yönde Johansen-Jeselius eş-bütünleşme testi kullanılmıştır. Eş-bütünleşme testinden elde edilen sonuçlardan hareketle değişkenler arasında nedensellik ilişkisi ve nedensellik ilişkisi varsa

hangi yönde olduğu incelenmiştir. Granger nedensellik testi ise şöyle yapılmıştır. Bağımlı değişken kendi gecikmeli değerleri ile regresyona tabi tutularak, Akaike Bilgi Kriteri (AIC) veya Schwartz Bilgi Kriteri (SIC) minimum yapan gecikme uzunluğu, uygun gecikme uzunluğu olarak belirlenmiştir. Uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesinde, bağımlı değişkenin uygun gecikme uzunluğu ile modele dâhil edilmesinin ardından, modele girecek bağımsız değişkenin muhtemel tüm gecikmeleri ile birlikte oluşan tüm regresyon modellerinin AIC veya SIC değerleri elde edilmiş ve en küçük bilgi kriterine sahip olan modeldeki bağımlı değişkenin gecikme sayısı da tespit edilmiştir. Tespit edilen gecikme sayısı, uygun gecikme uzunluğu olarak kabul edilmiş ve nedensellik analizi gerçekleştirilmiştir. (Yapraklı ve Güngör, a.g.m.: 208). Çalışmanın son aşamasında her bir risk türü ile net portföy yatırımları arasındaki ikili ilişkileri belirleyen EKK tahminleri yapılmıştır. Analizler EViews 6 paket programı kullanılarak yapılmıştır.

IV. Analiz Sonuçları

Zaman serisi analizlerinde zaman serisinin durağan olması önem arz etmektedir. Eğer zaman serileri durağan değilse tahmin edilen model sahte regresyona sebep olmaktadır. Durağan serilerin zaman içerisinde ortalaması, varyansı ve kovaryansı değişim göstermemektedir. Bu nedenle bu çalışmada Türkiye’de ülke riskinin (ekonomik, finansal, ve politik risk) yabancı portföy yatırımları üzerindeki etkisini ölçmek için zaman serilerindeki yapısal kırılmaları yakalamada diğer yöntemlerle kıyaslandığında daha etkin sonuçlar veren Phillips-Perron birim kök testi uygulanarak model tahmininde kullanılacak verilerin durağanlık sınaması yapılmıştır. Tablo 1’de Phillips-Perron birim kök testi sonuçları yer almaktadır.

Tablo 1: *Phillips-Perron Birim Kök Testi Sonuçları*

Değişkenin Adı	Seviye Değerleri		Fark Değerleri	
	Sabitli	Sabitli/Trendli	Sabitli	Sabitli/Trendli
logERP	-2.964 (4) ^(a)	-4.188 (5) ^(a)		
logFRP	-3.361 (4) ^(b)	-3.917 (4) ^(b)		
logN	-12.117 (16) ^(a)	-12.288 (18) ^(a)		
logPRP	-1.547 (6)	-2.226 (3)	-14.237 (7) ^(a)	-14.189 (7) ^(a)

*: Yukarıdaki tabloda ERP ekonomik risk primini, FRP finansal risk primini, N net portföy yatırımlarını, PRP ise politik risk primini temsil etmektedir.

*:(a), (b), (c) ifadeleri sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyinde değişkenin durağan olduğunu göstermektedir.

*: Parantez içindeki rakamlar Phillips-Perron birim kök testi için uygun gecikme uzunluklarını ifade etmektedir.

Tablo 1’de 1997-2010 dönemi için yapılan çalışmada ekonomik risk primi, finansal risk primi ve net portföy yatırımları değişkenlerinin seviye değerleri ile $[I(0)]$, politik risk primi değişkeninin ise birinci farkı $[I(1)]$ ile durağan hale geldikleri, yani birim kök içermedikleri gözlenmektedir.

Tablo 1’de yer alan sonuçlara göre değişkenlerin durağanlıklarının incelenmesinden sonra değişkenler arasında uzun dönemli ilişki Johansen-Jeselius eş-bütünleşme testi ile araştırılmıştır. Johansen-Jeselius eş-bütünleşme testi net portföy yatırımları ile diğer değişkenler arasındaki ikili ilişkiyi araştırmak için tek tek yapılmıştır. Tablo 2’de Johansen-Jeselius eş-bütünleşme testi sonuçları yer almaktadır.

Tablo 2: Johansen-Jeselius Eş-Bütünleşme Testi Sonuçları

Değişkenler	H ₀ Hipotezi	H ₁ Hipotezi	Öz Değerler	İz İstatistiği	Max Öz Değer İstatistiği
logERP(10) logN(1)	r=0 r≤1	r=1 r=2	0.095 0.0086	16.99 ^(b) 1.37	15.62 ^(b) 1.8975
logFRP(4) logN(2)	r=0 r≤1	r=1 r=2	0.2970 0.0608	67.66 ^(b) 10.22	57.442 ^(b) 10.22
logPRP(1) logN(1)	r=0 r≤1	r=1 r=2	0.3736 0.0158	80.30 ^(b) 2.65	77.65 ^(b) 2.65

*:(b) %5 önem düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir. Parantez içerisindeki rakamlar uygun gecikme uzunlukları olup AIC ve SIC esas alınarak elde edilmiştir.

Tablo 2’de yer alan Johansen-Jeselius eş-bütünleşme analizinde net portföy yatırımları değişkeni ile finansal risk, ekonomik risk ve politik risk değişkenleri arasında iz istatistiği ve maksimum öz değer istatistiklerine göre uzun dönemli bir ilişki söz konusudur, yani bu değişkenler için eş-bütünleşmenin olmadığı H₀ hipotezi reddedilmektedir. Johansen-Jeselius eş-bütünleşme analizinin ardından gerçekleştirilen Granger nedensellik testi sonuçları Tablo 3’te yer almaktadır.

Tablo 3: Granger Nedensellik Testi Sonuçları

Bağımlı Değişken- Bağımsız Değişken	F İstatistiği	Olasılık	Nedenselliğin Yönü
logN-logERP(10) logERP-logN(1)	0.5742 0.3515	0.8328 0.5541	-
logN-logFRP(4) logFRP-logN(2)	1.0707 2.3729 ^(c)	0.3730 0.0965	logFRP → logN
logN-logPRP(1) logPRP-logN(1)	2.9667 ^(c) 0.4212	0.0869 0.5172	logN → logPRP

*:(c) %10 önem düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir. Parantez içerisindeki rakamlar uygun gecikme uzunlukları olup AIC ve SIC esas alınarak elde edilmişlerdir.

Tablo 3'te görüldüğü gibi, net portföy yatırımı değişkeni ile ekonomik risk değişkeni arasında herhangi bir nedensellik ilişkisi tespit edilmemiştir. Finansal risk değişkeninden net portföy yatırımları değişkenine doğru nedensellik ilişkisi mevcut olduğu görülmektedir. Net portföy yatırımları değişkeninden politik risk değişkenine doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi söz konusudur. Bu durumda finansal riskin yabancı portföy yatırımlarını etkilediği ifade edilebilir.

Uygulamada kullanılan her bir risk türü ile yabancı portföy yatırımları arasındaki ikili ilişkileri belirlemek için EKK yöntemiyle yapılan regresyon tahminlerine ilişkin sonuçlar Tablo 4'te sunulmuştur.

Tablo 4: *Net Portföy Yatırımları ve Ülke Riski Arasındaki EKK Tahminleri*

Değişken Çiftleri	Tahmin Sonuçları	R ²	DW	F
logN- logERP	logN=0.1051-0.0235logERP t(0.2142) (-0.1615)	0.001	1.817	0.026
logN- logFRP	logN=1.7766+0.5293logFRP t(-2.6173) (2.6569) ^(a)	0.041	1.862	7.059 ^(a)
logN- logPRP	logN=0.0269-1.6193ΔlogPRP t(1.1859) (-1.9282) ^(c)	0.022	1.76	3.718 ^(c)

*: (a) %1, (c) %10 önem düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Tablo 4'teki sonuçlara bakıldığında, ekonomik risk primi ile net portföy yatırımları arasında istatistiki olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Hatırlanacağı üzere, Granger nedensellik testi analizi sonucuna göre de bu iki değişken arasında nedensellik olmadığı gözlenmiştir. Regresyon analizi sonuçlarına göre, finansal risk primi net portföy yatırımlarını pozitif yönde etkilemektedir. Finansal risk primindeki %1'lik artış karşısında net portföy yatırımlarında %0.53'lük bir artış söz konusu olmaktadır. Politik risk primi ise net portföy yatırımlarını negatif yönde etkilemektedir. Politik risk priminde meydana gelecek %1'lik artış net portföy yatırımlarında %1.62'lik bir azalış meydana getirecektir. Yapraklı ve Güngör (2007), çalışmalarında BIST 100 için ülke riski ve hisse senedi fiyatları arasındaki nedensellik ilişkisini araştırmışlar ve ülke riskinin unsurları olan ekonomik risk ve politik risk ile BIST 100'de işlem gören hisse senetleri arasında nedensellik olduğunu; ancak finansal risk ile BIST 100'de işlem gören hisse senetleri arasında nedensellik mevcut olmadığını tespit etmişlerdir. Ve yine ülke riskinin hisse senedi fiyatlarını olumsuz yönde etkilediği yazarlarca, araştırmada elde edilen diğer bir sonuçtur.

V. Sonuç

1997:01-2010:12 dönemini kapsayan çalışmanın amacı ülke riski bileşenleri olan ekonomik, finansal, politik riskin yabancı portföy yatırımları üzerindeki etkisini tespit etmektir. Uygulamada yer alan Johansen-Jeselius eş-

bütünleşme testleri ile finansal risk primi, ekonomik risk primi, politik risk primi ile net portföy yatırımları arasında uzun dönemli ilişkinin olduğu tespit edilmiştir. Bunun yanı sıra yapılan Granger nedensellik testi, net portföy yatırımlarından politik riske ve finansal riskten net portföy yatırımlarına doğru nedenselliğin varlığını göstermiştir. Ekonomik risk ile net portföy yatırımları arasında nedensellik analizi ve EKK tahminlerine göre, ikili ilişki gözlenmemiştir. Değişkenler arasında ikili ilişkiyi tespit etmeyi sağlayan EKK tahminleri sonucu, finansal risk arttıkça net portföy yatırımlarının arttığı, politik risk arttıkça net portföy yatırımlarının azaldığı ve son olarak ekonomik risk ile net portföy yatırımları arasında istatistiki olarak anlamlı bir ilişkinin olmadığı belirlenmiştir.

Küreselleşme ile birlikte finansal serbestleşmenin sonucu olarak sermaye akımları riski ve getirisi düşük gelişmiş ülkelere, riski ve getirisi yüksek gelişmekte olan ülkelere doğru gerçekleşmektedir. Bu durum finansal risk arttıkça yabancı portföy yatırımlarının artması savını destekler niteliktedir. Dolayısıyla riski yüksek gelişmekte olan ülkeler portföy yatırımları için yabancı yatırımcılar tarafından tercih edilmektedir. Öncelikli olarak politik riskin uluslararası piyasalar için önem arz ettiği görülmektedir. Çünkü bir ülkeye portföy yatırımlarının girişi uluslararası piyasalarda uygulanan politikalara güvenin ifadesidir. Yatırımcılar politik güven duymadıkları ülkeleri tercih etmemektedirler. Bundan dolayı politik risk arttıkça yabancı portföy yatırımları azalmaktadır.

Uygulamada elde edilen bulgular finansal risk arttıkça net portföy yatırımlarının olumlu yönde etkilendiğini, politik risk arttıkça net portföy yatırımlarının negatif yönde etkilendiğini, ekonomik risk ile net portföy yatırımları arasında anlamlı bir ilişki tespit edilemediğini göstermektedir. Bu sonuca tekabül eden politik riski azaltmak üzere siyasetler, politikacılar siyasi istikrar sağlamalı ve yatırımlar için elverişli politik ortam oluşturmalarıdır. Entegrasyon ile risk volatilitesi arttığı için politik riskin bölgesel yayılması sonucu ülkeler birbirlerinin politik istikrarını yüksek oranda etkilemektedir. Risk ve getiri analizlerini dikkate alan yatırımcılar finansal riskin yüksekliği yanında, politik riskin düşük olması durumunu arzu etmektedirler. Çünkü yatırımcılar yatırım için elverişli ortamı, ancak siyasi güven hissettikleri piyasalarda bulurlar ve bu piyasaları yatırım kapsamına alırlar. Bu sonuçlar Türkiye'ye portföy yatırımı yapacak olan yabancı yatırımcılar ile ülke riski ve portföy yatırımları ilişkisi üzerine çalışma yapan araştırmacılara yol gösterici nitelik taşımaktadır.

Kaynaklar

Başoğlu, U. (2000), "Finansal Serbestleşme ve Uluslararası Portföy Yatırımları", *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 3(4), ss. 88-99.

- Beaulie, M. C., Cosset, J. C. ve Essaddam, N. (2005), "The Impact of Political Risk on The Volatility of Stock Returns: The Case of Canada", *Journal of International Business Studies*, 36, ss. 701-718.
- Bilson, C. M., Brailsford, T. J. ve Hooper, V. C. (2002), "The Explanatory Power of Political Risk in Emerging Markets", *International Review of Financial Analysis*, 11, ss. 1-27.
- Brink, N. ve Viviers, W. (2003), "Obstacles in Attracting Increased Portfolio Investment into Southern Africa", *Development Southern Africa*, 20(2), ss. 213-236.
- Cherian, J. A. ve Perotti, E. (2001), "Option Pricing and Foreign Investment under Political Risk", *Journal of International Economics*, 55, ss. 359-377.
- Clark, E. ve Kassimatis, K. (2004), "Country Financial Risk and Stock Market Performance: The Case of Latin America", *Journal of Economics and Business*, 56, ss. 21-41.
- Click, R. W. (2005), "Financial and Political Risks in US Direct Foreign Investmet", *Journal of International Business Studies*, 36, ss. 559-575.
- Emirkadı, Ö. (2005), "Gelişmekte Olan Ülkeler ve Parasal Kriz Teorileri Üzerine Bazı Değerlendirmeler", *Sosyo Ekonomi*, 1(2), ss. 35-62.
- Erb, C. B., Harvey, C. R. ve Tadas, E. V. (1996), "Political Risk, Economic Risk And Financial Risk", *Financial Analysts Journal*, 52(6), ss. 29-46.
- Ferson, W. E. ve Harvey, C. R. (1991), "The Variation of Economic Risk Premiums", *Journal of Political Economy*, 99(2), ss. 385-413.
- Goldberg, C. S. ve Veitch, J. M. (2010), "Country Risk and Financial Integration—A Case Study of South Africa", *Research in International Business and Finance*, 24, ss 138-145.
- Hassan, M. K., Maroney, N. C. ve Telfah, A. (2003), "Country Risk And Stock Market Volatility, Predictability and Diversification in The Middle East and Africa", *Economic Systems*, 27, ss. 63-82.
- Jiménez, A. (2011), "Political Risk as a Determinant of Southern European FDI in Neighboring Developing Countries", *Emerging Markets, Finance and Trade*, 47(4), ss. 59.
- Karolyi, G. A. ve Sanders, A. B. (1998), "The Variation of Economic Risk Premiums in Real Estate Returns", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 17(3), ss. 245-262.
- Khattab, A. A., Anchor, J. R. ve Davies, E. M. M. (2008), "The Institutionalisation of Political Risk Assessment (IPRA) in Jordanian International Firms", *International Business Review*, 17, ss. 688-702.
- Le, Q. V. ve Paul, J. Z. (2006), "Political Risk and Capital Flight", *Journal of International Money and Finance*, 25, ss. 308-329.

- Nordal, K. B. (2001), "Country Risk, Country Risk Indices And Valuation of FDI: A Real Options Approach", *Emerging Markets Review*, 2, ss. 197-217.
- Oetzel, J. (2005), "Smaller May Be Beautiful But Is It more Risky? Assessing and Managing Political and Economic Risk in Costa Rica", *International Business Review*, 14, ss. 765-790.
- Palacios, A. ve Griffin, T. (2011), "Country Risks and FDI: Empirical Evidence from Latin American Countries", *Journal of International Business Research*, 10(1), ss. 9-25.
- Quer, D., Claver, E. ve Rienda, L. (2011) "Political Risk, Cultural Distance and Outward Foreign Direct Investment: Empirical Evidence from Large Chinese Firms", *Science+Business Media*, 7, ss. 47-92.
- Rajan, M. ve Friedman, J. (1997), "An Examination of The Impact of Country Risk on The International Portfolio Selection Decision", *Global Finance Journal*, 8(1), ss. 55-68.
- Ramcharran, H. (1999), "The Determinants Of Secondary Market Prices for Developing Country Loans: The Impact of The Country Risk", *Global Finance Journal*, 10, ss. 173-186.
- Shareef, R. ve Hoti, S. (2005), "Small Island Tourism Economies and Country Risk Ratings", *Mathematics and Computers in Simulation*, 68, ss.557-570.
- Sanjo, Y. (2012), "Country Risk, Country Size and Tax Competition for Foreign Direct Investment", *International Review of Economics and Finance*, 21, ss. 292-301.
- Shapiro, A. C. (1985), "Currency Risk and Country Risk in International Banking", *The Journal Of Finance*, XL(3), ss. 881-891.
- Rodrik, D. ve Velasco, A. (1999), "Short-Term Capital Flows", *ABCDE Conference Washington: World Bank*, ss. 1-44.
- Verbenik, M., Horváth, J. ve Gazda, V. (2011), "Country Risk in The New EU Member States: A Country Beta Approach", *International Research Journal of Finance and Economics*, 80, ss. 148-157.
- Verma, R. ve Soydemir, G. (2006), "Modeling Country Risk in Latin America: A Country Beta Approach", *Global Finance Journal*, 17, ss. 192-213.
- Virk, N. S. (2012), "Stock Returns and Macro Risks: Evidence from Finland", *Research in International Business and Finance*, 26, ss. 47-66.
- Yapraklı, S. ve Güngör, B. (2007), "Ülke Riskinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: İMKB 100 Endeksi Üzerine Bir Araştırma", *Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, 62(2), ss. 200-218.
- Yıldıran, M. (2010), "Yabancı Sermaye Yatırımlarının Finansal Risk Unsurlarına Bağlılığının Analizi: Uluslararası Karşılaştırmalar", *Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 11(2), ss. 1-20.

Ek 1: ICRG Tarafından Risk Primlerinin Hesaplanmasında Kullanılan Öğeler

<i>Ekonomik Risk</i>	<i>Finansal Risk</i>	<i>Politik Risk</i>
1. Kişi Başına GSYİH 2. Reel Yıllık GSYİH Büyüme Oranı 3. Yıllık Enflasyon Oranı 4. Bütçe Dengesi/GSYİH 5. Cari Hesap Dengesi/GSYİH	1. Dış Borçlar/GSYİH 2. Dış Borç Servisi/İhracat 3. Cari Hesap/İhracat 4. İthalata Ödenen Net Likidite 5. Döviz Kuru İstikrarı	1. Hükümet İstikrarı 2. Sosyoekonomik Şartlar 3. Yatırım Profili 4. İçsel Çatışmalar 5. Dışsal Çatışmalar 6. Rüşvet 7. Askeri Kanadın Siyasetteki Rolü 8. Dinsel Gerilimler 9. Kanun ve Düzen 10. Etnik Gerilimler 11. Demokratik Hesap Verilebilirlik 12. Bürokrasi Kalitesi

Ek 2: Serilerin Tanımlayıcı İstatistikleri

<i>Seriler</i>	<i>Maks.</i>	<i>Min.</i>	<i>Std. Sapma</i>	<i>Çarpıklık</i>	<i>Basıklık</i>	<i>Jarque-Bera (Prob)</i>
logERP	3.47	2.66	0.20	-0.09	2.12	5.56 (0.06)
logFRP	3.31	2.71	0.15	0.6	2.28	13.62 (0.00)
logN	1.87	-2.27	0.29	-0.81	32.27	6014.35 (0.00)
logPRP	4.02	3.37	0.15	0.07	2.43	2.42 (0.29)