

POLİTİK VE FİNANSAL RİSKİN BİST İMALAT SEKTÖRÜNÜN PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

Dr. Öğr. Üyesi H. Pınar KAYA

Kırşehir Ahi Evran Üniversitesi, İİBF, (pkaya@ahievran.edu.tr)

ÖZET

Çalışmanın amacı politik ve finansal riskin, imalat sektörünün aktif karlılığı üzerindeki etkisini araştırmaktır. Bu amaç doğrultusunda 1997-2015 dönemine ait çeşitli veri tabanlarından elde edilen üçer aylık veriler, sınır testi ve ARDL yöntemi kullanılarak analiz edilmiştir. Politik risk endeksi yolsuzluk, demokratik hesap verebilirlik, kanun ve düzen, hükümet istikrarı ve bürokratik kalite bileşenleri kullanılarak oluşturulmuştur. Finansal risk endeksi ise ICRG (International Country Risk Guide) veri setinden sağlanmıştır. Elde edilen sonuçlar, politik ve finansal riskin imalat sektörünün aktif karlılığı üzerinde negatif yönlü anlamlı bir etkiye sahip olduğunu ortaya çıkarmıştır. Çalışmada incelenen modelin ampirik bulgularına göre, ülkedeki politik risk ve finansal risk düzeyinin artması, imalat sektörünün aktif karlılığını olumsuz yönde etkilemektedir.

Anahtar Kelimeler: Politik Risk, Finansal Risk, Sınır Testi ve ARDL Yöntemi.

THE EFFECT OF POLITICAL AND FINANCIAL RISK ON BIST MANUFACTURING SECTOR PERFORMANCE

ABSTRACT

The aim of the study is to investigate the effect of political and financial risk on the return on assets of the manufacturing sector. For this purpose, quarterly data obtained from several databases for 1997-2015 period were analyzed using the bounds test and ARDL method. The political risk index was established using corruption, democratic accountability, law and order, government stability and bureaucracy quality components. The financial risk index was obtained from the ICRG (International Country Risk Guide) data set. The results reveal that political and financial risks have a significant negative effect on the return on assets of the manufacturing sector. According to the empirical findings of the model in this study, an increase in the level of political risk and financial risk in the country affects the return on assets of the manufacturing sector negatively.

Keywords: Political Risk, Financial Risk, Bounds Test and ARDL Method.

1. Giriş

İşletmeler iç ve dış çevrelerinde meydana gelen olaylarla etkileşim halinde olan açık sistemlerdir. Teknolojik, ekonomik, politik, finansal ve sosyal gelişmeler işletme faaliyetlerini etkileme potansiyeline sahiptir (Kaya & Uzay, 2017: 47). Piyasada rekabet avantajı sağlamak, karlılığını artırmak ve faaliyetlerini sürdürmek isteyen işletmelerin, karşı karşıya oldukları riskleri bilmeleri ve bu risklerin etkisini iyi analiz etmeleri önemlidir.

Riskin çok farklı çeşitleri vardır. Çalışma kapsamında incelenecek olan politik risk ve finansal risk, Uluslararası Ülke Riski Rehberi'nde (International Country Risk Guide-ICRG) ülke riskinin temel bileşenleri arasında değerlendirilmektedir. ICRG birçok uygulamalı çalışmada tercih edilen, 1980 yılından itibaren yaklaşık 140 ülkenin politik, finansal ve ekonomik açıdan risk endekslerini belirleyebilmek için düzenli olarak aylık veri toplayan bir kuruluştur (Kaya vd., 2014: 78).

ICRG'ye göre ülke riski; politik risk, finansal risk ve ekonomik risk olmak üzere üç temel bileşenden oluşmakta ve toplam 22 değişkenle açıklanmaktadır. ICRG veri setinde politik risk 12 alt bileşenden; finansal risk ve ekonomik risk ise 5'er alt bileşenden oluşmaktadır. Politik riskin alt bileşenleri; hükümet istikrarı, sosyo-ekonomik koşullar, yatırım profili, içsel çatışmalar, dışsal çatışmalar, yolsuzluk, politik alanda askerin etkisi, politik alanda dinin etkisi, kanun ve düzen, etnik gerilimler, demokratik hesap verebilirlik ve bürokratik kalite'dir. Finansal riskin alt bileşenleri ise; dış borcun GSYİH'ya oranı, mal ve hizmet ihracatının bir yüzdesi olan dış borç servisi, mal ve hizmet ihracatının bir yüzdesi olan cari hesap, ithalat kapsamına göre net uluslararası likidite ve döviz kuru istikrarı'dır.

Ülke riski bileşenlerinin gelişmiş piyasalardan ziyade, gelişmekte olan piyasaların analizinde kullanılmasının daha faydalı olduğu belirtilmektedir (Harvey, 2004: 7). Gelişmiş ülkeler düzeyinden, az gelişmiş ülkeler düzeyine inildikçe özellikle politik risk bileşenlerinin daha etkili sonuçlar ortaya çıkardığı genel kabul görmüş bir düşüncedir (Çam, 2014: 120). Politik faktörlerin ekonomik büyümenin önemli belirleyicilerinden olduğunu ileri süren Zaouali (2014), 40'dan fazla ülkede 2000-2011 yılları arasında yaptığı çalışma sonucunda, demokratik ülkelerde yolsuzluğun ekonomik büyüme üzerinde önemli bir etkisinin olmadığını ancak demokratik olmayan ülkelerin ekonomik büyümesini geciktirdiğini ve yolsuzluğun olumsuz etkilerinden bu ülkelerin zarar gördüğünü tespit etmiştir. Ayrıca demokrasinin, yolsuzluğun ekonomik büyüme üzerindeki olumsuz etkilerini azaltabileceğini ortaya koymuştur. Demokrasi düzeyinin artması için de, temel hak ve özgürlükleri güçlendirmeye ve yargının bağımsızlığını sağlamaya yönelik yasal düzenlemeler yapılması gereklidir (Artan & Hayaloğlu, 2014: 362). Politik riskin bir başka bileşeni olan bürokratik kalitenin hem özel sektörde hem de kamu sektöründe çok fazla dikkat çeker hale geldiği ve bürokratik kalite ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmaların gelişmekte olan ülkelere odaklandığı ifade edilmektedir (Van De Walle, 2005: 3-10). Genel olarak politik risk bileşenlerinin özellikle gelişmekte olan ülkelerin ekonomik büyümesi üzerinde etkili olması, politik riskin ülke içindeki sektörel büyümeyi ve karlılığı da etkileyebileceğini akla getirmektedir.

Politik ve finansal risk, ülkelerin sermaye piyasasını ve dolayısıyla o piyasadaki işletmeleri yakından ilgilendirir (Çam, 2014: 119). Bir ülkenin politik ve finansal riskinin artması veya azalması, o ülkedeki işletmelerin faaliyetlerini ve dolayısıyla faaliyet sonuçlarını etkileme potansiyeline sahiptir. Ülkeyi yönetme yetkisi olan hükümetlerin vergi toplama, devlet desteği sağlama, kanun çıkarma, rekabeti düzenleyici önlemler alma, çevresel politikalar geliştirme gibi özel sektörün çalıştığı ortamı şekillendirmede önemli bir etkisi bulunmaktadır (Ayaydın, 2015: 65). Özellikle hükümetin istikrarlı ve ucuz enerji kaynakları sağlama politikası, üretim sektörü gibi başlıca sektörlerin gelişimine yardımcı olmaktadır (Edame & Okoi, 2015: 801).

Kurumsal ve finansal yapının güçlü olması, üretim için gerekli olan kaynakların daha az maliyetle tedarik edilmesini, üretken ve istihdam sağlayan alanlara aktarılmasını sağlayarak sanayinin gelişmesine ve karlılığın artmasına yardımcı olmaktadır (Yapraklı, 2008: 303). Bu noktada, sektörel performansların nasıl bir seyir izlediğinin bilinmesi de gereklidir (Kök vd., 2015: 152). Sektörde kapasite kullanım oranının düşük gerçekleşmesi, kaynakların verimsiz kullanımına, potansiyel çıktı seviyesinin düşmesine ve istihdam kaybına neden olabilmektedir (Edame & Okoi, 2015: 801). Bu sebeple politik ve finansal risk bileşenlerinin sektör ve işletmeler üzerindeki etkisinin analiz edilmesi, ülke kaynaklarının etkin kullanımı, yatırım ve üretimin artırılması açısından önemlidir.

Politik ve finansal risk bileşenleri, işletmelerin risk yönetimi açısından da çok şey ifade etmektedir. Her ne kadar bu risklerin esas kaynağı işletme faaliyetleri olmasa da, işletmelerin politik ve finansal riskleri iyi analiz ederek bu risklerin olası olumsuz etkilerini azaltıcı tedbirler almaya yönelik stratejiler geliştirmesi, (Çam, 2014: 119) hem ülke kaynaklarının etkin kullanımını sağlayacak, hem de işletmelerin piyasada uzun yıllar faaliyet göstermelerine imkan tanıyacaktır.

Bu çalışmanın temel amacı politik ve finansal riskin, Türkiye’de imalat sektörünün performansı üzerindeki etkisini araştırmaktır. Çalışma kapsamında öncelikle konu ile ilgili literatür incelemesine yer verilecektir. Devamında 1997-2015 dönemine ait veriler, zaman serileri analizi yöntemleri kullanılarak analiz edilecektir. Elde edilen bulgular değerlendirilerek, çalışma tamamlanacaktır.

Literatürde yer alan çalışmaların daha çok politik ve finansal riskin makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisini araştırdığı görülmektedir. Politik ve finansal riskin sektörel performans üzerindeki etkisini inceleyen çok az sayıda çalışma olması ve söz konusu çalışmalarda da politik risk bileşeni ve finansal performans göstergesi olarak farklı değişkenlerin kullanılması açısından yapılan bu çalışmanın literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

2. Literatür

Literatürde farklı kaynaklardan sağlanan verileri kullanarak, çeşitli risk bileşenlerinin ekonomik büyüme, hisse senedi fiyatları ve doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisini inceleyen çok sayıda çalışma vardır. ICRG veri setinde yer alan finansal risk bileşenlerini ve kurumsal kalite, kurumsal nitelik ya da kurumsal yapı göstergeleri olarak da adlandırılan politik risk bileşenlerini kullanan çalışmalara ilişkin özet bilgiler aşağıdaki Tablo 1’de sunulmaktadır.

Tablo 1: Literatür Özeti

Yazar(lar) (yıl)	Veri Seti	Kullanılan Değişkenler	Bulgular
Erb vd. (1996)	117 ülke (1984-1995)	ICRG ekonomik risk, politik risk, finansal risk ve ülke riski bileşenleri	Ülke riski ile hisse senedi getirileri arasında negatif yönlü bir ilişki saptanmıştır.
Assane & Grammy (2003)	110 ülke (1960-1985)	ICRG politik risk bileşenleri	Kurumsal yapının ekonomik büyüme üzerinde pozitif bir etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Harvey (2004)	100 ülke (1984-2004)	ICRG ekonomik risk, politik risk, finansal risk ve ülke riski bileşenleri	Gelişmekte olan piyasalarda, ülke riski bileşenleri ile hisse senedi getirileri arasında pozitif yönlü güçlü bir ilişki bulunmuştur.
Yapraklı & Güngör (2007)	İMKB 100 Endeksi (1986-2006)	ICRG ekonomik risk, politik risk, finansal risk ve ülke riski bileşenleri	Ekonomik, finansal ve politik risklerin hisse senedi fiyatlarını olumsuz yönde etkilediği tespit edilmiştir.
Şanlısoy & Kök (2010)	Türkiye (1987-2006)	ICRG politik risk bileşenleri	Politik istikrarsızlıkla ekonomik büyüme arasında ters yönlü ilişki saptanmıştır.
Arslan (2011)	Türkiye (1987-2007)	ICRG politik risk bileşenleri	Politik istikrarsızlık ile ekonomik büyüme arasında uzun dönem denge ilişkinin olduğu tespit edilmiştir.
Kaya vd. (2014)	BIST 100 Endeksi (1998-2012)	ICRG politik risk bileşenleri	Politik risk ile hisse senedi fiyatları arasında uzun dönemli bir ilişkinin var olduğu ve politik riskin hisse senedi fiyatlarını negatif yönde etkilediği tespit edilmiştir.
Çam (2014)	İMKB 100 Endeksi (2000-2009)	ICRG politik risk bileşenleri	Politik risk ile firma değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki saptanmıştır.
Koçak & Üçler (2015)	Türkiye (1988-2010)	Kanun ve düzen, hükümet istikrarı, yolsuzluk, demokratik hesap verebilirlik	Kurumsal yapı ve ekonomik büyüme arasında uzun dönemli ilişki olduğu ve kurumsal yapının ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilediği saptanmıştır.
Kara & Karabıyık (2015)	BİST 100 Endeksi (1999-2013)	ICRG ekonomik risk, politik risk, finansal risk ve ülke riski bileşenleri	Ülke riskinin ve ülke riski bileşenlerinin hisse senedi fiyatlarını olumsuz yönde etkilediği saptanmıştır.
Lehkonen & Heimonen (2015)	Gelişmekte olan 49 ülke (2000-2012)	ICRG politik risk bileşenleri	Politik risk ile hisse senedi getirileri arasında negatif yönlü bir ilişki saptanmıştır.

Tablo 1 devam

Kaya (2015)	Türkiye (1997-2010)	ICRG ekonomik risk, politik risk, finansal risk ve ülke riski bileşenleri	Finansal riskin ve politik riskin yabancı portföy yatırımları olumlu etkilediği, ekonomik riskin ise anlamlı düzeyde etkilemediği tespit edilmiştir.
Erkoçak & Çam (2015)	BİST'e Kayıtlı Ticari Bankalar (2003-2013)	ICRG ekonomik risk, politik risk, finansal risk ve ülke riski bileşenleri	Ülke riskinin ve ülke riski bileşenlerinden ekonomik risk ve politik riskin, hisse senedi getiri oranlarını negatif yönde etkilediği ortaya çıkmıştır.
Nawaz (2015)	56 ülke (1981-2010)	Hükümet istikrarı, yatırım profili, yolsuzluk, kanun ve düzen, demokratik hesap verebilirlik, bürokratik kalite	Kurumsal yapı ve ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir.
Ayaydın vd. (2016)	BİST 100 Endeksi (2002-2015)	ICRG ekonomik risk, politik risk, finansal risk ve ülke riski bileşenleri	Hisse senedi getirisi ile ekonomik risk, finansal risk, politik risk ve ülke riski arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir.
Tükenmez & Kutay (2016)	Türkiye ve Arjantin (1996-2013)	ICRG ekonomik risk, politik risk, finansal risk ve ülke riski bileşenleri	Türkiye'de ekonomik, finansal ve politik risklerin, Arjantin'de ise sadece finansal riskin hisse senedi fiyatlarını olumsuz yönde etkilediği saptanmıştır.
Vortelinos & Saha (2016)	66 ülke (2001-2014)	Hükümet istikrarı, sosyo ekonomik durum, yatırım profili ve iç çatışma	Amerika'nın hükümet istikrarı, sosyoekonomik durum ve yatırım profili açısından; Avrupa'nın ise iç çatışma açısından ortalama en düşük politik riske sahip bölge olduğu saptanmıştır.
Özşahin (2016)	Türkiye (1998-2014)	Yolsuzluk, demokratik hesap verebilirlik, iç ve dış çatışma, hükümet istikrarı, etnik gerginlik, yatırım profili, kanun ve düzen, sosyoekonomik durum	Kaliteli kurumsal yapının, ülkeye gelen doğrudan yabancı yatırım hacmi üzerinde pozitif yönlü etkiye sahip olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.
Üçler (2017)	Gelişmekte olan 20 ülke (1990-2014)	Hükümet istikrarı, yolsuzluk, kanun ve düzen, demokratik hesap verebilirlik, bürokratik kalite	Kurumsal kalite düzeyinin, uzun dönemde doğrudan yabancı yatırımları pozitif yönde etkilediği tespit edilmiştir.

Tablo 1’de yer alan çalışmalar, kurumsal yapının güçlü olmasının, diğer bir ifade ile ülkenin düşük politik riske sahip olmasının ekonomik büyümeyi ve doğrudan yabancı yatırım hacmini pozitif yönde etkilediğini göstermektedir. Ayrıca çalışmalar, ülke riski ve bileşenlerinin hisse senedi getirileri üzerinde olumsuz bir etki yarattığını ortaya koymaktadır.

Literatürde, politik ve finansal riskin sektörel performans ve işletme performansı üzerindeki etkisini inceleyen çok az sayıda çalışmaya rastlanmıştır. Söz konusu çalışmalara ilişkin bilgiler aşağıda özetlenmiştir:

Topak (2010), İMKB’de hisse senedi işlem gören imalat sektörüne ait 129 işletmenin 2004-2009 yıllarına ilişkin finansal tablolarından elde ettiği belirli oranları kullanarak, taşıması oldukları iş riski, finansal risk ve toplam risk düzeylerini “İki Aşamalı Kümeleme Analizi” yardımıyla tespit etmeye çalışmıştır. Analiz sonuçlarına göre, toplam risk açısından en riskli sektör tekstil; risk düzeyi en düşük olan sektör ise taş-toprak sektörüdür. Gıda ve tekstil sektörleri finansal risk açısından en riskli, taş-toprak ve kimya sektörleri ise en az risklidir.

Jimenez & Garcia (2012), İspanya’da 2000-2005 dönemine ait çokuluslu 164 işletmenin performansı ile politik risk arasındaki ilişkiyi analiz ettikleri çalışmada, politik risk bileşenleri olarak yolsuzluk algı endeksi, politik baskı endeksi ve ekonomik özgürlük endeksi; performans göstergeleri olarak özkaynak karlılığı (Roe), aktif karlılığı (Roa) ve sermaye karlılığı (Roc) kullanmışlardır. Çalışma sonucunda, politik risk ile performans arasında pozitif bir ilişki olduğu saptanmıştır.

Edame & Okoi (2015), Nijerya’da 1999-2013 yılları arasında kurumsal kalitenin imalat sektörünün performansı üzerindeki etkisini araştırdıkları çalışmada, kurumsal kalite göstergelerinden biri olarak kullandıkları yolsuzluk algı endeksinin, imalat sektörünün performansı üzerinde pozitif bir etkisinin olduğunu tespit etmişlerdir. Ayrıca imalat sektöründeki yatırım ve üretim faaliyetlerinin artması, yolsuzluk seviye artışı ile uyumlu bulunmuştur.

Kök vd. (2015), Türkiye’de ülke riski bileşenlerinin bankacılık ve reel sektör performansları üzerindeki etkilerini araştırdıkları çalışmada, 1993-2015 dönemine ait veriler kullanmışlardır. Risk bileşenleri ICRG veri setinden elde edilmiş, bankacılık sektörünün performansı için aktif karlılık oranı (Roa), reel sektör için sanayi üretim endeksi verileri kullanılmıştır. Sonuç olarak, ekonomik riskin ve politik riskin bankacılık sektörü üzerinde; finansal riskin ise reel sektör üzerinde negatif ve anlamlı etkisinin olduğu tespit edilmiştir.

Ağazade vd. (2017), 2008-2013 dönemi için Türk İmalat Sanayinde risk ve performans arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmada, risk göstergesi olarak toplam kaldıraç derecesi, faaliyet kaldıraç derecesi ve finansal kaldıraç derecesi; performans göstergesi olarak ise net kâr marjı, aktif kârlılık oranı ve öz sermaye kârlılık oranları kullanmışlardır. Analiz sonuçları, toplam kaldıraç derecesi veya finansal kaldıraç derecesi risk göstergesi olarak dikkate alındığında, performansın riski pozitif yönde etkilediğini; risk göstergesi olarak faaliyet kaldıraç derecesi dikkate alındığında ise performansın riski negatif yönde etkilediğini ortaya koymuştur.

Oral & Yılmaz (2017), politik ve finansal riskin BIST Sınai Endeksi üzerindeki etkisini analiz ettikleri çalışmada, Türkiye’nin 1992-2014 yıllarını kapsayan ICRG tarafından hesaplanan politik ve finansal risk dereceleri ile söz konusu yıllardaki Borsa İstanbul Sınai

Endeksi kapanış verilerini kullanmışlardır. Analiz sonuçları, finansal ve politik riskin Borsa İstanbul Sınai Endeksi üzerinde uzun ve kısa dönemli bir etkisinin olduğunu, finansal ve politik riskteki artışların BIST Sınai Endeksi'ni olumsuz yönde etkilediğini ortaya çıkarmıştır.

Raj & Sen (2017), kurumsal kalitenin Hindistan'da faaliyet gösteren imalat sektörü işletmelerinin performansı üzerindeki etkisini 2013-2014 yılları arasında gerçekleştirilen Dünya Bankası Kurumsal Anket sonuçlarından (WBES) elde ettikleri verileri kullanarak analiz etmişlerdir. İşletme performansının işgücü verimliliğine ve toplam faktör verimliliğine bağlı olarak değerlendirildiği çalışmanın sonuçları, bürokratik yolsuzluğun işletme verimliliğini olumsuz yönde etkilediğini göstermiştir.

Kök vd. (2017), 1998-2015 döneminde Azerbaycan, Kazakistan, Rusya ve Türkiye'nin ülke riski bileşenlerinin reel sektör performansı üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Çalışmada, risk bileşenleri ICRG veri setinden elde edilmiş ve reel sektör performansı için ülkelerin sanayi üretim endeksi verileri kullanılmıştır. Analiz sonuçları, ülke riski ve ülke riski bileşenleri ile reel sektör performansı arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur.

3. Model ve Veri Seti

Önceki bölümlerde yapılan açıklamalar çerçevesinde, çalışmada kullanılacak ampirik model şu şekilde tanımlanmaktadır:

$$RoA = \beta_0 + \beta_1 PolR + \beta_2 FinR + e \quad (1)$$

Karlılık değişkeni olan RoA (Return on Assets) sektörün aktif karlılığını temsil etmektedir. Ampirik çalışmalarda karlılık değişkeni olarak aktif karlılığı (Fitzsimmons vd., 2005; Akbulut, 2011; Saldanlı, 2012; Li & Wang, 2014; Demirgüneş & Üçler, 2015) ya da özsermaye karlılığı (Roe) kullanılmaktadır. Aktif karlılığı, özellikle imalat sektörü açısından sermaye yoğunluğu ve varlıkların etkin kullanılması noktasında sağlıklı bir değerlendirme ölçütü olarak kabul edilmektedir ve ölçek ekonomisinin toplam karlılık üzerinde yaratabileceği dezavantajları ortadan kaldırmaktadır (Demirgüneş & Üçler, 2015: 662; Üçler & Uysal, 2017: 91).

Politik ve finansal riskin sektörün aktif karlılığı üzerindeki etkisinin incelendiği modelde, ICRG veri setinden elde edilen beş farklı bileşenden Temel Bileşenler Analizi yöntemi ile politik risk endeksi oluşturulmuştur. Politik risk endeksi (*PolR*), yolsuzluk (Corruption), demokratik hesap verebilirlik (Democratic Accountability), Kanun ve düzen (Law & Order), Hükümet İstikrarı (Government Stability), Bürokratik Kalite (Bureaucracy Quality) bileşenlerini kapsamaktadır.¹ Politik risk endeksini oluşturmada kullanılan yolsuzluk bileşeni, sistem içinde ekonomik ve finansal ortamı bozan, bireylerin yetenekleri dışında bir güce sahip olmalarını sağlayarak yapılan işin verimliliğini düşüren bir göstergedir. Demokratik hesap verebilirlik, hükümetin vatandaşlara karşı ne kadar duyarlı olduğunun bir göstergesi iken kanun ve düzen, hukuk sisteminin gücü ve tarafsızlığı ile bu sisteme uyumun bir göstergesidir. Hükümet istikrarı, hükümetin hem açıkladığı programları yerine getirme hem de görevde

1 Endeks oluşturulmadan önce modelin uygunluğunu test etmek amacıyla Bartlett (1950) testi yapılmıştır. Test sonuçları değişkenler arasında bir ilişkinin varlığı ve endeks oluşturmada bir sakınca olmadığı yönünde çıkmıştır.

kalma yeteneğini; bürokratik kalite ise, hükümet değiştiği zaman büyük politika değişiklikleri olmaksızın devlet hizmetlerinin kesintisiz bir şekilde devam etmesini ifade eder.

Temel bileşenler analizi yöntemi ile elde edilen politik risk endeksinin değeri yükseldikçe politik risk artmaktadır. Politik risk endeksinde yüksek değerler zayıf kurumsal yapıyı temsil ederken; düşük değerler güçlü ve kaliteli kurumsal yapıyı temsil etmektedir. Bu nedenle politik risk endeksinin işaretinin negatif yönde olması beklenmektedir.

Çalışmanın ikinci bağımsız değişkeni olan finansal risk endeksi (FinR), ICRG veri setinden elde edilmiştir. Finansal risk, ülkenin resmi ve ticari borç yükümlülüklerini finanse etme yeteneğini göstermekte ve önceden belirlenmiş bir grup faktöre finansal risk bileşenleri olarak adlandırılan risk puanları atayarak hesaplanmaktadır. Her bileşene atanabilecek minimum puan sıfır iken maksimum puan, bileşenlerin genel finansal risk değerlendirmesinde verilen sabit ağırlığa bağlıdır. Finansal risk puanı toplamı ne kadar düşükse risk o kadar yüksek, risk puanı ne kadar yüksek ise risk o kadar düşüktür. Genel olarak %0,0 ile %24,9 puan arasındaki risk derecesi çok yüksek finansal riski, %25,0-%29,9 arası yüksek riski, %30,0-%34,9 orta derece riski, %35,0-%39,9 düşük riski ve %40,0 veya daha fazlası ise çok düşük riski temsil etmektedir. Bu nedenle kurulan modelde finansal risk endeksinin işaretinin pozitif yönde olması beklenmektedir. Finansal risk endeksi oluşturulurken kullanılan temel bileşenler ise sırasıyla, dış borcun GSYİH'ya oranı, mal ve hizmet ihracatının bir yüzdesi olan dış borç servisi, mal ve hizmet ihracatının bir yüzdesi olan cari hesap, ithalat kapsamına göre net uluslararası likidite ve döviz kuru istikrarıdır. Tüm bu bileşenlere taşıdıkları ağırlık derecelerine göre puanlandırma yapılarak finansal risk endeksi oluşturulmuştur.²

Politik ve finansal riskin Türkiye'de imalat sektörünün performansı üzerindeki etkisinin incelendiği bu çalışmada, 1997-2015 dönemine ait üçer aylık veriler kullanılmıştır. Tablo 2'de ekonometrik analizde kullanılan değişkenlerin alındığı veri tabanları sunulmaktadır.

Tablo 2: Değişkenler ve Veri Tabanları

Simge	Değişken	Veri Tabanı
Roa	İmalat Sektörü Aktif Karlılığı	Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda (KAP) ve işletmelerin web sayfalarında yayınlanan finansal tablolardan elde edilmiştir.
PolR	Politik Risk Endeksi	ICRG veri setinden alınan beş farklı bileşenden Temel Bileşenler Analizi yöntemi ile elde edilmiştir.
FinR	Finansal Risk Endeksi	ICRG veri setinden elde edilmiştir.

Çalışmada kullanılan değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler Tablo 3'de rapor edilmektedir.

2 Finansal risk endeksinin oluşturulmasında kullanılan tüm bileşenlerin ağırlık dereceleri ve puanlama sistemi ile ilgili detaylı bilgi için ICRG veri setine bakınız.

Tablo 3: Tanımlayıcı İstatistikler

Tanımlayıcı İstatistikler	Değişkenler		
	FinR	PolR	Roa
Ortalama	31,47	1,78	3,77
Medyan	32,25	1,97	4,152
Maksimum	37,01	3,74	11,419
Minimum	23,10	0,52	-3,032
Standart Hata	3,38	0,78	2,81
Gözlem Sayısı	72	72	72

Tablo 3, değişkenlere yönelik tanımlayıcı istatistikleri sunmaktadır. Tablodan görülebileceği gibi, finansal risk değişkenine ait tüm tanımlayıcı istatistikler, diğer değişkenlerin tanımlayıcı istatistiklerinden büyüktür. Tanımlayıcı istatistikler, araştırmacılara değişkenler hakkında ön bilgi sunmaktadır; ancak değişkenler arasındaki ilişkilerin incelenebilmesi için birim kök ve eşbütünleşme analizleri gibi ekonometrik yöntemlere ihtiyaç vardır.

4. Ekonometrik Yöntem ve Bulgular

Bir zaman serisinin durağanlığı, ortalaması ile varyansının zaman içerisinde değişmemesi ve iki dönem arasındaki kovaryansının iki dönem arasındaki uzaklığa bağlı olması demektir (Gujarati, 1999). Durağan olmayan modellerde t ve F tahmin sonuçları geçerliliğini yitirir. Dolayısıyla seriler arasındaki eş bütünleşme ilişkisinden bahsedebilmek için model tahmininin durağan serilerle yapılması gerekmektedir. Dickey & Fuller (1981) zaman serileri için sabit terimsiz, sabit terimli ve sabit terimli-trendli olmak üzere üç adet durağanlık testi geliştirmiştir. Phillips & Perron (1988) ise hata terimlerinin otokorelasyon ve değişen varyans sorunu taşımadığı farklı bir durağanlık testi geliştirmiştir. Kurumsal yapı ve finansal yapının imalat sektörünün aktif karlılığı üzerindeki etkisini incelemek amacıyla tahmin edilecek modelde kullanılan değişkenlere ait birim kök test sonuçları Tablo 4’de verilmektedir.

Tablo 4: Birim Kök Testi Sonuçları

	Düzye Değerleri				İlk Farklar			
	ADF ^a	PP ^a	ADF ^b	PP ^b	ADF ^a	PP ^a	ADF ^b	PP ^b
<i>Roa</i>	-2,555	3,508**	1,107	-2,709	-4,010***	-19,679***	-4,010**	-20,027***
<i>PolR</i>	-2,364	-2,683*	-2,355	3,264*	-6,906***	-6,364***	-6,865***	-6,424***
<i>FinR</i>	-3,865***	-3,039**	-4,023**	-3,892**	-7,809***	-7,550***	-7,735***	-7,450***
	Kritik Değerler				Kritik Değerler			
	ADF ^a	PP ^a	ADF ^b	PP ^b	ADF ^a	PP ^a	ADF ^b	PP ^b
1%	-3,536		-4,107		-3,531		-4,100	
5%	-2,907		-3,481		-2,905		-3,478	
10%	-2,591		-3,168		-2,590		-3,166	

Not: ^a sabitli modeli, ^b ise sabitli+trendli modeli ve ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 önem düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Değişkenlere ilişkin birim kök testi sonuçları Tablo 4'te rapor edilmiştir. Bu sonuçlara göre, finansal riski gösteren FinR bağımsız değişkeni hem ADF hem de PP durağanlık testine göre seviyede durağan iken politik riski temsil eden PolR ve imalat sektörünün performansını temsil eden Roa değişkeninin durağanlık düzeyi I(1)'dir. Modele dahil edilen değişkenlerin durağanlık düzeyleri farklı olduğundan eşbütünleşme testi için Pesaran vd. (2001) tarafından geliştirilen sınır testi yaklaşımı kullanılmıştır. Değişkenler arasındaki uzun dönemli eşbütünleşme ilişkisinin tespitinde kullanılan Engle & Granger (1987) ve Johansen (1988, 1991) eş bütünleşme testleri analize dahil edilen tüm serilerin aynı düzeyde durağanlığı varsayımı üzerine geliştirilmiştir. Farklı durağanlık düzeylerinde değişkenler arasındaki birim kök ilişkisinin incelenmesinde literatürde yaygın olarak sınır testi ve gecikmesi dağıtılmış otoregresif model (autoregressive distributed lag-ARDL) yöntemi kullanılmaktadır. Pesaran vd. (2001) tarafından geliştirilen sınır testi yaklaşımında otokorelasyon sorunu olmayan uygun gecikme uzunluklarının tespiti ilk adımdır. Sınır testi sonuçları modeldeki değişkenler arasında uzun dönemli ilişkinin varlığı yönünde ise uzun ve kısa dönem katsayı tahmini için ARDL yöntemi uygulanmaktadır.

Uzun dönem katsayılarının elde edildiği ARDL modeli Eşitlik 2'de, kısa dönem katsayılarının elde edildiği hata düzeltme modeli (ECM) ise Eşitlik 3'de verilmiştir.

$$Y_t = C_0 + \sum_{i=1}^{p1} \alpha_i Y_{t-1} + \sum_{i=0}^{q1} \delta_{1i} X_{t-i} + \sum_{i=0}^{q2} \delta_{2i} \pi_{t-i} + u_t \quad (2)$$

$$\Delta Y_t = u + \sum_{i=1}^p \lambda_i \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^p \omega_i \Delta X_{t-i} + \sum_{i=0}^p \delta_i \Delta \pi_{t-i} + \vartheta ECM_{t-1} + u_t \quad (3)$$

Eşitlik 3'te verilen ECM modelinde ϑ modelin hata düzeltme terimidir. ECM modelindeki hata terimi katsayısının negatif ve istatistiksel olarak anlamlı çıkması mekanizmanın iyi çalıştığını gösterir.

Seriler arasındaki eşbütünleşme ilişkisinin analizi için yapılan sınır testinde ilk olarak gecikme uzunluklarının tespit edilmesi gerekmektedir. Çalışmada tahmin edilen modele ilişkin gecikme uzunlukları Tablo 5'te rapor edilmektedir.

Tablo 5: Akaike ve Schwarz Bilgi Kriterlerine Göre Gecikme Uzunlukları

p	AIC	SBC	X ² (1)	p-val X ² (1)	X ² (4)	p-val X ² (4)
1	4,725	4,916	0,638	0,424	23,553	0,000
2	4,725	5,015	0,163	0,685	21,765	0,000
3	4,739	5,127	20,228	0,000	26,928	0,000
4	4,265	4,755	21,081	0,000	24,686	0,000
5	3,883	4,476	0,181	0,669	4,509	0,274

Gecikme Uzunluğu AIC: 3

Gecikme Uzunluğu SBC: 1

Not: p-val X²(1) otokorelasyon test istatistiği olup tüm gecikmelerde 0,05'den büyük olması modelde otokorelasyon olmadığını göstermektedir.

Tahmin edilecek modeller için uygun gecikme uzunlukları AIC ve SBC bilgi kriterlerine göre belirlenmiştir. p -val $X^2(1)$ değerleri incelendiğinde her iki bilgi kriterine göre de modelde otokorelasyon olmadığı görülmektedir. Tablo 5’de verilen bilgilere göre, otokorelasyonsuz en küçük bilgi kriteri değerlerinin 5. gecikmede olduğu görülmektedir. Bu nedenle Akaike ve Schwarz kriterlerine göre önerilen gecikme uzunluğu 5’dir. Bundan sonraki aşamada model tahmini yapılırken Akaike ve Schwarz kriterleri tarafından önerilen gecikme uzunluğu esas alınmıştır. Gecikme uzunluklarının tespitinden sonra seriler arasında uzun dönemli seviye ilişkisinin tespiti için Sınır Testi sonuçları Tablo 6’da rapor edilmektedir.

Tablo 6: Tahmin Edilen Modellere İlişkin Sınır Testi Sonuçları

Trendli Model				Trendsiz Model		
p	F-iv	F-v	t-v	p	F-iii	t-iii
5	15,445*	20,572*	-7,827*	1	19,814*	-7,684*

Not: * modelin tahmini sonucunda ulaşılan değerin Pesaran vd. (2001)’in %5 düzeyine ait üst sınır değerinden daha fazla olduğu göstermektedir.

Tablo 6’da verilen sınır testi sonuçlarına göre hem trendli hem de trendsiz modele ait tüm istatistikler Pesaran vd. (2001)’in %5 anlamlılık seviyesindeki kritik değerler ile kıyaslanmıştır. Modeldeki tüm istatistikler Pesaran vd. (2001) kritik değerlerinden daha büyük olduğu için tahmin edilen modelde eş bütünleşme ilişkisinin olmadığı yönündeki boş hipotez reddedilmektedir. Sınır testi sonuçlarına göre seriler arasında bir seviye ilişkisinin olduğu kabul edilmektedir. Serilerin eş bütünleşik olduğuna dair bulgulardan sonra uzun dönem katsayılarını bulmak için ARDL yöntemi kullanılmıştır.

Tablo 7: ARDL (5.4.1.) Modelinin Tahmin Sonuçları

Değişkenler	Katsayı	t-istatistiği (p-değeri)
<i>Roa(-1)</i>	0,265**	2,468 (0,016)
<i>Roa(-2)</i>	-0,180**	-2,250 (0,028)
<i>Roa(-3)</i>	-0,174**	-2,196 (0,032)
<i>Roa(-4)</i>	0,568***	7,171 (0,000)
<i>Roa(-5)</i>	-0,413***	-4,701 (0,000)
<i>FinR</i>	0,523***	4,212 (0,000)
<i>FinR(-1)</i>	-0,179	-1,084 (0,283)
<i>FinR(-2)</i>	0,129	0,878 (0,383)
<i>Finr(-3)</i>	-0,004	-0,034 (0,972)
<i>FinR(-4)</i>	0,341***	2,980 (0,004)
<i>PolR</i>	-0,366	-0,662 (0,510)
<i>PolR(-1)</i>	-1,084*	-1,892 (0,063)
<i>C</i>	-17,346***	-4,263 (0,000)
<i>Trend</i>	-0,056***	-2,827 (0,006)

Tablo 7 devam

Tanısal Testler	
R^2	0,743
Düzeltilmiş R^2	0,670
F İstatistiği	10,423 (0,000)
Breusch-Godfrey LM Testi	1,206 (0,352)
ARCH LM Testi	2,292 (0,144)
Jarque-Bera Normallik Testi	3,041 (0,218)
Ramsey Reset Testi	1,336 (0,263)

Not: ***, ** ve * sırası ile %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerini temsil etmektedir.

Tablo 7’de ARDL (5.4.1.) modelinin tahmin sonuçları ve modelin tanısal testlerinin sonuçları rapor edilmiştir. Tanısal test sonuçları incelendiğinde modelde değişen varyans ve otokorelasyon sorununun olmadığı, hata terimlerinin normal dağılıma sahip olduğu söylenebilir.

ARDL uzun dönem katsayılarına göre bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni etkileme yönü ve derecesi Tablo 8’de rapor edilmektedir.

Tablo 8: ARDL Uzun Dönem Katsayıları

Değişkenler	Katsayı	t-istatistiği (p-değeri)
$PolR$	-1,554***	-4,017 (0,000)
$FinR$	0,866***	5,583 (0,000)
C	-18,575***	-4,395 (0,000)

Not: ***, ** ve * sırası ile %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerini temsil etmektedir.

Tablo 8’de rapor edilen ARDL uzun dönem katsayıları incelendiğinde, politik risk seviyesini gösteren $PolR$ bağımsız değişkeninin bağımlı değişkeni negatif yönde etkilediği görülmektedir. Tahmin edilen katsayı istatistiksel olarak anlamlıdır. Dolayısıyla modelden elde edilen sonuçlara göre, ülkede politik riskin artması imalat sektörünün performansını negatif yönde etkilemektedir. Ayrıca sonuçlara göre finansal risk değişkeni olarak modele dahil edilen $FinR$ serisi, bağımlı değişkeni pozitif yönde etkilemektedir ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Dolayısıyla ülkedeki finansal risk düzeyi azaldıkça (endeks değeri arttıkça finansal risk azalmaktadır) imalat sektörünün performansı pozitif yönde etkilenmektedir. Diğer bir ifade ile, ülkede finansal riskin artması imalat sektörünün performansını negatif yönde etkilemektedir.

Değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkinin tespit edilmesinden sonra seriler arasındaki kısa dönemli ilişkilerin tespiti için ARDL Hata Düzeltme Modeli tahmin edilmiştir. Hata düzeltme modeline ilişkin kısa dönem katsayıları Tablo 9’da rapor edilmektedir.

Tablo 9: Kısa Dönem Katsayıları

Değişkenler	Katsayı	t-istatistiği (p-değeri)
$\Delta Roa(-1)$	0,199*	1,785 (0,079)
$\Delta Roa(-2)$	0,019	0,202 (0,840)
$\Delta Roa(-3)$	-0,154*	-1,886 (0,064)
$\Delta Roa(-4)$	0,413***	5,220 (0,000)
$\Delta FinR$	0,523***	4,945 (0,000)
$\Delta FinR(-1)$	-0,466***	-3,869 (0,000)
$\Delta FinR(-2)$	-0,336***	-3,328 (0,001)
$\Delta FinR(-3)$	-0,341***	-3,255 (0,001)
$\Delta PolR$	-0,366	-0,733 (0,466)
C	-0,056	-0,320 (0,749)
$ECMT (-1)$	-0,933***	-7,039 (0,000)
$R^2: 0,82$	Düzeltilmiş $R^2: 0,79$	F-istatistiği: 26,142 (0,000)

Not: ***, ** ve * sırası ile %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerini temsil etmektedir.

Tablo 9’da rapor edilen kısa dönem katsayıları incelendiğinde, bağımsız değişken olarak modele eklenen politik risk endeksinin bağımlı değişkeni etkileme yönünün değişmediği görülmektedir. Ancak sonuç istatistiksel olarak anlamlı değildir. İmalat sektörünün politik risklere kısa dönemde tepki vermediği, uzun dönemde sektörün performansını negatif yönde etkilediği söylenebilir. Hata düzeltme katsayısı (ECMT-1) beklendiği gibi negatif ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Bu durum kısa dönemde meydana gelen sapmaların uzun dönemde dengeye yaklaştığı anlamına gelmektedir. Tablo 9’da rapor edilen sonuçlara göre, ülkenin finansal riski hem kısa hem de uzun dönemde imalat sektörünün performansı üzerinde etkili iken kurumsal yapıyı temsil eden politik risk sadece uzun dönemde imalat sektörünün performansı üzerinde etkilidir.

5. Sonuç

Ulusal ve uluslararası literatürde politik risk, finansal risk ve ekonomik riskten oluşan ülke riskinin, ekonomik büyüme, hisse senedi fiyatları ve doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisini inceleyen çok sayıda çalışmaya rastlanmaktadır. Yapılan çalışmalar ülke riskinin ve ayrı ayrı ülke riski bileşenlerinin, ülkelerin ekonomik büyüme ve gelişimini daha çok olumsuz yönde etkilediğini göstermektedir. Özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler üzerinde olumsuz etkiler bırakan bu risklerin, ülke içinde faaliyet gösteren sektör ve işletmelerin performansını etkileyip etkilemediği merak edilmiştir.

Yapılan bu çalışmanın amacı, 1997-2015 dönemine ait üçer aylık verileri kullanarak, politik riskin ve finansal riskin BİST-İmalat sektörünün performansı üzerindeki etkisini incelemektir. Çalışmada, finansal performans göstergesi olarak aktifkarlılığı (Roa) kullanılmıştır. Finansal risk endeksi ICRG veri setinden sağlanmıştır. Politik risk endeksi ise, temel bileşenler analizi yöntemi ile ICRG veri setinde yer alan yolsuzluk, demokratik hesap verebilirlik, kanun

ve düzen, hükümet istikrarı ve bürokratik kalite bileşenlerinden oluşturulmuştur. Elde edilen veriler, sınır testi ve ARDL yöntemi kullanılarak analiz edilmiştir.

Çalışma sonucunda, ülke riskinin temel bileşenleri arasında yer alan politik riskin ve finansal riskin imalat sektörünün performansını olumsuz yönde etkilediği ortaya çıkmıştır. Diğer bir ifade ile Türkiye’deki politik ve finansal riskin artması, BİST-İmalat sektörünün aktif karlılığını azaltmaktadır. Ayrıca elde edilen bulgular, finansal riskin hem kısa hem de uzun dönemde imalat sektörünün aktif karlılığı üzerinde etkili olduğunu ancak politik riskin sadece uzun dönemde imalat sektörünün performansını etkileme potansiyeline sahip olduğunu göstermiştir. Bunun sebebi ise politik riskte meydana gelebilecek değişikliklere, imalat sektörünün uzun vadede tepki vermesiyle açıklanabilir.

İşletme faaliyetlerinin sürekliliğinin sağlanması açısından karlılık çok önemlidir. Kar edemeyen işletmelerin piyasada varlığını uzun süre devam ettirmesi mümkün olmadığı için öncelikle karlılığı olumsuz etkileyen faktörlerin tespit edilmesi gerekir. İmalat sektörünün karlılığı üzerinde politik ve finansal risklerin olumsuz etki yarattığı sonucuna ulaşan bu çalışma, söz konusu risklere karşı devlet ve hükümet yetkililerine gerekli önlemler alma konusunda önemli sorumluluklar yüklemektedir. Bu kapsamda, hukukun üstünlüğü ve yargı sisteminin bağımsızlığı başta olmak üzere gelişmiş demokrasi, istikrarlı hükümet, şeffaf bir yönetim anlayışı ve yolsuzluğa karşı duyarlı bir kurumsal yapı tesis ederek, sistemi güçlendirecek politikalar geliştirmek faydalı olabilir.

Kaynakça

- Ağazade, S., Karakaya, A., & Perçin, S. (2017). Türk imalat sanayinde risk ve performans arasındaki ilişki. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 32(1), 29-56.
- Akbulut, R. (2011). İMKB’de imalat sektöründeki işletmelerde işletme sermayesi yönetiminin karlılık üzerindeki etkisini ölçmeye yönelik bir araştırma. *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, 40(2), 195-206.
- Arslan, Ü. (2011). Siyasi istikrarsızlık ve ekonomik performans: Türkiye örneği. *Ege Akademik Bakış Dergisi*, 11(1), 73-80.
- Artan, S. & Hayaloğlu, P. (2014). Kurumsal yapı ve iktisadi büyüme ilişkisi: Türkiye örneği. *Sosyoekonomi Dergisi*, 22, 362.
- Assane, D. & Grammy, A. (2003). Institutional framework and economic development: International evidence. *Applied Economics*, 35, 1811-1817.
- Ayaydın, H. (2015). Politik faktörler ile finansman arasındaki ilişki üzerine: Teori ve literatür. *Küresel İktisat ve İşletme Çalışmaları Dergisi*, 4(8), 65.
- Ayaydın, H., Pala, F., & Barut, A. (2016). Ülke riskinin hisse senedi getirisine etkisi: ampirik bir analiz. *Küresel İktisat ve İşletme Çalışmaları Dergisi*, 5(10), 66-75.
- Çam, A. V. (2014). Politik riskin firma değeri ile ilişkisi: İMKB’ye kayıtlı firmalar üzerinde bir uygulama. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 15(1), 109-122.
- Demirgüneş, K. & Üçler, G. (2015). Inter-relationship between profitability, growth and size: Case of Turkey. *Journal of Business, Economics and Finance*, 4(4), 659-678.
- Dickey, D. A. & Fuller, W. A. (1981). Likelihood ratio statistics for autoregressive time series with a unit root. *Econometrica*, 49(4), 1057-1072.

- Edame, G. E. & Okoi, O. B. (2015). Energy consumption, institutional quality and the performance of the manufacturing sector in Nigeria (1999-2013). *International Journal of Energy Economics and Policy*, 5(3), 801-804.
- Engle, R. F. & Granger, C. W. J. (1987). Co-integration and error correction: Representation, estimation and testing. *Econometrica*, 55(2), 251-276.
- Erb, C. B., Harvey, C. R., & Viskanta, T. E. (1996). Political risk, economic risk and financial risk. *Financial Analysts Journal*, 52(6), 29-46.
- Erkoçak, H. E. & Çam, A. V. (2015). The role of country risk on estimating of share earnings: an application on commercial banks registered to Istanbul stock exchange (BIST). *Journal of Business & Economic Policy*, 2(3), 92-101.
- Fitzsimmons, J. R., Steffens, P., & Douglas, E. J. (2005, February). *Growth and profitability in small and medium sized australian firms*. AGSE Entrepreneurship Exchange, Melbourne.
- Gujarati, D. N. (1999). *Temel ekonometri*. (Çev. Ü. Şenesen, G. Günlük Şenesen). İstanbul: Literatür Yayınları.
- Harvey, C. R. (2004). *Country risk components, the cost of capital, and returns in emerging markets*. Erişim Tarihi: 04.02.2018, https://faculty.fuqua.duke.edu/~charvey/Research/Chapters/C29_Country_risk_components.pdf
- ICRG-International country risk guide methodology. Erişim Tarihi: 20.01.2018, <https://www.prsgroup.com/wp-content/uploads/2012/11/icrgmethodology.pdf>
- Jimenez, A. & Garcia, J. B. D. (2012). Proactive management of political risk and corporate performance: The case of Spanish multinational enterprises. *International Business Review*, 21, 1029-1040.
- Johansen, S. (1988). Statistical analysis of cointegration vectors. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 12(2-3), 231-254.
- Johansen, S. (1991). Estimation and hypothesis testing of cointegration vectors in gaussian vector autoregressive models. *Econometrica*, 59(6), 1551-1580.
- Kara, E. & Karabıyık, L. (2015). The effect of country risk on stock prices: an application in borsa İstanbul. *Suleyman Demirel University The Journal of Faculty of Economics and Administrative Sciences*, 20(1), 225-239.
- Kaya, A., Güngör, B., & Özçomak, M. S. (2014). Politik risk yatırımcının dikkate alması gereken bir risk midir? Borsa İstanbul örneği. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 16(1), 74-87.
- Kaya, E. (2015). Ülke riskinin yabancı portföy yatırımları üzerindeki etkisi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 29(4), 611-623.
- Kaya, H. P. & Uzay, Ş. (2017). The risks that will threaten going concern and control recommendations: Case study on SMEs. *The Journal of Accounting and Finance Special Issue*, 47.
- Koçak, E. & Üçler, G. (2015, June). *Türkiye’de kurumlar ve ekonomik büyüme ilişkisi: bootstrap nedensellik analizi*. IV. Anadolu International Conference in Economics, Eskişehir/Turkey.
- Kök, R., Ekinci, R., & Yalçınkaya, A. E. A. (2015). Ülke riski bileşenlerinin bankacılık ve reel sektör üzerine etkileri: Türkiye örneği, 1993-2015. *Çukurova Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 19(2), 151-171.
- Kök, R., Ekinci, R., & Yalçınkaya, A. E. A. (2017). Ülke riski bileşenlerinin reel sektör üzerindeki etkisi: Azerbaycan-Kazakistan- Rusya ve Türkiye örneği. *Bilgi-Türk Dünyası Sosyal Bilimler Dergisi*, 83, 281-302.

- Lehkonen, H. & Heimonen, K. (2015). Democracy, political risks and stock market performance. *Journal of International Money and Finance*, 59, 77-99.
- Li, H. & Wang, W. (2014). Impact of intangible assets on profitability of hong kong listed information technology companies. *Business and Economic Research*, 4(2), 98-113.
- Nawaz, S. (2015). Growth effects of institutions: a disaggregated analysis. *Economic Modelling*, 45, 118-126.
- Oral, İ. O. & Yılmaz, C. (2017). Finansal ve politik risk endeksinin BİST sınai endeksi üzerindeki etkisi. *Karadeniz Uluslararası Bilimsel Dergi*, 33(33), 192-202.
- Özşahin, Ş. (2016). Kurumsal kalite doğrudan yabancı yatırımlar için ne kadar önemli? Türkiye üzerine ekonometrik bir analiz. *Journal of Yasar University*, 11(44), 251-262.
- Pesaran, H., Shin Y., & Smith, R. (2001). Bounds testing approaches to the analysis of level relationship. *Journal of Applied Econometrics*, 16(3), 289-326.
- Phillips, P. & Perron, P. (1988). Testing for a unit root in time series regression. *Biometrika*, 75(2), 335-346.
- Raj, R. S. N. & Sen, K. (2017). Does institutional quality matter for firm performance? evidence from India. *South Asia Economic Journal*, 18(2), 184-213.
- Saldanlı, A. (2012). Likidite ve karlılık arasındaki ilişki-İMKB 100 imalat sektörü üzerine ampirik bir çalışma. *Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 16, 167-176.
- Şanlısoy, S. & Kök, R. (2010). Politik istikrarsızlık-ekonomik büyüme ilişkisi: Türkiye örneği (1987-2006). *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 25(1), 101-125.
- Topak, M. S. (2010). İmalat sanayinde firma risklerinin belirlenmesi: kümeleme analizi yöntemiyle ampirik bir çalışma. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, 11, 100-127.
- Tükenmez, N. M. & Kutay, N. (2016). Ülke riskinin hisse senetleri getirileri üzerine etkisi: Türkiye ve Arjantin piyasaları için bir karşılaştırma. *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 20(2), 631-645.
- Üçler, G. & Uysal, D. (2017). Asymmetric relationship between financial performance of Turkish banking sector and macroeconomic performance. *Journal of Economics, Finance and Accounting (JEFA)*, 4(2), 91.
- Üçler, G. (2017). Doğrudan yabancı yatırımlar için kurumların önemi: Gelişmekte olan ülkeler üzerine ekonometrik bir analiz. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 54(627), 73-85.
- Van De Walle, S. (2005, Aug.-Sep). *Measuring bureaucratic quality in governance* indicators. EGPA Annual Conference, Bern (CH).
- Vortelinos, D. I. & Saha, S. (2016). The impact of political risk on return, volatility and discontinuity: Evidence from the international stock and foreign exchange markets. *Finance Research Letters*, 17, 222-226.
- Yapraklı, S. & Güngör, B. (2007). Ülke riskinin hisse senedi fiyatlarına etkisi: İMKB 100 endeksi üzerine bir araştırma. *Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, 62(2), 199-218.
- Yapraklı, S. (2008). Kurumsal yapının ekonomik büyümeye etkisi: Üst orta gelir düzeyindeki ülkeler üzerine bir uygulama. *Ege Akademik Bakış Dergisi*, 8(1), 303.
- Zaouali, A. (2014). Corruption's and democracy's effects on economic growth. *Munich Personal RePEc Archive (MPRA) Paper*, 1-20.