

Politik Risk ve Firma Yatırımları: Gelişmekte Olan Piyasalarda Bir Araştırma Political Risk and Corporate Investment: A Study on Emerging Markets

Ferhat DEMİRCİ ^a Semra KARACAER ^b

^aBartın Üniversitesi İ.İ.B.F. İşletme Bölümü, Bartın, Türkiye. ferhatdemirci@outlook.com

^bHacettepe Üniversitesi İ.İ.B.F. İşletme Bölümü, Ankara, Türkiye. semra@hacettepe.edu.tr

MAKALE BİLGİSİ	ÖZET
Anahtar Kelimeler: Gelişmekte olan piyasalar Politik risk Firma yatırımları Gönderilme Tarihi 3 Şubat 2024 Revizyon Tarihi 15 Nisan 2024 Kabul Tarihi 20 Nisan 2024 Makale Kategorisi: Araştırma Makalesi	Amaç – Politik risk belirli coğrafyalarda ve gelişmekte olan piyasalarda yaygın bir sistematik risk türüdür. Politik riskler yatırım dinamiklerini etkilemektedir. Araştırmanın amacı yüksek politik riskli gelişmekte olan piyasalarda politik riskin firmaların yatırım düzeylerine etkisini tespit etmektir. Yöntem – Araştırma örneklemini Brezilya, Çin, Mısır, Hindistan, Endonezya, Meksika, Peru, Suudi Arabistan, Güney Afrika, Tayland ve Türkiye borsalarında yer alan firmalardan oluşmaktadır. Örneklemini oluşturan ülkeler politik risk derecelendirmelerine göre yüksek politik riskli ülkelerdir. Araştırma periyodu 2008-2020 arası dönemdir. Araştırmada politik riskin firma yatırımlarına etkisini tespit etmek için panel regresyon analizi sabit etkiler tahmincisi kullanılmıştır. Bulgular – Elde edilen regresyon bulgularına göre politik risk firma yatırımlarını olumsuz etkilemektedir. Ancak bu ilişki genellenebilir değildir ve ülke düzeyinde yapılan analizlerde farklılaşmaktadır. Ülke düzeyinde analizlere göre politik risk; Brezilya, Çin, Hindistan, Endonezya, Peru ve Güney Afrika’da firma yatırımlarını olumsuz etkilemektedir. Tartışma – Araştırma kapsamında önerilen regresyon modelinde yer alan kontrol değişkenlerinin firma yatırımlarına etkisi teorik beklentiye ve literatüre uyumludur. Nakit akış oranı, Tobin Q oranı, nakit oranı ve firma büyüklüğü yatırım düzeylerini olumlu etkilemektedir. Finansal kaldıraç düzeyi ve yatırım düzeyi arasındaki ilişki ise negatiftir. Politik riskin firma yatırımlarına etkisi ise ülkelere göre farklılaşmaktadır.

ARTICLE INFO	ABSTRACT
Keywords: Emerging markets Political risk Corporate investments Received 3 February 2024 Revised 15 April 2024 Accepted 20 April 2024 Article Classification: Research Article	Purpose – Political risk is a common type of systematic risk in certain geographies, particularly in emerging markets. The objective of this study is to determine the impact of political risk on the investment levels of firms in emerging markets with high political risk. Design/methodology/approach –The research sample consists of firms listed on the stock exchanges of Brazil, China, Egypt, India, Indonesia, Mexico, Peru, Saudi Arabia, South Africa, Thailand, and Turkey. These countries are selected based on their high political risk ratings. The research period spans from 2008 to 2020. A panel regression analysis with a fixed effects estimator is utilized to determine the impact of political risk on firm investments. Findings – According to the regression findings, political risk negatively affects firm investments. However, this relationship is not generalizable and varies in country-specific analyses. Political risk negatively impacts corporate investments in Brazil, China, India, Indonesia, Peru, and South Africa, according to country-level analyses. Discussion – In the scope of the research, the impact of control variables included in the proposed regression model on firm investments is in line with theoretical expectations and the literature. Cash flow ratio, Tobin's Q ratio, cash ratio, and firm size have a positive effect on investment levels. The relationship between financial leverage level and investment level is negative. Furthermore, the impact of political risk on firm investments varies depending on the countries.

Önerilen Atf/Suggested Citation

Demirci, F., Karacaer, S. (2024). Politik Risk ve Firma Yatırımları: Gelişmekte Olan Piyasalarda Bir Araştırma, *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 16 (2), 1081-1097.

1. GİRİŞ

Yatırım ve projeler, gelecekte beklenen nakit akışları ve sermaye maliyetine göre değerlendirilir. Bu durum sermaye bütçeleme süreçlerini ifade etmektedir. Gelişmekte olan piyasalarda yaygın bir risk türü olan politik riskler, yatırımlardan beklenen nakit akışlarının kesintiye uğramasına sebep olabilir. Ek olarak özsermaye maliyeti ve borçlanma maliyetine etki ettiği için sermaye maliyetini de yükseltir. Literatürde politik riskin sermaye maliyetine ve firmaların yatırım düzeyine negatif etkisine ilişkin bulgular yer almaktadır (Belkhir vd., 2017; Choi vd., 2022; Pham, 2019).

Finansal serbestleşme hareketleri büyük firmalar için yeni yatırım merkezlerinin doğmasına sebep olmuştur. Ancak çok uluslu şirketler için bahsedilen yeni yatırım merkezleri birçok risk barındırır. Nitekim politik risk ve firma yatırımları kapsamında yapılan öncül araştırmalar finansal serbestleşme hareketlerinin başladığı döneme denk gelmektedir. Bu araştırmalarda politik risk dar bir bağlamda ele alınmıştır. Yabancı yatırımlara uygulanan farklı vergi uygulamaları ve yatırımlara el konulması gibi riskler öncül araştırmalarda ele alınan politik risklerdir (Kobrin, 1979:67). Politik riskler bu bağlamda değerlendirildiğinde ev sahibi ülke hükümetlerinin iş ortamına olumsuz etki eden aksiyonlarını ifade eder. Politik riske ilişkin literatür zamanla çok uluslu firmalar ve doğrudan yabancı yatırımlar bağlamından ayrılarak daha geniş bir düzlemde ele alınır olmuştur. Savaşlar, terör saldırıları, hükümet müdahaleleri, hukuk sistemindeki aksaklıklar, etnik ve dini yapı farklılıklarının getirdiği toplumsal çatışmalar politik riske örnektir. Firmaların faaliyette bulundukları iç ve dış çevre yatırım kararlarına etki eder. Buna paralel olarak literatürde politik riskin firma yatırımları ve sermaye bütçeleme süreçlerindeki rolü üzerine artan bir ilgi söz konusudur (Bakri vd., 2022; Bekaert vd., 2016; Belkhir vd., 2017; Bodnar vd., 2004; Holmén & Pramborg, 2009; King vd., 2021).

Politik risk hem özsermaye maliyetine olumsuz etki etmekte hem de firmaların yatırım iştahlarını düşürmelerine sebep olmaktadır. Bu araştırma kapsamında politik riskin firma yatırımlarına etkisi, gelişmekte olan piyasalar için ele alınmaktadır. Gelişmekte olan piyasalar ülke riskine (politik, finansal ve ekonomik risk) gelişmiş piyasalara göre daha fazla maruz kalmaktadır (Kohers vd., 2006: 738). Bu durum politik risk etkilerinin gelişmekte olan piyasalarda anlaşılmasını oldukça önemli kılmaktadır. Bu araştırmanın amacı, politik riskin firmaların yatırım düzeylerini etkisini ortaya koymaktır. Araştırma örneklemini Brezilya, Çin, Hindistan, Güney Afrika, Türkiye, Meksika, Peru, Suudi Arabistan, Mısır, Endonezya ve Tayland borsalarında yer alan firmalardan oluşmaktadır. Araştırma periyodu 2008-2020 dönemini kapsamaktadır. Literatürde benzer motivasyonla yapılmış araştırmalardan gözlemlendiği kadarıyla politik risk ve firma yatırımları arasındaki ilişki, gelişmekte olan piyasalar özelinde en kapsamlı şekilde bu araştırmada ele alınmaktadır.

Araştırmanın diğer bölümlerine ilişkin bilgiler şu şekildedir: İkinci bölümde politik risk ve firma yatırımlarına ilişkin teorik çerçeve ve ilişkili literatür sunulmuştur. Üçüncü bölüm, araştırmanın metodolojisini içermektedir. Bu bölümde, kurulan regresyon modelleri ve bu modellerde yer alan değişkenlere ilişkin teorik gerekçelere yer verilmiştir. Dördüncü bölüm, bulgular bölümüdür. Bu bölümde araştırmada kullanılan panel regresyon analizine ilişkin ön testlerin bulgularına ve nihai regresyon bulgularına yer verilmiştir. Beşinci bölüm ise araştırmanın sonuç ve tartışma bölümüdür.

2. TEORİK ÇERÇEVE VE LİTERATÜR

Firmalar yatay büyüme, dikey büyüme, faaliyetlerini daha etkin kılmak gibi farklı motivasyonlarla yeni yatırımlar yaparlar. Firmaların yatırım kararları, firmaya özgü faktörlerle ve firma dışı faktörlerle yakından ilişkilidir. Firma dışı faktörler sistematik riskleri ifade etmektedir ve finansal kararlar üzerinde etkili olmaktadır. Firmaya özgü faktörleri finans teorisi büyüme olanakları ve finansman kısıtlamaları olmak üzere temel iki faktörle açıklamaktadır (Fazzari vd., 1988; Yoshikawa, 1980). Bu iki temel teoriye göre büyüme olanaklarına sahip olan ve iç finansman yaratmada güçlü olan firmalar daha fazla yatırım yapabilirler. Firmalar yatırım yapma kapasitesine sahip olsalar da sistematik risklerden kaynaklanan belirsizliklerden dolayı yatırım yapmada daha çekingen davranabilirler. Literatürde, gelişmekte olan ülkelerde yaygın bir sistematik risk türü olan politik risk ve yatırım ilişkisi sıklıkla ele alınmaktadır.

Politik risk ve firma yatırımları üzerine yapılan araştırmalar iki grupta sınıflandırılabilir. Birinci grupta yer alan araştırmalar politik risk ve firma yatırımları ilişkisini sermaye bütçeleme süreçleri üzerinden açıklamaktadır. İkinci grupta yer alan araştırmalarda ise politik risk ve politik riskin varyantı olarak görülebilecek risklerin firmaların yatırım seviyesine etkisi test edilmektedir.

2.1. Politik Risk ve Sermaye Bütçeleme

Yatırım kararları, sermaye bütçeleme süreciyle yakından ilişkilidir. Yatırımcılar, beklenen nakit akımlarını sermaye maliyetine göre iskonto ederek yatırım kararlarını alırlar (Holmén & Pramborg, 2009). Sermaye bütçeleme süreci temelde iki önemli analizi içermektedir. Öncelikle yatırımlardan beklenen nakit akımları ve sermaye maliyeti tahmin edilmelidir. Politik riskin sermaye maliyeti hesaplamalarındaki rolü üzerine farklı yaklaşımlar söz konusudur. Politik riski ayrı bir risk primi olarak özsermaye maliyetine eklemek yaygın bir yaklaşımdır. Ancak bu yöntem, gelecekte beklenen nakit akımlarının kesintiye uğrama olasılığını göz ardı edebilir (Bekaert vd., 2016). Politik riskin ilave bir risk primi olarak özsermaye maliyetine eklenmesinde CAPM (Capital Assets Pricing Model / Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli) temelli faktör modelleri araştırmacılar tarafından sıklıkla tercih edilmektedir. Genel yaklaşım politik riski de barındıran ülke risk primlerini CAPM'e eklemektir (Roggi vd., 2017; Warnes & Warnes, 2014). CAPM ve farklı faktör modelleriyle özsermaye maliyeti hesaplama yaklaşımına alternatif yaklaşım, örtük özsermaye maliyeti yaklaşımıdır¹. Örtük özsermaye maliyeti hesaplamaları, hisse senedi fiyatları, dağıtılan temettü ve analistlerin kazanç tahminleri üzerinden farklı yaklaşımlarla hesaplanmaktadır. Literatürde en yaygın örtük özsermaye maliyeti hesaplama modelleri; (Claus & Thomas, 2001; Easton, 2004; Gebhardt vd., 2001; Ohlson & Juettner-Nauroth, 2005) tarafından geliştirilen modellerdir. Ancak öngörülen özsermaye maliyeti modellerine ilave bir risk primi eklemek mümkün değildir. Bu yöntemlerde ilave risk primini özsermaye maliyeti tahminlerine yansıtmak, analistlerin kazanç tahminlerine ilişkin sübjektif yargılarıyla sınırlı kalmaktadır. Analistler, öngördükleri risklere göre kazanç tahminlerini yaparak olası riskleri fiyatlayabilirler.

Literatürde, politik riskin örtük özsermaye maliyetine etkisi üzerine yapılan araştırmalarda politik riskin olumsuz etkisine ilişkin bulgular gözlenmektedir. Ben-Nasr vd. (2012) özsermaye maliyetini belirleyen politik faktörleri 38 ülke için araştırmış ve hükümetlerin stabil oldukları zamanlarda, özsermaye maliyetinin düştüğü bulgusuna ulaşmıştır. Konuyla ilişkili diğer çalışmalarda araştırmacılar, politik riskin özsermaye maliyetine etkisini test etmişler ve politik riskin özsermaye maliyetine olumsuz etkisi olduğu sonucuna ulaşmışlardır (Belkhir vd., 2017; Hossain & Kryzanowski, 2021). Literatürde politik belirsizliğin özsermaye maliyetine etkisini konu edinen araştırmalarda da benzer bulgular söz konusudur. Politik belirsizlik özsermaye maliyetini artırmaktadır. Ek olarak politik bağlantılara sahip firmaların daha düşük belirsizliğe maruz kalmaları, özsermaye maliyetlerini olumlu etkilemektedir (Boubakri vd., 2012; Li vd., 2018).

2.2. Politik Riskler ve Firmaların Yatırım Düzeyleri

Literatürde politik riskin firmaların yatırım düzeylerine etkisini ampirik araştırmalar yoluyla doğrudan da test edilmektedir. Politik seçimlerin bir politik belirsizlik göstergesi olarak kabul edildiği araştırmalarda, politik belirsizlik ve firma yatırımları arasındaki ilişki test edilmiş; firmaların seçim yapılan yıllarda yatırımlarını düşürdüğü sonucuna ulaşılmıştır (Amore & Corina, 2021; Julio & Yook, 2012). Yolsuzluk, terör, hükümet istikrarsızlıkları gibi politik risklerin firma yatırımlarına etkisi olumsuzdur. Du ve Heo (2022), yolsuzluğun fazla olduğu ülkelerde faaliyet gösteren firmaların daha az yatırım yaptıkları bulgusuna ulaşmışlardır. Kim ve Mun (2022) terörün firma yatırımlarına etkisini araştırmıştır. Amerika için yaptıkları araştırmada özgüveni yüksek CEO'ların terörün olumsuz etkilerine rağmen yatırım yapmayı sürdürdükleri bulgusuna ulaşmışlardır. Politik risk ve yatırım ilişkisi literatürde ağırlıklı olarak ülke düzeyinde politik riski yansıtan değişkenlerle test edilmiştir. Ancak son zamanlarda firma düzeyinde politik riski ölçülebilir kılan yöntemlerin geliştirilmesiyle firma düzeyinde politik risk ve yatırım arasındaki ilişki de literatürde ele alınmaya başlanmıştır. Hassan vd. (2019) tarafından önerilen firma düzeyinde politik risk ölçüm yöntemi, araştırmacılar tarafından sıklıkla tercih edilmektedir. Choi vd. (2022) yüksek politik riske sahip firmaların daha az yatırım yaptıklarını ancak politik bağlantıların bu ters yönlü ilişkiyi hafiflettiği sonucuna ulaşmıştır. Politik bağlantıya ilişkin elde edilen bulgu, ülke düzeyinde politik riski konu edinen araştırmaların bulgularına benzer niteliktedir. Mishra (2023) firma düzeyinde politik riskin özsermaye maliyetine etkisini araştırmış ve politik riskin özsermaye maliyetini artırdığı sonucuna ulaşmıştır.

Politik riskin sermaye maliyetine ve yatırım düzeyine olumsuz etkisi gözetilerek araştırma kapsamında aşağıdaki hipotez geliştirilmiştir:

¹ Bu yaklaşımın İngilizce yazında kullanımı "ICC-Implied Cost of Equity" şeklindedir. Türkçe yazında bu yaklaşımın net bir karşılığına rastlanmamıştır. Araştırmada Türkçe karşılık olarak "örtük özsermaye maliyeti" ifadesi kullanılmıştır.

H1: “Gelişmekte olan piyasalarda politik riskler firmaların yatırım düzeylerini olumsuz etkilemektedir.”

3. YÖNTEM

3.1. Araştırmanın Modeli

Araştırmanın amacı politik riskin firma yatırımlarına etkisini ortaya koymaktadır. Bu doğrultuda geliştirilen ana hipotez ve hipoteze ilişkin teorik altyapı ikinci bölümde sunulmuştur. H1 hipotezini test etmek ve politik riskin firma yatırımlarına etkisini ortaya koymak adına geliştirilen regresyon modeli Eşitlik 1’de sunulmuştur. İçsellik sorununa karşı CF (nakit akış oranı) hariç tüm değişkenler modele gecikmeli dahil edilmiştir. Eşitlik 1’de yer alan indisler (i,j,t) sırasıyla firma, ülke ve yıllara karşılık gelmektedir. Modelde yer alan değişkenlerin hesaplanma yöntemleri Tablo 1’de sunulmuştur.

$$INV_{i,(t+1)} = B_0 + B_1 CF_{i,(t+1)} + B_2 TQ_{i,(t)} + B_3 CR_{i,(t)} + B_4 SIZE_{i,(t)} + B_5 LEV_{i,(t)} + B_6 PR_{j,(t)} + e_{i,t} \quad (1)$$

Tablo 1: Değişkenler ve Açıklamaları

Değişkenler	Açıklamaları
INV	Yatırım= Sermaye Harcamaları(t) / Toplam Varlıklar(t-1)
CF	Nakit Akış Oranı= (Faiz ve Vergi Öncesi Kar- Dağıtılmış Kâr + Amortisman İtfa Payları) / Toplam Varlıklar
TQ	Tobin’s Q Oranı= Firma Piyasa Değeri / (Toplam Varlıklar – Toplam Yabancı Kaynaklar)
CR	Nakit Oranı= Nakit, Nakit Benzerleri ve Kısa Vadeli Yatırımlar / Toplam Varlıklar
SIZE	Firma Büyüklüğü= Aktif Toplamının Doğal Logaritması
LEV	Kaldıraç = Toplam Yükümlülükler / Toplam Varlıklar
PR	ICRG Politik Risk Derecelendirmeleri (12 alt politik unsuru toplamı)

Yatırım (INV), firmaların bir mali yıl döneminde yaptıkları sermaye harcamalarının bir göstergesidir. Sermaye harcamaları, firmaların maddi duran varlıklara ve maddi olmayan duran varlıklara yaptıkları harcamaları kapsar. Arsa, arazi, bina, demirbaş, makine teçhizat, marka, patent satın alımları için yapılan harcamalar bu kapsama girmektedir. Nakit akış oranı (CF) bir karlılık göstergesidir ve daha güçlü sermaye yapısına olanak sağlamaktadır. Nakit oranı (CR), firmaların nakit veya kolaylıkla nakde dönüştürebileceği varlıkların bilançodaki payını göstermektedir. CR ve INV arasındaki ilişkinin yönü üzerine literatürde bir uzlaşma yoktur. Dış finansmana erişimin güç olduğu dönemlerde nakit önemli bir güçtür ve nakit bulunduran firmalar yatırım yapmak için likiditesi yüksek varlıkları nakde dönüştürebilir (Arslan vd., 2006:320). Ancak belirsizliğin hâkim olduğu dönemlerde firmalar yatırımlarını kısarak daha çok nakit bulundurabilir (Julio & Yook, 2012:48). Yatırım düzeyine etki eden bir faktör olarak SIZE değişkeni firma büyüklüğünü ölçmektedir. SIZE ve INV arasındaki ilişkiye ait teorik beklenti iki yönlü ele alınabilir. Küçük ölçekli firmalar büyüme motivasyonu ile daha fazla yatırım yapabilir. Diğer taraftan büyük ölçekli firmaların dış finansmana erişimi daha kolay olabilir. Bu durum büyük ölçekli firmaların daha fazla yatırım yapabilmesine olanak sağlayabilir. TQ, Tobin Q oranıdır ve firmalar için bir büyüme göstergesidir. Tobin Q oranının 1’den büyük olması durumunda firmaların daha fazla yatırım yapması beklenmektedir (Ajide, 2017:111). LEV değişkeni firmaların borçluluk düzeylerini göstermektedir. Yabancı kaynak kullanımı ve yatırım arasındaki ilişki, borçlanmanın maliyetiyle yakından ilişkilidir. Borçlanmanın özkaynaklarla finansmana göre cazip olduğu durumlarda, firmalar yabancı kaynak ağırlıklı finansman ile yatırım yapabilir. Akca vd. (2021) kaldıraç ve yatırım düzeyi arasındaki ilişkinin ülkeler arasında farklılaştığını ancak bu ilişkinin genel olarak negatif yönlü olduğunu belirtmektedir.

Regresyon modelinde yer alan son bağımlı değişken, araştırmanın odak noktasını oluşturan politik risk değişkenidir. Politik riski ölçülebilir kılmak oldukça güçtür. Literatürde yer alan araştırmalarda, ICRG tarafından yayınlanan politik risk derecelendirmeleri sıklıkla kullanılmaktadır (Belkhir vd., 2017; Dimic vd., 2015; Tuncay, 2018). ICRG tarafından yayınlanan politik risk derecelendirmesi on iki alt unsurdan oluşmakta ve 0-100 arasında bir değer almaktadır. Alt unsurların toplam derecelendirmelerdeki ağırlıkları farklıdır. Alt unsurların toplanmasıyla ülkelerin 0-100 aralığında politik risk derecelendirmeleri elde edilmekte; 0-50 aralığı çok yüksek riskli, 50-60 yüksek riskli, 60-70 orta riskli, 70-80 düşük riskli, 80-100 aralığı çok düşük riskli olarak sınıflandırılmaktadır. Tablo 2’de ICRG tarafından yapılan politik risk derecelendirmesinin unsurları ve ağırlık değerleri yer almaktadır.

Tablo 2: Politik Riskin Alt Unsurları

Politik Risk	Derecelendirme
Yasa ve düzen	6
Bürokratik Kalite	4
Yolsuzluk	6
İç Karışıklıklar	12
Dış Karışıklıklar	12
Dini gerilimler	6
Etnik gerilimler	6
Politikada asker	6
Demokratik hesap verebilirlik	6
Hükümet istikrarı	12
Sosyoekonomik koşullar	12
Yatırım profili	12
Toplam	100

Politik risk alt unsurlarının açıklamaları kısaca şöyledir (Howell, 2011):

Yasa ve Düzen: Yargının tarafsızlığını ve gücünü yansıtmaktadır.

Bürokratik Kalite: Hükümet ve politika değişimlerinde bürokrasinin şok emici olarak gücünü ifade etmektedir.

Yolsuzluk: Politik sistemde hile, hırsızlık, usulsüzlüklerin toplamını ifade etmektedir.

İç Karışıklıklar: İç savaş, terör, politik şiddet, sivil itaatsizlik gibi risk unsurlarını kapsamaktadır.

Dış Karışıklıklar: Ticari yaptırımlar, diplomatik krizler, savaş ve işgalleri içermektedir.

Etnik ve Dini Gerilimler: Toplumların kozmopolit yapılarından kaynaklanan ve alt gruplar arasında yaşanması muhtemel karmaşalardır.

Politikada Asker: Zayıf demokratik rejimlerde ordunun politikaya müdahale riskidir.

Demokratik Hesap Verebilirlik: Hükümetlerin vatandaşlarına karşı gösterdikleri hassasiyeti ifade etmektedir.

Hükümet İstikrarı: Hükümetler tarafından açıklanan programları uyum derecesini ve hükümetlerin yönetimde kalabilme kabiliyetlerini yansıtan bir risk unsurudur.

Sosyoekonomik Koşullar: İşsizlik, yoksulluk, tüketici güveni gibi unsurları yansıtır.

Yatırım Profili: İş insanlarının yatırım sürecinde karşılaşılabilecekleri problemlere ilişkin risklerdir. Kontratların yükümlülüklerini uyum sağlanmaması, ödemelerdeki gecikmeler, ayrımcı vergi uygulamaları gibi örnekler bu kapsamda değerlendirilebilir.

3.2. Evren ve Örneklem

Yukarıda belirtildiği gibi araştırmanın amacı gelişmekte olan piyasalarda politik riskin firma yatırımlarına etkisini tespit etmektir. Bu bağlamda değerlendirildiğinde araştırmanın evreni gelişmekte olan piyasa olarak sınıflandırılmış ülkelerin firmalarından oluşmaktadır.

Halka açık olmayan firmaların verileri erişilebilir değildir. Bu sebeple örneklem seçiminde ilk kriter, firmaların borsalarda listeli olmalarıdır. Araştırmanın örnekleme ilk etapta MSCI gelişmekte olan piyasalar endeksinde yer alan ülkelerin firmalarından oluşacak şekilde tasarlanmıştır. Ancak düşük politik riskli piyasalarda politik riskin etkisi sınırlıdır. Bu doğrultuda gelişmekte olan piyasa olarak sınıflandırılmasına rağmen düşük politik risk ortalamasına sahip ülkeler araştırmaya dahil edilmemiştir (Güney Kore, Şili, Malezya, Yunanistan). ICRG (International Country Risk Guide) metodolojisine göre 70-80 aralığı politik risk derecelendirmelerinde düşük risk olarak kabul edilmektedir (Howell, 2011:7). Güney Kore, Şili, Malezya ve Yunanistan 2008-2020 periyodundaki ortalama politik risk derecelendirmelerine göre düşük riskli ülkeler grubuna girmektedir. Nihai örnekleme de yer alan firmalar; Brezilya, Çin, Mısır, Hindistan, Endonezya, Meksika, Peru, Suudi

Arabistan, Güney Afrika, Tayland ve Türkiye borsalarında listeli firmalardan oluşturulmuştur. Panel regresyon analizi varsayımlarına ilişkin geliştirilen testler büyük çoğunlukla eksik gözleme karşı duyarlıdır. Bu sebeple araştırmanın dengeli bir panel veri setiyle yürütülmesi amaçlanmış, eksik verileri olan firmalar örnekleminden çıkarılmıştır. Ek olarak finans kuruluşları araştırmaya dahil edilmemiştir.

3.3. Veri Seti

Yukarıda değinildiği gibi araştırma örnekleme Brezilya, Çin, Mısır, Hindistan, Endonezya, Meksika, Peru, Suudi Arabistan, Güney Afrika, Tayland ve Türkiye borsalarında listeli firmalardan oluşturulmuştur. Araştırma periyodu 2008-2020 arası dönemi kapsamaktadır. Tablo 1’de değişkenlere ilişkin açıklamalara yer verilmiştir. Değişkenlerin hesaplanmasında kullanılan finansal veriler Eikon Datastream veri terminalinden temin edilmiştir. Politik risk verileri PRS Grup tarafından yayınlanan ICRG’den temin edilmiştir. Politik risk verileri aylık olarak yayınlanmaktadır. Araştırmada yıllık periyotlar kullandığı için politik risk verileri yıllık ortalamaları ile analize dahil edilmiştir. Araştırmada kullanılan finansal oranlar aykırı değer sorununa karşı %1-%99 aralığı baz alınarak ayıklanmıştır.

3.4. Verilerin Analizi

Analizlerde kullanılan veri setinin bir gerekliliği olarak araştırmada panel regresyon analizi uygulanmıştır. Panel regresyon analizi öncesinde birim kök sınamaları, çoklu bağlantı sorunu sınamaları, tahminci seçimine ilişkin testler ve panel regresyon analizi varsayım sınamalarına yer verilmiştir.

4. BULGULAR

4.1. Açıklayıcı İstatistikler

Araştırmada kullanılan değişkenlere ilişkin açıklayıcı istatistikler Tablo 8’de raporlanmıştır. Yatırım (INV) değişkeni ortalama 0,05 değerini almıştır. Nakit akış oranı (CF) ortalama yüzde 7 civarındadır. Firmaların nakit ve kısa vadeli yatırımlarının bilançodaki payını gösteren nakit oranı (CR) ortalaması 0,13’tür. Firma büyüklüğü (Size), standart sapması en yüksek olan ikinci değişkendir. Bu değişken 16,517-24,163 aralığında değerler almıştır. Tobin Q oranı (TQ) standart sapma değeri en yüksek olan değişkendir. Firmaların bilançolarındaki yabancı kaynakların payını gösteren LEV değişkeni ortalama 0,50 değerini almıştır. Bu değişkene ait standart sapma değeri oldukça düşüktür (0,177).

Yatırım değişkeni (INV) ortalaması örnekleme yer alan tüm firmalar için 0,05 değerini almıştır. Yatırım değişkeni (INV) incelendiğinde ortalamanın altında kalan ülkeler Çin (0,048), Endonezya (0,049), Güney Afrika (0,048) ve Tayland’dır (0,045). Yatırım değişkeni (INV) ortalaması, tüm örneklem ortalamasının üstünde olan ülkeler ise Brezilya (0,056), Mısır (0,053), Hindistan (0,059), Meksika (0,056), Peru (0,053), Suudi Arabistan (0,065) ve Türkiye’dir (0,052). Ortalamanın üstünde yatırım seviyesine sahip ülkeler arasında ise Suudi Arabistan dikkat çekmektedir. Suudi Arabistan firmalarının yatırım düzeyi, örnekleme yer alan ülkelerdeki firmaların yatırım ortalamasından yaklaşık yüzde 1,5 daha yüksektir.

Nakit akış oranı (CF) değişkeni tüm örnekleme 0,073 ortalama değere sahiptir. Çin firmaları nakit akış oranında (CF) da örneklemin ortalamasından en uzak olan ülkedir (0,061). Diğer ülke firmalarının CF ortalamaları yüzde 8 ile yüzde 9 civarında değişmektedir. Nakit oranı (CR) incelendiğinde Çin firmalarının ortalama değeri, en yüksek değeri almıştır (0,158). Nakit oranı (CR) ortalaması en düşük ülke ise Peru’dur (0,06). Firma büyüklükleri (Size) incelendiğinde en yüksek ortalama değer Brezilya firmalarına (21,90), en düşük ortalama değer ise Mısır firmalarına aittir (18,80). Size değişkeninin standart sapma değerleri incelendiğinde Türkiye firmalarının standart sapma değeri görece yüksek (1,654), Mısır firmalarının ise görece düşük değer aldığı (0,569) gözlenmiştir. Firmaların yatırım yapabilme fırsatlarının bir göstergesi olan Tobin Q (TQ) oranına ait en yüksek ortalama değer, Çin firmalarına aittir (2,786). TQ değişkenine ait en düşük ortalama değer ise Peru firmalarına aittir (0,952).

Tablo 3: Açıklayıcı İstatistikler

	Örneklem	Türkiye	Brezilya	Çin	G, Afrika	Hindistan
N	12,974 (100,0%)	546 (4,2%)	338 (2,6%)	6,682 (51,5%)	338 (2,6%)	1,768 (13,6%)
INV	0,050 (0,044)	0,052 (0,044)	0,056 (0,039)	0,048 (0,043)	0,048 (0,040)	0,059 (0,046)
CF	0,074 (0,051)	0,081 (0,056)	0,094 (0,051)	0,061 (0,044)	0,104 (0,058)	0,091 (0,050)
TQ	2,350 (2,196)	1,919 (2,248)	1,727 (1,742)	2,786 (2,253)	2,381 (2,484)	2,278 (2,449)
CR	0,131 (0,101)	0,119 (0,094)	0,149 (0,094)	0,158 (0,097)	0,118 (0,080)	0,093 (0,100)
SIZE	20,316 (1,482)	19,982 (1,654)	21,906 (1,179)	20,696 (1,159)	20,414 (1,263)	19,740 (1,542)
LEV	0,500 (0,178)	0,531 (0,177)	0,592 (0,155)	0,508 (0,170)	0,529 (0,181)	0,497 (0,184)
PR	39,629 (4,012)	44,978 (2,789)	34,292 (2,352)	39,333 (3,756)	34,679 (1,751)	39,071 (1,656)
	Endonezya	Meksika	Peru	Tayland	Mısır	S. Arabistan
N	923 (7,1%)	403 (3,1%)	195 (1,5%)	1,521 (11,7%)	65 (0,5%)	195 (1,5%)
INV	0,049 (0,043)	0,056 (0,041)	0,053 (0,039)	0,045 (0,042)	0,053 (0,058)	0,065 (0,059)
CF	0,081 (0,053)	0,088 (0,044)	0,087 (0,050)	0,088 (0,059)	0,095 (0,068)	0,093 (0,059)
TQ	1,571 (1,466)	2,320 (2,540)	0,952 (0,835)	1,548 (1,546)	1,096 (0,624)	2,123 (1,142)
CR	0,111 (0,098)	0,096 (0,078)	0,060 (0,077)	0,103 (0,100)	0,088 (0,094)	0,075 (0,064)
SIZE	19,644 (1,529)	21,464 (1,372)	20,173 (0,951)	19,254 (1,634)	18,809 (0,569)	20,276 (1,398)
LEV	0,508 (0,175)	0,514 (0,152)	0,520 (0,154)	0,438 (0,190)	0,382 (0,203)	0,380 (0,203)
PR	41,394 (2,569)	34,381 (4,507)	36,333 (1,837)	43,305 (1,316)	45,830 (4,310)	32,753 (2,036)

* Paranteze alınmış değerler standart sapma değerlerini, paranteze alınmamış değerler ortalamaları göstermektedir.

ICRG orijinal metodolojisinde politik risk derecelendirmeleri 0 en yüksek risklilik düzeyini, 100 en düşük risklilik düzeyini gösterecek şekilde hesaplanmaktadır. Belkhir vd. (2017:163) ülkelere ait politik risk derecelendirmelerini 100'den çıkararak 0-100 aralığını en düşük-en yüksek risklilik düzeyini yansıtabilecek şekilde dönüştürmüştür. Politik risk derecelendirmeleri Belkhir vd. (2017:163) tarafından uygulanan yöntem ile dönüştürüldükten sonra analizlere dahil edilmiştir. Açıklayıcı istatistiklerde yer alan değerler dönüşüm uygulanmış değerlerdir. Politik risk (PR) değişkeni incelendiğinde ortalama değer 39,62'dir. Bu değer dönüşüm uygulanmamış hali 60,38'e denk gelmektedir. ICRG'nin metodolojisinde 60-70 aralığı orta riskli, 50-60 aralığı yüksek riskli kabul edilmektedir (Howell, 2011:7). Buna göre örneklemde yer alan ülkelerin araştırma periyodundaki ortalama politik risk değerleri, orta riskli sınıfına girmekle beraber yüksek riskli sınıfın alt sınırına da oldukça yakındır. PR değişkeninin standart sapması 4,01'dir. Politik risk (PR) ortalamalarına göre en yüksek risklilik düzeyi 45,83 ile Mısır'a aittir. Türkiye (44,978), Tayland (43,305) ve Endonezya (41,394) diğer ülkelere göre yüksek politik risk ortalamasına sahiptir. En düşük politik risk ortalaması 34,29 ile Brezilya'ya aittir. Meksika (34,381), Suudi Arabistan (32,753), Güney Afrika (34,679) diğer ülkelerden daha düşük politik risk ortalamasına sahip ülkelerdir.

4.2. Korelasyon Analizi

Tablo 9’da araştırmada kullanılan değişkenlerin korelasyon matrisi yer almaktadır. Bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon değerleri genellikle düşüktür. Bu durum regresyon modelinde yer alan değişkenler arasında çoklu bağlantı sorunu olmadığına işaret etmektedir. Yatırım düzeyini gösteren INV değişkeni, en yüksek korelasyonu nakit akış oranı olan CF ile yakalamıştır (0,245). Firmaların nakit ve nakde benzer varlıklar tutma oranını gösteren CR değişkeni ve INV arasında negatif bir korelasyon gözlenmiştir. CR ve INV arasındaki ters yönlü korelasyon teorik olarak tutarlıdır. Yatırımdan kaçınan firmalar nakde yönelmektedir.

Tablo 4: Korelasyon Tablosu

Değişkenler	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
(1) INV	1,000						
(2) CF	0,245	1,000					
(3) TQ	0,049	0,155	1,000				
(4) CR	-0,122	0,081	0,197	1,000			
(5) SIZE	0,055	-0,091	-0,051	0,016	1,000		
(6) LEV	0,022	-0,342	0,037	-0,246	0,348	1,000	
(7) PR	-0,108	-0,048	-0,062	-0,009	-0,076	-0,056	1,000

Nakit akış tutarı, firmaların faiz ve vergi öncesi karlarından dağıtılmış karların düşülmesi ve amortisman itfa paylarının eklenmesiyle hesaplanmakta; nakit akış oranı (CF) ise bu tutarın toplam varlıklara oranlanmasıyla elde edilmektedir. Bir karlılık göstergesi olarak ele alınabilecek CF, firmaların yabancı kaynak kullanım oranlarını gösteren LEV ile negatif ve kısmen yüksek bir korelasyon değerine sahiptir (-0,342). Firma büyüklüğünü ölçen SIZE ile LEV arasındaki korelasyon ise pozitif ve yüksektir (0,348). Firma büyüklüğü arttıkça yabancı kaynak kullanımı artmaktadır.

4.3. Panel Regresyon Analizi Varsayımlarının Sınanması ve Ön Testler

4.3.1. Birim Kök Sınamaları

Tablo 3’te birim kök sınamaları sunulmuştur. Panel birim kök testlerinde birim sayısı (N) ve zaman boyutunun uzunluğu (T) testlerin güvenilirlik derecesini etkilemektedir. Araştırmada 998 firma 2008-2020 periyodunda analiz edilmiştir. Buna göre $N=998$, $T=13$ ’tür ve $N>T$ koşuluna uygun testler tercih edilmelidir. Harris-Tzavalis testi $N>T$ koşuluna uygun testler arasında yer almaktadır. Baltagi (2005:242) Harris-Tzavalis testinin varsayımlarının mikro panellere uygun olduğunu belirtmiştir. Bu doğrultuda araştırmada birim kök sınamaları için Harris-Tzavalis testi tercih edilmiştir.

Tablo 3’te yer alan durağanlık sınamalarına göre SIZE değişkeni dışında kalan tüm değişkenler durağandır. SIZE değişkeni birinci farkı alınarak durağan hale getirilmiş ve analizlere bu şekilde dahil edilmiştir.

4.3.2. Çoklu Doğrusal Bağlantı Problemi

Regresyon analizlerinde kullanılan bağımlı değişkenlerin birbirleriyle ilişkisiz olması gerekmektedir. Bağımsız değişkenler arasındaki yüksek korelasyon çoklu doğrusal bağlantı sorununa işaret eder. Birbirleriyle yüksek korelasyona sahip bağımsız değişkenlerin aynı modelde yer alması açıklayıcı değişkenlerin düzgün seçilmediği anlamına gelir. Tablo 9’da yer alan korelasyon matrisi incelendiğinde araştırmada yer alan bağımsız değişkenler arasında düşük korelasyon gözlenmiştir. Ek olarak VIF değerleri incelenerek çoklu doğrusal bağlantı olasılığı ele alınmıştır. Bağımsız değişkenlere ait VIF değerleri, CF (1,18), TQ (1,10), CR (1,13), SIZE (1,16), LEV (1,42), PR (1,01) şeklindedir. Düşük VIF değerleri çoklu doğrusal bağlantı sorunu olmadığına işaret etmektedir.

Tablo 5: Harris-Tzavalis Birim Kök Sınamaları

INV	0,3804 (0,000)
CF	0,3740 (0,000)
TQ	0,4838 (0,000)
CR	0,5386 (0,000)
SIZE	0,8634 (1,000)
LEV	0,7324 (0,000)
PR	0,6994 (0,000)
H0: Paneller birim kök içermektedir. Ha: Paneller durağandır.	
* Harris-Tzavalis testi Stata programında “altı” opsiyonuyla uygulanmıştır. Bu opsiyon zaman boyutunun 10 veya 15’ten küçük olması durumunda daha güvenilir sonuçlar vermektedir. **Tüm hücrelerde ilk satır test ait istatistik değerini, ikinci satır ise olasılık değerini (p-value) ifade etmektedir.	

4.3.3. Tahminci Seçimi ve Hausman Testi

Araştırmada test edilen regresyon modeli Eşitlik 1’de sunulmuştur. Nihai analizler öncesinde değişen varyans, otokorelasyon ve yatay kesit bağımsızlığı varsayımlarına ilişkin sınamalar yapılmıştır. Literatürde varsayımlara ilişkin geliştirilen testler sabit etkiler ve rassal etkiler tahmincisi için farklılaşmaktadır. Bu sebeple varsayımlara ilişkin testlerden önce Eşitlik 1’de yer alan model sabit etkiler ve rassal etkililer tahmincileri için test edilmiştir. Elde edilen katsayılar Hausman testine tabi tutularak uygun tahmincinin sabit etkiler tahmincisi olduğuna karar verilmiştir. Tablo 4’te Hausman testi bulguları yer almaktadır.

Tablo 6: Hausman Testi Bulguları

	Katsayılar		Katsayı Farkları	Standart Hatalar
Değişkenler	Sabit Etkiler	Rassal Etkiler		
CF _{i,(t+1)}	0,053	0,098	-0,45	0,0037816
TQ _{i,(t)}	0,0022	0,0015	0,0006	0,0001048
CR _{i,(t)}	0,025	0,00004	0,025	0,0025346
SIZE _{i,(t)}	0,026	0,027	-0,001	0,0001758
LEV _{i,(t)}	-0,023	-0,014	-0,008	0,002298
PR _{j,(t)}	-0,0012	-0,0011	-0,0001	0,0000331
Ki-Kare=2123,53 P-Değeri: 0,0000				
H0: Rassal etkiler uygundur.				

4.3.4 Değişen Varyans, Otokorelasyon ve Yatay Kesit Bağımsızlık Testleri

Sabit etkiler tahmincisinin seçilmesinin ardından varsayım sınamalarına geçilmiştir. Tablo 5’te otokorelasyon sınamaları yer almaktadır. Otokorelasyon testi için Born ve Breitung (2016) tarafından geliştirilen sabit etkilere uygun ve değişen varyans sorununa karşı dirençli HR testi kullanılmıştır. Tablo 5’te yer alan test sonuçlarına göre modelde AR(1) tipi otokorelasyon sorunu vardır.

Tablo 7: Otokorelasyon Testi Bulguları

Değişken	HR İstatistiği	P-Değeri
Regresyon Artığı	4,30	0,000
HO: AR(1) tipi otokorelasyon yoktur.		

Tablo 6’da değişen varyans testi bulguları yer almaktadır. Değişen varyans sınamaları için Wald testi kullanılmıştır. Elde edilen bulgulara göre hata terimlerinin varyansı birimler arasında farklılaşmaktadır.

Tablo 8: Değişen Varyans Testi (Modified Wald)

Ki-Kare İstatistiği	P-Değeri
2,0e+05	0,000
H0: Hata terimlerinin varyansı tüm birimlerde aynıdır.	

Tablo 7’de yatay kesit bağımsızlık testi bulguları yer almaktadır. Yatay kesit bağımsızlık sınamaları için Pesaran testi kullanılmıştır. Test istatistiklerine göre H0 hipotezi reddedilemez. Örneklemde yer alan birimler arasında yatay kesit bağımlılığı söz konusudur.

Tablo 9: Pesaran Yatay Kesit Bağımsızlık Testi

Test İstatistiği	P-Değeri
71,223	0,000
H0: Yatay kesitler arasında bağımlılık yoktur.	

Tahminci seçimine ilişkin yapılan Hausman testi sabit etkiler tahmincisine işaret etmektedir. Panel regresyon analizinin varsayımlarına ilişkin uygulanan testlere göre modelde otokorelasyon, değişen varyans ve yatay kesit bağımlılığı problemleri vardır. Bu tip durumlarda klasik standart hatalar kullanmak yerine kümelenmiş standart hatalar veya Driskol-Kraay standart hataları gibi alternatif yöntemler kullanılabilir. Ancak Driscoll-Kraay standart hata düzeltmeleri $T > N$ koşulunda daha iyi sonuçlar vermektedir. Petersen (2008) finansal araştırmalar için test ettiği farklı standart hata türlerinde en tutarlı ve sağlıklı sonuçları kümelenmiş standart hatalar ve zaman etkisinin dahil edildiği modellerde elde etmiştir. Bu doğrultuda araştırmada zaman etkini için 2008 kriz dönemlerine ait kukla değişkenler modele eklenmiş ve firma düzeyinde kümelenmiş standart hatalar kullanılmıştır.

Eşitlik 1’in kriz dönemlerine ait kukla değişkenlerle düzeltilmiş hali Eşitlik 2’de gösterilmiştir.

$$INV_{i,(t+1)} = B_0 + B_1 CF_{i,(t+1)} + B_2 TQ_{i,(t)} + B_3 CR_{i,(t)} + B_4 SIZE_{i,(t)} + B_5 LEV_{i,(t)} + B_6 PR_{i,(t)} + B_7 Firm_{i,(t)} + B_8 Year_{i,(2008-2011)} + e_{i,t} \quad (2)$$

4.4. Regresyon Bulguları

Eşitlik 2’de sunulan modele ilişkin bulgular Tablo 10’da yer almaktadır. I numaralı sütunda ana regresyon modeline ait bulgular yer almaktadır. II numaralı sütunda ise WLS (ağırlıklandırılmış en küçük kareler) yöntemine göre bulgular sunulmuştur. WLS yönteminin alternatif olarak raporlanma sebebi örneklemde yer alan Çin, Hindistan, Tayland gibi ülkelerin baskın olmalarıdır. Örneğin Çin firmaları tüm örneklem yaklaşık yüzde 52’sini oluşturmaktadır. Bu durum regresyon sonuçlarının örneklemde baskın olan ülkelerin lehine yanlı sonuçlanmasına sebep olabilir. III numaralı sütunda ise alternatif bir politik risk ölçümüne göre raporlama yapılmıştır. PSTB değişkeni Dünya Bankası tarafından raporlanan Politik İstikrarsızlık değişkenidir. IV numaralı sütunda ise PSTB değişkeni WLS yöntemiyle tekrarlanmıştır.

Tablo 10: Politik Risk ve Firma Yatırımları Regresyon Bulguları

	I Ana Model	II Ana Model WLS	III Alternatif Politik Risk	IV Alternatif Politik Risk WLS
CF _{i,(t+1)}	0,039*** (0,013)	0,056*** (0,018)	0,034*** (0,013)	0,052*** (0,018)
TQ _{i,(t)}	0,002*** (0,000)	0,004*** (0,001)	0,002*** (0,000)	0,004*** (0,001)
CR _{i,(t)}	0,025*** (0,008)	0,056*** (0,017)	0,025*** (0,008)	0,056*** (0,017)
SIZE _{i,(t)}	0,023*** (0,003)	0,012*** (0,004)	0,024*** (0,003)	0,012*** (0,004)
LEV _{i,(t)}	-0,026*** (0,006)	-0,022** (0,009)	-0,031*** (0,006)	-0,025*** (0,009)
PR _{j,(t)}	-0,001*** (0,000)	-0,000 (0,000)		
PSTB _{j,(t)}			-0,013*** (0,002)	-0,005 (0,003)
D_2009	0,006*** (0,002)	0,004* (0,002)	0,008*** (0,001)	0,005*** (0,002)
D_2010	0,011*** (0,002)	0,007*** (0,002)	0,011*** (0,001)	0,007*** (0,002)
D_2011	0,011*** (0,001)	0,009*** (0,002)	0,010*** (0,001)	0,009*** (0,002)
Sabit	0,066*** (0,009)	0,053*** (0,014)	0,040*** (0,003)	0,040*** (0,005)
Düzeltilmiş R ²	0,076	0,060	0,080	0,060

Parantez içindeki değerler dirençli standart hata değerleridir. PR (politik risk) değişkeni Belkhir vd. (2017) takip edilerek [0-100] arasında [minimum-maksimum] değer aralığını yansıtacak şekilde dönüştürüldükten sonra analize dahil edilmiştir.

***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini gösterir.

Tablo 11’de yer alan bulgulara göre CF (nakit akış oranı), TQ (Tobin Q oranı), CR (nakit oranı) ve SIZE (firma büyüklüğü) INV (yatırım) değişkenini pozitif etkilemektedir. LEV (kaldıraç oranı) ile INV (yatırım) arasındaki ilişki ise negatiftir. Araştırmanın esas bağımlı değişkeni olan PR (politik risk) ve INV (yatırım) arasındaki ilişki ise modele ait varyasyonlar arasında farklılaşmaktadır. I numaralı sütunda yer alan ana modelin bulgularına göre, PR ve INV arasındaki ilişki negatiftir. Politik risk firma yatırımlarını olumsuz etkilemektedir. Ancak II numaralı sütunda yer alan regresyon bulgularına göre politik riskin firma yatırımlarına etkisi istatistiki olarak anlamsızdır. Benzer durum alternatif politik risk ölçümüne göre yapılan analizlerde de geçerlidir. Örneklemde düzenleme yapılmayan III numaralı analizde PSTB firma yatırımlarını olumsuz etkilemekte iken IV numaralı modelde istatistiki olarak anlamsızdır. Bu durum örneklemde yer alan baskın ülkelerin I ve III numaralı modellerde yanlış sonuçlara sebep olduğunu göstermektedir. Politik riskin firma yatırımlarına olumsuz etkisi söz konusudur. Ancak klasik regresyon ve WLS metoduna göre yapılan regresyon analizleri arasındaki uyumsuzluk bu ilişkiyi örneklemde yer alan tüm ülkeler için genellenebilir kılmamaktadır. H1 hipotezi klasik regresyon bulgularına göre kabul edilmekte iken WLS yöntemine göre kabul edilemez. Bu sebeple analizler ülke düzeyinde tekrarlanmıştır. Tablo 11’de ülke düzeyinde analizlere ilişkin bulgular yer almaktadır. Ülke düzeyinde analizlerde kurulan regresyon modelinde zaman etkisi tüm yıllara kukla değişken atanarak modele dahil edilmiştir. Tablo 11’de ülke düzeyinde analizlere ilişkin bulgular yer almaktadır.

Tablo 11: Politik Risk ve Firma Yatırımları (Ülke Düzeyinde Analizler)

	Brezilya	Çin	Mısır	Hindistan	Endonezya	Meksika	Peru	S. Arabistan	G. Afrika	Tayland	Türkiye
$CF_{i,(t+1)}$	0,021 (0,043)	-0,001 (0,018)	0,012 (0,038)	0,125*** (0,038)	0,006 (0,043)	0,072 (0,070)	-0,205** (0,091)	-0,008 (0,053)	0,037 (0,035)	-0,016 (0,038)	0,025 (0,047)
$TQ_{i,(t)}$	0,006** (0,003)	0,002*** (0,000)	0,003 (0,014)	0,003** (0,001)	0,004 (0,003)	0,002 (0,002)	0,013 (0,008)	0,015** (0,007)	0,003 (0,002)	0,006*** (0,002)	0,002 (0,002)
$CR_{i,(t)}$	0,079* (0,039)	0,020** (0,010)	0,025 (0,040)	0,005 (0,020)	0,041 (0,031)	0,100** (0,041)	0,204 (0,153)	0,124 (0,111)	0,001 (0,024)	0,032 (0,021)	-0,032 (0,038)
$SIZE_{i,(t)}$	0,016 (0,012)	0,027*** (0,004)	0,021 (0,017)	0,042*** (0,010)	0,029** (0,013)	-0,010 (0,015)	0,023 (0,038)	-0,005 (0,017)	-0,010 (0,008)	-0,000 (0,008)	0,027 (0,020)
$LEV_{i,(t)}$	-0,023 (0,023)	-0,041*** (0,008)	-0,029 (0,046)	-0,053** (0,020)	-0,054* (0,031)	-0,009 (0,041)	0,064 (0,071)	-0,077** (0,036)	-0,043** (0,021)	-0,006 (0,020)	-0,019 (0,029)
$PR_{j,(t)}$	-0,013* (0,008)	-0,002*** (0,000)	0,117 (0,086)	-0,030*** (0,005)	-0,024*** (0,005)	-0,001 (0,001)	-0,008** (0,003)	0,007** (0,003)	-0,006** (0,003)	0,096** (0,038)	0,000 (0,001)
Firma Etkisi	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
Zaman Etkisi	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
Düzeltilmiş R ²	0,144	0,118	0,0221	0,156	0,139	0,103	0,244	0,235	0,142	0,0563	0,035

Parantez içindeki değerler dirençli standart hata değerleridir. PR (politik risk) değişkeni Belkhir vd. (2017) takip edilerek [0-100] arasında [minimum-maksimum] değer aralığını yansıtacak şekilde dönüştürüldükten sonra analize dahil edilmiştir.

***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini gösterir.

Tablo 12: Alt Örneklem Gruplarına Göre Regresyon Analizleri

	Düşük CF	Yüksek CF	Düşük CR	Yüksek CR	Düşük LEV	Yüksek LEV
$PR_{j,(t)}$	-0,001** (0,000)	-0,000 (0,000)	-0,000 (0,000)	-0,001*** (0,000)	-0,001*** (0,000)	-0,000 (0,000)
Kontrol Değişkenleri	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
2009-2011 Yıl Kuklaları	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
Düzeltilmiş R ²	0,070	0,060	0,078	0,067	0,059	0,10

Parantez içindeki değerler dirençli standart hata değerleridir. PR (politik risk) değişkeni Belkhir vd. (2017) takip edilerek [0-100] arasında [minimum-maksimum] değer aralığını yansıtacak şekilde dönüştürüldükten sonra analize dahil edilmiştir.

***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini gösterir.

Kontrol değişkenlerinin yönü ve anlamlılık düzeyi ülke düzeyinde yapılan analizlerde farklılaşmaktadır. Hindistan firmalarında CF ve INV arasındaki ilişki pozitifdir. Peru firmalarında ise bu ilişkinin yönü negatiftir. Diğer ülkelerde ise CF ve INV arasındaki ilişki istatistiki olarak anlamlı değildir. TQ ve INV arasındaki ilişki Brezilya, Çin, Suudi Arabistan ve Tayland firmalarında pozitifdir. Diğer ülkelerde TQ ve INV arasındaki ilişki istatistiki olarak anlamlı değildir. CR ve INV arasındaki ilişki Brezilya, Çin ve Suudi Arabistan firmalarında pozitifdir. Diğer ülkelerde bu ilişki istatistiki olarak anlamlı değildir. SIZE ve INV arasındaki ilişki Çin, Hindistan ve Endonezya'da pozitifdir. Diğer ülkelerde SIZE ve INV arasında anlamlı bir ilişki yoktur. LEV ve INV arasındaki ilişkini yönü tüm ülkelerde negatiftir. Ancak istatistiki olarak anlamlı ilişki Çin, Hindistan, Endonezya ve Suudi Arabistan firmalarında gözlenmektedir.

Politik risk (PR) ve yatırım (INV) arasındaki teorik beklenti negatif yönlü ilişkidir. Bu ilişki Brezilya, Çin, Hindistan, Endonezya, Peru ve Güney Afrika'da gözlenmektedir. H1 hipotezi Brezilya, Çin, Hindistan, Endonezya, Peru ve Güney Afrika için kabul edilir. Suudi Arabistan ve Tayland firmalarında ise teorik beklentinin aksine pozitif bir ilişki gözlenmiştir. Diğer ülkelerde ise PR ve INV arasındaki ilişki istatistiki olarak anlamlı değildir. H1 hipotezi Suudi Arabistan, Tayland, Mısır ve Türkiye için kabul edilemez.

Tablo 12'de politik risk ve firma yatırımları arasındaki ilişki alt örneklem gruplarına göre tekrar yapılmıştır. Alt örneklem gruplarına göre yapılan analizlerde politik risk ve yatırım ilişkisinde firma karakteristiklerinin etkisi oraya konulmak istenmiştir. Analizlerde yer alan alt örneklem grupları CF (nakit akış oranı) CR (nakit oranı) ve LEV (kaldıraç oranına) değişkenlerine göre oluşturulmuştur. Elde edilen bulgulara nakit akış oranı düşük, nakit bulundurma düzeyi yüksek ve kaldıraç oranı düşük olan firmaların yatırım düzeyleri politik riskten daha fazla etkilenmektedir.

5. SONUÇ ve TARTIŞMA

Politik risk, yatırım ve proje değerlendirme teorisi kapsamında değerlendirildiğinde sermaye maliyetine etki eden bir risk primi olarak ele alınmaktadır. Bu doğrultuda literatürde birçok araştırmacı, politik riskleri firmaların yatırım düzeyleriyle ve özsermaye maliyetleriyle ilişkilendirerek ampirik araştırmalara konu etmiştir (Belkhir vd., 2017; Choi vd., 2022; Mishra, 2023). Bu araştırmada ise politik riskin firma yatırımlarına etkisi, gelişmekte olan piyasalar için 2008-2020 arası periyodu kapsayacak şekilde analiz edilmiştir. Araştırma örneklemini diğer ülkelere nazaran daha yüksek politik riske sahip ülkelerin firmalarından oluşturulmuştur. Bu doğrultuda literatürde yer alan araştırmalarda kullanılan kontrol değişkenleri kullanılarak bir regresyon modeli oluşturulmuş ve politik riskin firma yatırımlarına etkisi panel regresyon analiziyle test edilmiştir.

Tablo 10'da yer alan bulgular kontrol değişkenlerine ilişkin genellenebilir bir sonuç sunmaktadır. Nakit akış oranı (CF) karlılığa ilişkin bir göstergedir. Nakit akışları firmalarda sermaye birikimi için önemlidir. Özellikle dış finansmana erişimin güç olduğu zamanlarda firmalar nakit akış oranlarıyla sermaye harcaması yoluna gidebilirler. CF ve INV arasındaki ilişki için elde edilen bulgu, teoriyle ve literatürdeki çalışmalarla tutarlıdır (Chen, 2022:9; Choi vd., 2022:6). CF ve INV arasındaki pozitif ve istatistiki olarak anlamlı ilişki diğer tüm modellerde de gözlenmektedir. Tobin Q oranı (TQ), firmaların yatırım yapabilme potansiyelini yansıtan bir orandır. Tobin Q oranının 1'den büyük olması durumunda firmaların daha fazla yatırım yapmaları yönünde teorik beklenti vardır. Elde edilen bulgulara göre TQ ve INV arasında pozitif bir ilişki söz konusudur. Bu durum teoriyle ve literatürle uyumludur (Azimli, 2022:8; Julio & Yook, 2012:60). TQ ve INV arasındaki ilişki diğer modellerde de gözlenmektedir. CR değişkeni firmaların nakit ve nakde benzer varlık bulundurma düzeylerini ölçmektedir. Likiditesi yüksek bilançolara sahip firmaların kısa vadeli borç ödeyebilme güçleri fazladır. Ek olarak dış finansmanın maliyetli olduğu veya kısıtlandığı dönemlerde yüksek nakit oranı firmalara yatırım yapma olanağı sağlar. CR ve INV arasındaki ilişki, tüm modellerde pozitif ve istatistiki olarak anlamlıdır. Elde edilen bulgu literatüre paraleldir (An vd., 2016:180; Le & Tran, 2021:12). Size değişkeni, firma büyüklüğünü ölçmektedir. Modellerden elde edilen bulgulara göre firma ölçeği ve yatırım düzeyi arasındaki ilişki pozitif ve istatistiki olarak anlamlıdır. Buna göre büyük ölçekli firmalar daha fazla sermaye harcaması yapmaktadır. Literatürde benzer bulgular elde edilen araştırmalar mevcuttur (Farooq vd., 2023; Ozkan vd., 2020). Borçlanma oranını gösteren LEV değişkeni ve INV arasındaki ilişki tüm modellerde negatif ve istatistiki olarak anlamlıdır. Firmaların yabancı kaynaklarının bilançodaki payı arttıkça daha az yatırım yaptıkları çıkarımından söz edilebilir. Elde edilen bulgu, literatürdeki bulgulara paraleldir (Aivazian vd., 2005:277; Akca vd., 2021; Vo, 2019:4).

Araştırma örneklemini yüksek politik riskli gelişmekte olan piyasalardan oluşturulmuştur. Tüm örneklem için yapılan analizde PR (politik risk) ve INV (yatırım) arasında negatif ilişki tespit edilmiştir. Ancak araştırma örnekleminde Çin, Hindistan, Tayland gibi ülkelerin firmaların oran olarak baskındır. Bu durum elde edilen bulguların baskın ülkeler lehine yanlı olabileceğini göstermektedir. Bu sebeple analizler ülkelerin örneklemdaki ağırlıklarını elimine edecek şekilde WLS yöntemiyle tekrarlanmıştır. WLS metoduna göre PR ve INV arasındaki ilişki anlamsızdır. Bu sebeple analizler ülkeler için ayrıca tekrarlanmıştır. Ülke düzeyinde yapılan analizler politik riskin etkilerinin ülkelere göre farklılaştığını göstermektedir. Bu durum literatüre paraleldir (Le & Tran, 2021). Ülke düzeyinde yapılan analizlere göre politik riskin firma yatırımlarını olumsuz etkilediği ülkeler; Brezilya, Çin, Hindistan, Endonezya, Peru, Suudi Arabistan ve Güney Afrika'dır.

Ülke düzeyinde yapılan analizlerin bulgularına göre örneklemden yer alan ülkelerin firmaları çoğunlukla politik riskten olumsuz etkilenmektedir. Ancak politik risk gibi sistematik riskler firmaya özgü özelliklere göre şiddetlenebilir veya ortadan kalkabilir. Bu doğrultuda alt örneklemlere göre yapılan analizler Tablo 12'de sunulmuştur. Alt örneklem gruplarından elde edilen birinci bulgu nakit akış oranına ilişkindir. Düşük nakit akış oranına sahip firmaların yatırım düzeyleri politik risklerden daha fazla etkilenmektedir. Yukarıda değinildiği gibi nakit akışları finansal kısıt altında olan firmalar için yatırım aksiyonlarında destekleyici bir finansman kaynağıdır. Elde edilen bulgulara göre yüksek nakit akış oranına sahip firmalarda politik riskin etkiler kısıtlıdır. Alt örneklem gruplarına göre yapılan analizlerden elde edilen ikinci bulgu ise nakit oranına ilişkindir. Elde edilen bulgulara göre yüksek nakit bulunduran firmalarda politik riskin yatırımlara negatif etkisi daha fazladır. Bu doğrultuda politik risk firmaları daha fazla nakde yöneltmektedir çıkarımı yapılabilir. Firmalar fonlarını yatırım yapma ve nakde eşdeğer varlıklar arasında tutma konuları arasındaki tercihlerini nakit bulundurmadan yana yapmaktadırlar. Alt örneklem gruplarına göre yapılan analizlere göre elde edilen son bulgu ise borçlanma düzeyine ilişkindir. Düşük borçlanma seviyesine sahip firmalar politik riskten daha fazla etkilenmektedir. Elde edilen bulgu nakit akış oranına göre yapılan alt örneklem analizinin bulgularını desteklemektedir. Finansal olanağı düşük olan firmalarda politik risk yatırımları olumsuz etkilemektedir.

Araştırmanın örneklemini benzer politik risk düzeyine sahip ülkelerden oluşmaktadır. Ancak ülkelerin politik risklilik düzeylerinin yakın olması aynı politik risklere maruz kaldıkları anlamına gelmemektedir. Kimi ülkelerde savaş, terör gibi riskler baskın olabilmekte, kimi ülkelerde yolsuzluk, askeri darbe, zayıf demokrasi gibi politik riskler ön plana çıkmaktadır. Bu sebeple gelecek araştırmalarda politik risk çeşitlerine göre analizler yapılabilir. Ayrıca araştırma periyodu 2008-2020 arası dönemi kapsamaktadır. Bu dönem likidite bolluğuna rağmen firmaların daha düşük sermaye harcaması yaptıkları dönemdir (Ozkan vd., 2020). Politik riskin etkilerini daha sağlıklı bir şekilde ortaya koymak adına kriz öncesi periyotlar analizlere dahil edilebilir.

Elde edilen bulgular gerek yerel gerekse çokuluslu firmaların yatırım politikaları için önemlidir. Politik riskin negatif etkileri düşünüldüğünde firmaların sermaye bütçeleme süreçlerine politik riskleri dahil etmeleri gerekebilir. Politik riskin negatif etkilerini ortadan kaldırmak için finansal kısıtların azaltılması ve nakit akışlarını artırmak önemlidir. Firmalar için politik risk karşısında bahsedilen aksiyonlardan söz edilebilir. Ancak politik risklerin ortadan kaldırılmasında ve azaltılmasında sorumlu kamu otoriteleridir. Bu doğrultuda ülke yönetimlerinin firmalara sağlayacakları iş ortamı firmaların daha fazla yatırım yapmalarının önünü açacaktır.

KAYNAKÇA

- Aivazian, V. A., Ge, Y., & Qiu, J. (2005). The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence. *Journal of Corporate Finance*, 11(1-2), 277-291. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(03\)00062-2](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(03)00062-2)
- 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
- 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>
- Arslan, Ö., Florackis, C., & Ozkan, A. (2006). The role of cash holdings in reducing investment-cash flow sensitivity: Evidence from a financial crisis period in an emerging market. *Emerging Markets Review*, 7(4), 320-338. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2006.09.003>
- Azimli, A. (2022). The impact of policy, political and economic uncertainty on corporate capital investment in the emerging markets of Eastern Europe and Turkey. *Economic Systems*, 46(2). <https://doi.org/10.1016/j.ecosys.2022.100974>
- 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. H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data* (3. Edition). Econometric Analysis of Panel Data.
- 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>
- 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>
- Bodnar, G. M., Dumas, B., & Marston, R. (2004). Cross-border valuation: The international cost of equity capital. *The INSEAD-Wharton Alliance on Globalizing: Strategies for Building Successful Global Businesses*, November, 255-287. <https://doi.org/10.1017/CBO9780511522093.012>
- Born, B., & Breitung, J. (2016). Testing for Serial Correlation in Fixed-Effects Panel Data Models. *Econometric Reviews*, 35(7), 1290-1316. <https://doi.org/10.1080/07474938.2014.976524>
- 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>
- 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, 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>
- 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>

- Dimic, N., Orlov, V., & Piljak, V. (2015). The political risk factor in emerging, frontier, and developed stock markets. *Finance Research Letters*, 15, 239-245. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2015.10.007>
- Du, Q., & Heo, Y. (2022). Political corruption, Dodd–Frank whistleblowing, and corporate investment. *Journal of Corporate Finance*, 73. <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>
- 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/https://doi.org/10.1016/j.bir.2023.03.004>
- 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), 141-206. <https://doi.org/10.2307/2534426>
- 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>
- 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>
- 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 and Society*, 60(8), 2060-2098. <https://doi.org/10.1177/0007650320928502>
- Howell, L. D. (2011). International country risk guide methodology. *East Syracuse, NY: PRS Group*, 7.
- 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>
- 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>
- King, T., Loncan, T., & Khan, Z. (2021). Investment, leverage and political risk: Evidence from project-level FDI. *Journal of Corporate Finance*, 67. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101873>
- Kobrin, S. J. (1979). Political Risk - 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>
- 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>
- 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>
- Mishra, D. R. (2023). Firm-level political risk and implied cost of equity capital. *International Review of Finance*. <https://doi.org/10.1111/irfi.12411>
- 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>
- 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.

- Petersen, M. A. (2008). Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches. *The Review of financial studies*, 22(1), 435-480.
- 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>
- 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>
- 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>
- Vo, X. V. (2019). Leverage and corporate investment – Evidence from Vietnam. *Finance Research Letters*, 28, 1-5. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2018.03.005>
- 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>
- Yoshikawa, H. (1980). On the “q” Theory of Investment. *The American Economic Review*, 70(4), 739-743. <http://www.jstor.org/stable/1803570>