

**T.C. KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI  
İKTİSAT POLİTİKASI BİLİM DALI**

**KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ MİST  
ÜLKELERİNE VERDİĞİ PUANLARIN DOĞRUDAN YABANCI  
SERMAYEYE ETKİSİ (2000 – 2016)**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**ERDİ KURU**

**KOCAELİ 2020**

**T.C. KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI  
İKTİSAT POLİTİKASI BİLİM DALI**

**KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ MİST  
ÜLKELERİNE VERDİĞİ PUANLARIN DOĞRUDAN YABANCI  
SERMAYEYE ETKİSİ (2000 – 2016)**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**ERDİ KURU**

**PROF.DR FAİK ÇELİK**

**KOCAELİ 2020**

**T.C. KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI  
İKTİSAT POLİTİKASI BİLİM DALI**

**KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ MİST  
ÜLKELERİNE VERDİĞİ PUANLARIN DOĞRUDAN YABANCI  
SERMAYEYE ETKİSİ (2000 – 2016)**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

Tezi Hazırlayan: Erdi KURU

Tezin Kabul Edildiği Enstitü Yönetim Kurulu Karar ve No: 22.01.2020/02

Jüri Başkanı: Prof. Dr. Faik ÇELİK

Jüri Üyesi: Prof. Dr. Yusuf BAYRAKTUTAN

Jüri Üyesi: Prof. Dr. Dündar Murat DEMİRÖZ

**KOCAELİ 2020**

## İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER .....	i
ÖZET .....	iv
ABSTRACT .....	v
KISALTMALAR .....	vi
TABLolar .....	vii
ŞEKİLLER VE GRAFİKLER .....	viii
GİRİŞ .....	1

## BİRİNCİ BÖLÜM

<b>1. YABANCI YATIRIM KAVRAMI</b> .....	<b>3</b>
<b>1.1. PORTFÖY YATIRIMLARI</b> .....	<b>3</b>
<b>1.2. DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI</b> .....	<b>3</b>
<b>1.3. DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARININ ÖNEMİ</b> .....	<b>4</b>
<b>1.4. DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARININ TARİHSEL GELİŞİMİ</b> .....	<b>5</b>
<b>1.5. DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARININ NEDENLERİ</b> .	<b>6</b>
<b>1.6. DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARINI BELİRLEYEN FAKTÖRLER</b> .....	<b>8</b>
1.6.1.Politik Faktör .....	9
1.6.2.Yerel Faktörler.....	10
1.6.3.Ekonomik Faktörler .....	11
<b>1.7. DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARININ OLUMLU VE OLUMSUZ YÖNLERİ</b> .....	<b>12</b>
1.7.1.Olumlu Yönler.....	12
1.7.2.Olumsuz Yönleri.....	14
<b>1.8. DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARINI AÇIKLAMAYA YÖNELİK TEORİLER</b> .....	<b>16</b>
1.8.1. Tam Rekabet Koşulunda Doğrudan Yabancı Sermaye Teorileri .....	16
1.8.1.1. Getiri Oranlarındaki Farklılık Teorisi .....	16
1.8.1.2. Portfolyö Teorisi .....	17
1.8.2. Eksik Rekabet Koşulunda Doğrudan Yabancı Sermaye Teorileri .....	17
1.8.2.1. Oligopol Teorisi .....	17
1.8.2.2. İçselleştirme Teorisi .....	18
1.8.2.3. OLI Modeli ( Elektik Paradigma) .....	19

1.8.2.4. Tekel Üstünlüğü Teorisi .....	20
1.8.2.5. Caves Ekonomileri .....	21
1.8.2.6. Ürün Devreleri Teorisi .....	21

## İKİNCİ BÖLÜM

<b>2. DERECELENDİRME KAVRAMI VE KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI .....</b>	<b>23</b>
<b>2.1. KREDİ DERECELENDİRME KAVRAMI.....</b>	<b>24</b>
<b>2.2. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞUNUN TARİHSEL GELİŞİMİ .....</b>	<b>24</b>
<b>2.3. KREDİ DERECELENDİRMENİN ÖNEMİ.....</b>	<b>26</b>
<b>2.4.KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ SUNDUĞU HİZMETLERİ .....</b>	<b>28</b>
<b>2.5. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ UYMASI GEREKEN İLKELER .....</b>	<b>29</b>
<b>2.6. ULUSLARARASI KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI VE REYTING NOTLARI .....</b>	<b>31</b>
2.6.1. Kredi Derecelendirme Kuruluşları .....	34
2.6.1.1. Standart&Poor's (S&P) Rating Service .....	34
2.6.1.1.1. Kısa Vadeli Kredi Derecelendirme .....	35
2.6.1.1.2. Uzun Vadeli Kredi Derecelendirme .....	36
2.6.1.2. Moody's Investors Service .....	38
2.6.1.2.1. Kısa Vadeli Kredi Derecelendirme .....	38
2.6.1.2.2. Uzun Vadeli Kredi Derecelendirme .....	39
2.6.1.3. Fitch .....	40
2.6.1.3.1. Kısa Vadeli Kredi Derecelendirme .....	41
2.6.1.3.2. Uzun Vadeli Kredi Derecelendirme .....	42
2.6.2. Üç Büyük Kredi Derecelendirme Kuruluşunun Ülke Reyting Notları...	44
<b>2.7. ÜLKELERİN KREDİ NOTLARINDA ETKİLİ OLAN FAKTÖRLER ....</b>	<b>46</b>
2.7.1. Ekonomik Faktör .....	46
2.7.2. Politik Faktör .....	47
2.7.3. Sosyal Faktör .....	48
<b>2.8.KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARINA YÖNELİK ELEŞTİRİLER.....</b>	<b>48</b>

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

<b>3. MIST İÇİN KREDİ NOTU VE YABANCI YATIRIM İLİŞKİSİ .....</b>	<b>51</b>
<b>3.1. MIST KAPSAMINDAKİ ÜLKELERE GENEL BAKIŞ.....</b>	<b>51</b>
3.1.1. Meksika .....	53
3.1.2. Endonezya .....	57
3.1.3. Güney Kore .....	61
3.1.4. Türkiye .....	65
<b>3.2. İLGİLİ LİTERATÜR .....</b>	<b>70</b>
<b>3.3. YÖNTEM .....</b>	<b>72</b>
3.3.1. Panel Veri .....	72
3.3.2. Panel Veri Analizinin Avantajları .....	73
3.3.3. Panel Veri Analizinin Dezavantajları .....	73
<b>3.4. ANALİZ BULGULARI VE YORUMU .....</b>	<b>74</b>
<b>SONUÇ.....</b>	<b>88</b>
<b>KAYNAKÇA .....</b>	<b>91</b>

## ÖZET

Dünyadaki globalleşmeyle birlikte, sermaye sahipleri bulunduğu ülkenin sınırları dışında kalan ülkelere sermayelerini kanalize etmektedir. Bunun genel nedeni ucuz işgücüne sahip olmak istemeleri, hammaddeye yakınlık ve ulaşımın rahat sağlayabilmeleridir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları üç ana etmeni dikkate alarak (ekonomik, politik ve yerel faktörleri) sermayelerini gerek şirket evlilikleriyle gerekse yeni tesis kurma yöntemleriyle farklı ülkelere taşıyabilmektedir. Bu çalışmada doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ve kredi derecelendirme kuruluşlarının teorik açıklamaları ve ekonometrik bulguları ortaya konulmuştur.

Kredi derecelendirme kuruluşları da doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında olduğu gibi belli başlı faktörleri baz alarak ülke derecelendirmesi yapmaktadır. Bunların içerisinde ekonomik, politik, sosyal faktörler bulunmaktadır. Bu çalışmadaki veriler Dünya Bankası'ndan elde edilmiştir, panel veri analizinde uygun tahmin modeli belirlenerek test edilmiştir. Elde edilen sonuçta, kredi derecelendirme kuruluşlarının MIST (Meksika, Endonezya, Güney Kore, Türkiye) ülkelerine verdikleri puanların 2000-2016 yılları arasındaki doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerinde etkiye sahip olmadığı ortaya çıkmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Kredi Derecelendirme, Yabancı Sermaye, MIST, Panel Veri

## **ABSTRACT**

With globalization, capital owners have started to channel their capital across the borders. Primary reasons for this approach is access to cheaper labor and the advantages brought about by the proximity to raw materials. With this situation, foreign direct investments can be transferred to different countries by means of company marriages and establishment of facilities based on three main factors namely, economic, political and local domains. This study elaborates on the theoretical explanations of these structured foreign direct investments.

Credit rating agencies also perform country ratings based on certain factors such as foreign direct investment. Among these, are the economic, political and social factors. The data in this study were obtained from the World Bank and tested in panel data analysis by determining the appropriate estimation model. The results of this study indicate that the scores assigned by the credit rating agencies to MIST (Mexico, Indonesia, South Korea, Turkey) countries between the years 2000-2016 do not have a significant impact foreign direct investment.

**Key Words:** Credit Ratings, Foreign Investment, MIST, Panel Data



## KISALTMALAR

DYY	: Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımı
FDI	: Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Ekonometrik Kısaltması
GDP	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla Ekonometrik Kısaltması
GFCF	: Gayri Safi Yurtiçi Sermaye Oluşumu Ekonometrik Kısaltması
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
KDK	: Kredi Derecelendirme Kuruluşu
KFITCH	: Kukla Fitch Ekonometrik Kısaltması
KMOODYS	: Kukla Moody's Ekonometrik Kısaltması
KSP	: Kukla Standart&Poor's Ekonometrik Kısaltması
LABORF	: Toplam İşgücü
INF	: Enlasyon Oranı
TRADE	: Toplam Ticaret Hacmi

## TABLolar

Tablo – 1 : S&P Kısa Vadeli Kredi Derecelendirmesi .....	35
Tablo – 2 : S&P Uzun Vadeli Kredi Derecelendirmesi .....	36
Tablo – 3 : Moody’s Kısa Vadeli Kredi Derecelendirme .....	38
Tablo – 4 : Moody’s Uzun Vadeli Kredi Derecelendirmesi .....	39
Tablo – 5 : Fitch Kısa Vadeli Kredi Derecelendirmesi.....	41
Tablo – 6 : Fitch Uzun Vadeli Kredi Derecelendirmesi .....	42
Tablo – 7 : Üç Büyük Kredi Derecelendirme Kuruluşunun Kredi Derecelendirme Harf Notları ve Açıklamaları.....	44
Tablo – 8 : MIST Ülkelerinin Ortak Paydalarını Gösteren Veriler .....	52
Tablo – 9 : Meksika’nın Yaş Grupları ve Genel Nüfus İçerisindeki Yüzdesel Dağılımı .....	56
Tablo – 10 : Üç Büyük Kredi Derecelendirme Kuruluşun 2000-2016 Yılları Arasında Meksika’ya Verdiği Puanları .....	57
Tablo – 11 : Üç Büyük Kredi Derecelendirme Kuruluşun 2000-2016 Yılları Arasında Endonezya’ya Verdiği Puanları .....	61
Tablo – 12 : Üç Büyük Kredi Derecelendirme Kuruluşun 2000-2016 Yılları Arasında Güney Kore’ye Verdiği Puanları .....	65
Tablo – 13 : Üç Büyük Kredi Derecelendirme Kuruluşun 2000-2016 Yılları Arasında Türkiye’ye Verdiği Puanları .....	69
Tablo – 14 : Tesadüfi Etkili Model.....	75
Tablo – 15 : Sabit Etkili Model.....	76
Tablo – 16 : Hausman Testi .....	77
Tablo – 17 : Değişen Varyans Testi.....	78
Tablo – 18 : Dirençli (Robust) Standart Hatalarının Elde Edilmesi .....	79
Tablo – 19 : Otokorelasyon Testi .....	80
Tablo – 20 : Yatay Kesit Bağımlılık Testi .....	81
Tablo – 21 : Birim Kök Analizi .....	82
Tablo – 22 : Kao Eşbütünleme Testi( Hata Terimleri) .....	85
Tablo – 23 : Granger Nedensellik Testi .....	86

## ŞEKİLLER

Şekil – 1 :Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarını Etkileyen ve Belirleyen Faktörler .....	8
Şekil – 2 :Derecelendirmenin Çeşitleri .....	23
Şekil – 3 : Kredi Notlarına İlişkin Eleştiriler.....	50

## GRAFİKLER

Grafik – 1 : NRSRO Bünyesinde Yapılan Toplam Derecelendirme Sayısı.....	32
Grafik – 2 : Toplamda ve Sektörel Bazda Kredi Derecelendirme Kuruluşların Hacmi .....	33
Grafik – 3 : Meksika'nın 2000- 2016 Yılları Arasındaki Büyüme Hızı .....	54
Grafik – 4 : Meksika'nın 2000-2016 Yılları Arasındaki GSYİH .....	55
Grafik – 5 : Meksika'nın 2000-2016 Yılları Arasındaki Nüfus Artış .....	55
Grafik – 6 : Endonezya'nın 2000-2016 Yılları Arasındaki Büyüme Hızı .....	58
Grafik – 7 : Endonezya'nın 2000-2016 Yılları Arasındaki GSYİH .....	59
Grafik – 8 : Endonezya'nın 2000-2016 Yılları Arasındaki Nüfus Artış .....	59
Grafik – 9 : Güney Kore'nin 2000-2016 Yılları Arasındaki Büyüme Hızı .....	62
Grafik – 10 : Güney Kore'nin 2000-2016 Yılları Arasındaki GSYİH .....	63
Grafik – 11 : Güney Kore'nin 2000-2016 Yılları Arasındaki Nüfus Artış .....	63
Grafik – 12 : Türkiye'nin 2000-2016 Yılları Arasındaki Büyüme Hızı .....	66
Grafik – 13 : Türkiye'nin 2000-2016 Yılları Arasındaki GSYİH .....	67
Grafik – 14 : Türkiye'nin 2000-2016 Yılları Arasındaki Nüfus Artış .....	68
Grafik – 15 : Normallik Testi.....	81

## GİRİŞ

Gelişmekte olan ülkeler; ekonomik büyüme, istihdam oranının artırılması, teknolojik gelişmeleri yakında takip edilebilmesi, yatırımların beklenen seviyede tutulması, rekabet gücünün artırılabilmesi ve kalkınma hedeflerine ulaşabilmesi için yurtiçi ve yurtdışındaki sermaye yatırımlarına ihtiyaç duymaktadır.

Küreselleşmeyle birlikte sermaye, sermayenin yaratıldığı ülke sınırları içerisinde kalmayıp, ülkeler arası dolaşabilmektedir. Bu nedenle yatırıma ihtiyacı olan ülkeler, belli kriterler çerçevesinde, sermaye sahipleri tarafından değerlendirilmektedir. Yatırımcılar yaptığı değerlendirmeler sonrasında yatırım yapacağı ülkeleri seçer ve yatırımlarını o ülkelere kanalize eder.

Kredi derecelendirme kuruluşları ülkelere verdikleri puanlarla yabancı yatırımcının yatırım kararını pozitif yada negatif olarak etkilemektedir. Bu durumda ülkelerin, kredi derecelendirme kurumlarından yatırım yapılabilir not alabilmeleri için ülkelerinin politik, ekonomik ve sosyal risklerini kontrol altında tutmaları gerekmektedir.

Kredi derecelendirme kuruluşları ülkeleri derecelendirirken bir çok faktörü göz önünde bulundurmaktadır. Bunlar yatırıma ev sahipliği yapacak ülkenin ekonomik göstergelerinin nasıl bir ivmede olduğunu gösteren ekonomik risk, ülkedeki sosyal statüleri gösteren gelir dağılımı, genç nüfusu, eğitim seviyesi, dinsel ayrılıkları ya da iç çatışmaları gösteren sosyal risk, ülkenin, siyasi istikrasızlıklarını, terör olaylarını, siyasi kutuplaşmaları içinde barındıran politik risktir.

Bu çalışmada üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde doğrudan yabancı yatırımların anlamı, önemi türleri ve etkileri ele alınmaktadır. DYY nedenleri, DYY'yi etkileyen faktörler ve DYY'yi açıklamaya yönelik teoriler üzerinde durulmaktadır.

İkinci bölümde, üç büyük kredi derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme sistemleri ve kredi derecelendirmenin önemi ele alınmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşları, puanlama yaparken dikkate aldıkları hususlar ve KDK'ın uyması gereken ilkeleri üzerinde durulmuştur.

Üçüncü bölümde, MIST (Meksika, Endonezya, Güney Kore, Türkiye) ülkelerinin ortak yanları, MIST kavramının oluşumu, kredi derecelendirme kuruluşlarının MIST ülkelere verdikleri puanlar ele alınmıştır. Panel veri analizi kullanılarak ülkelerin seçilen değişkenleriyle (FDI, GDP, GFCF, LABORF, INF, TRADE, KSP, KMOODYS, KFİTCH) ekonometrik model oluşturulmuştur. Bu çalışmada, Hausman Testiyle uygulanıp birim kök analizi, eşbütünleme ve nedensellik testi yapılmıştır.



## **BİRİNCİ BÖLÜM**

### **1. YABANCI YATIRIM KAVRAMI**

Yatırım kavramını iki ana başlık altında inceleyebiliriz. Bunlardan ilki Portföy Yatırımları diğeri ise Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarıdır. Bu çalışmada portföy yatırımlarından çok doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerinde durulacaktır.

#### **1.1. PORTFÖY YATIRIMLARI**

Portföy yatırımları, bir şirketin hisse senetlerinin ya da tahvillerinin, kendi ülke vatandaşları dışındaki özel ya da tüzel kişiler tarafından satın alınması durumudur. Bu durum hisse senedi satışıyla birlikte ülkeye döviz girdisi sağlamaktadır (Emir ve Kutlu, 2015: 270).

Bir başka ifadeyle “tasarruf sahiplerinin uluslararası sermaye piyasalarında bir takım riskler üstlenerek kazanç elde etmek amacıyla hisse senedi, tahvil ve diğer sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmalarıdır” (Alagöz vd. 2008: 83).

Portföy yatırımları, genellikle kısa vadeli oldukları için sıcak para girişleri olarak da tanımlanmaktadır. Bu sebepten dolayı, doğrudan yabancı sermaye yatırımları gibi yatırımcısına yönetimde (teknolojik yenilikler ve üretimde farklılaşma gibi konularda) söz hakkı vermemektedir (Eğilmez, 2016).

Portföy yatırımları, faiz ve kurdaki değişimlere hızlı tepki vermektedir. Bu sebeple volatilitesi yüksektir. Piyasada, güvensizlik ortamının doğmasıyla birlikte portföy yatırımları daha güvenli ve getirisinin daha yüksek olduğu piyasalar aramak üzere, bulunduğu ülkeyi rahatlıkla terk etmektedir.

#### **1.2. DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI**

Artan globelleşmeyle birlikte sermaye sadece sermayeyi yaratan ülkede değil, ülkeler arasında dolaşımda olup sermayenin daha fazla verim ve pozitif ayrıcalıklar oluşturulacak ülkelerde yatırım yapılmasına imkan sağlamıştır. Bu nedenledir ki gelişmiş ülkelerde bulunan yabancı yatırımcılar, daha fazla verim elde edeceği gelişmekte olan ülkeler doğrudan yabancı sermaye yatırımı yapmaktadır.

DYY, bir şirketin üretimini kurulu bulunduğu ülke sınırlarının ötesine yaymak üzere, ana merkezinin dışındaki ülkelerde üretim tesisi kurması ve mevcut üretim tesislerini satın alması, doğrudan yabancı sermaye yatırımı (Foreign Direct Investments) olarak tanımlanır (Seyidoğlu, 2013: 627).

Bir başka ifadeyle; bir ekonomideki yerleşik varlığın, başka bir ekonomideki yerleşik varlığa ya da yeni bir yatırım alanına, kalıcı kazanç elde etmeyi hedefleyen yatırımların tümüne doğrudan yabancı sermaye yatırımı denir (Batmaz ve Tekeli, 2009: 7).

Büyükşalvarcı'nın çalışmasında (Büyükşalvarcı, 2007: 1) “Doğrudan yabancı sermaye yatırımları yeni bir şirket kurma, şube açma, yeni bir tesis kurma, mevcut bir tesisi satın alma veya işletilmekte olan bir tesisi tevsi etme, bir firmayla birleşme, firmayı tamamen veya kısmen satın alma veya ortak girişimlere dahil olmak şeklinde olabileceği gibi lisans anlaşmaları şeklinde de görülebilmektedir.”

DYY genellikle sanayi sektörüne yönelik yapılmaktadır. Bu yatırımların bir diğer özelliği de ülkeler arası sermaye transferlerinden ziyade, bir ülkenin belli bir sanayi dalından başka bir ülkenin aynı sanayi dalına akışı şeklindedir (Narin, 2007: 15).

DYY, günümüzde sanayinin dışında turizm, bankacılık, finans, lojistik, sigortacılık ve reklam gibi çeşitli hizmet sektörlerinde de kendini göstermeye ve yeni yabancı yatırımcıların ilgisini çekmeye başlamıştır. Bu durum yatırıma ev sahipliği yapan ülkede yeni yatırım alanının oluşmasına ve ülke içerisinde hali hazırda bulunan yatırımların gelişmesini sağlamaktadır.

### **1.3. DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARININ ÖNEMİ**

DYY'nin iki önemi bulunmaktadır. Bunlardan ilki şirket açısından dğeriyse ülke açısından önemlidir. Hem ülke hem de şirket açısından önemi aşağıdaki gibi açıklanmıştır.

Ülke açısından DYY'lerin önemi şunlardır (Özcan ve Arı, 2010: 67):

- i. Liberal piyasa mekanizması,
- ii. Ekonomide küreselleşme,
- iii. Refah sağlayıcı varlıkların artan hareketliliği,
- iv. Kalkınmada gelişme( take- off) aşamasına gelen ülke sayısının çoğalması,

- v. Gelişmiş ve bazı yeni endüstriyelşmekte olan ülkelerin ekonomik yapılarının yakınlaşması,
- vi. DYY'lerin fayda ve maliyetlerinin hükümetler tarafından daha iyi değerlendirilmesi,

Firma açısından DYY'lerin önemi şunlardır (Özcan ve Arı, 2010: 67):

- i. Global piyasalara erişim ihtiyacının artması,
- ii. Mevcut en ucuz kaynaklardan girdi temin etmek için oluşan rekabetçi baskılar,
- iii. Bölgesel bütünleşmenin daha fazla etkinlik arayışında olan yatırımları hızlandırması,
- iv. Ulaşım maliyetlerinin düşmesi ve sınır ötesi iletişim kolaylığının artması,
- v. Lider firmalar arasında oligopolistik rekabetin yükselmesi,
- vi. DYY'ler için yeni mekansal olanakların ortaya çıkması,
- vii. Globelleşme ve lokalleşmenin dezavantajlarını daha iyi dengeleme ihtiyacıdır.

#### **1.4. DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARININ TARİHSEL GELİŞİMİ**

DYY'nin geçmişi sömürgecilik dönemine kadar gitmektedir. 19. yüzyılda sanayileşmeye başlayan batılı ülkeler sanayi devriminin başlamasından sonra bünyelerindeki sermaye birikimlerini farklı ülkelerde bulunan kar elde edebileceği yatırım alanlarına yöneltmişlerdir. Genellikle hammaddeye yakınlık derecesi yüksek ve ucuz işgücüne sahip az gelişmiş ülkeleri, cazip yatırım alanı olarak öngörmüşlerdir.

İngiltere'nin ihtiyaç duyduğu hammaddelerin (maden, petrol vb.) çıkarılması için 1800'lü yılların başında sömürgelerdeki girişimler, yabancı sermaye yatırımlarının başlangıcı olarak kabul edilmektedir (Cömert, 1998: 1-3).

1800'lü yıllarda DYY doğal ve tarımsal kaynaklar olurken, 21. yüzyılda farklılaşarak, bilgi işlem, nükleer maddeler ve hizmet sektörünün bulunduğu alanlar DYY alanları olmuştur.

Sömürgecilik döneminde (1850-1945) Batı Avrupa'dan Asya, Afrika ve Amerika'nın gelişmemiş yörelerine yönelen yabancı sermaye yatırımının özellikle I. Dünya Savaş'ından sonra daha çok Amerika'da yoğunlaşmaya başladığı görülmüştür. Ancak 1929 yılında başlayan Dünya Ekonomik Bunalımı yabancı sermaye



yatırımlarının sekteye uğramasına, hatta mevcut yatırımların tasfiye edilmesine neden olmuştur (Bayraktar, 2003: 7).

II. Dünya Savaşından sonra DYY farklı bir yol izlemeye başlamıştır. II. Dünya Savaşından önce DYY portföy yatırımları olarak gerçekleşmekteydi. Fakat daha sonrasında DYY olarak değişmiştir.

1989 yılına gelene kadar DYY gelişmekte olan ülkelere yatırım yapma kararında çekimser kalmışlardır. Bu çekimserliğin nedeni ülkelerin iç karışıklıkları ve gelecek belirsizliklerinden kaynaklanmaktaydı. Aynı çekimserlik yatırım yapılacak ülke içerisinde yaşayan vatandaşlar için de geçerliydi. Ülkede yaşayanlar, yabancı sermaye sahiplerinin kendi ülkelerine geldiklerinde egemenliklerini yitireceklerini düşündükleri için, DYY sıcak bakmamışlardır.

DYY, bu dönemde genellikle gelişmiş ülkeler arasında yapılırken dış finansmana ihtiyaç duyan gelişmekte olan ülkeler ya da az gelişmiş ülkeler DYY'lere karşı ön yargılı yaklaşarak, yatırımlara sıcak bakmamışlardır. Bunun nedeni olarak, yabancı sermaye sahipleri geldiğinde ülke egemenliklerini tehlikeye atılacağı, uzun dönemde daha fazla döviz çıkışı olabileceği, yerli şirketlerin yabancı şirketler tarafından baskılanacağı düşünülmekteydi. Bu düşünceler nedeniyle, DYY'lere çok katı kısıtlamalar getirerek, engellemek istenmişlerdir (Akyol, 2013: 27).

1990'lı yıllarda çok sayıda ülke, DYY'ler lehine 'Ulusal Yatırım İklimleri' ile ilgili düzenlemeler yaparak yatırım ortamlarını yabancı sermaye sahiplerine daha uygun hale getirmeye çalışmışlardır. Bu değişikliklere bağlı olarak DYY'ler gelişmekte olan ülkelere akışını hızlandırılmış ve daha geniş bir coğrafyaya yayılmasını sağlamıştır (Bayraktar, 2003: 9).

## **1.5. DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARININ NEDENLERİ**

1800'lü yıllarda sermayenin küreselleşmesiyle, ülkelerin birbirleriyle yaptıkları sermaye yatırım hareketliliği hız kazanmıştır. İhracatın, ulaşım masraflarını barındırmasından dolayı doğrudan sermaye yatırımıyla bir pazara giriş yapması daha avantajlı olmaktadır. Bu giriş hem yatırıma ev sahipliği yapan ülkeye hem de sermayenin geldiği ülkeye artılar kazandırmaktadır. Bunların bir kaçını şu şekilde sıralayabiliriz (Özcan ve Arı, 2010: 66).

- i. Teknolojiye ve teknolojik altyapıya erişim kolaylığı,
- ii. Sürdürülebilir büyümenin temel kaynağı,
- iii. Ülkeler arası (ev sahipliği yapan ve sermayenin geldiği ülke) risk paylaşımı,
- iv. Yönetimsel uzmanlık,
- v. Düşük maliyetli yabancı faktör kullanımı,
- vi. Ulusal piyasalardaki yasal düzenlemelerden ve kısıtlamalardan kurtulma,
- vii. Yatırımları uluslararası düzeyde çeşitlendirme,

Firmaların DYY yapma nedenleri davranışsal nedenlere bağlı olarak gruplandırılabilir. Bu gruplandırmada, şirketlerin doğrudan yabancı sermaye yatırımları yapma nedenleri “saldırgan” ve “savunmacı” davranış modelleridir. Saldırgan davranış modeli; rakip şirketlere karşı avantaj elde etmek isteyen şirket olarak açıklanabilirken savunmacı davranış modeli ise; elinde bulundurduğu avantajları korumak isteyen şirket olarak açıklanabilmektedir (Büyükşalvarcı, 2007: 28).

Bunların dışında DYY nedenleri olarak ileri sürülen başlıca nedenler şunlardır (Seyidoğlu, 2013: 632).

- i. Hammadde kaynakları (availability of raw materials),
- ii. Üretim faaliyetlerinde dikey ve yatay bütünleşme (integrating operations),
- iii. Aktarılamayan bilgilerin varlığı (non transferable knowledge),
- iv. Şirket ünvanının korunması (protecting reputations),
- v. Şirketin marka ve ünvanından yararlanmak istemesi (exploiting reputations),
- vi. Şirkette varolan sırların korunması (protecting secrecy),
- vii. Ürünün yaşam dönemlerinde son aşamaya ulaşılmış olması (product life-cycle hypothesis),
- viii. Oligopolcü piyasa yapısı,
- ix. İthalatçı ülkenin koyduğu tarife ve kotalardan kaçınma,
- x. Ulusal piyasalardaki yasal düzenlemelerden ve kısıtlamalardan kurtulma (avoiding regulations),
- xi. Firmanın müşterilerini izlemesi (symbiotic relationships),

## 1.6. DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARINI BELİRLEYEN FAKTÖRLER

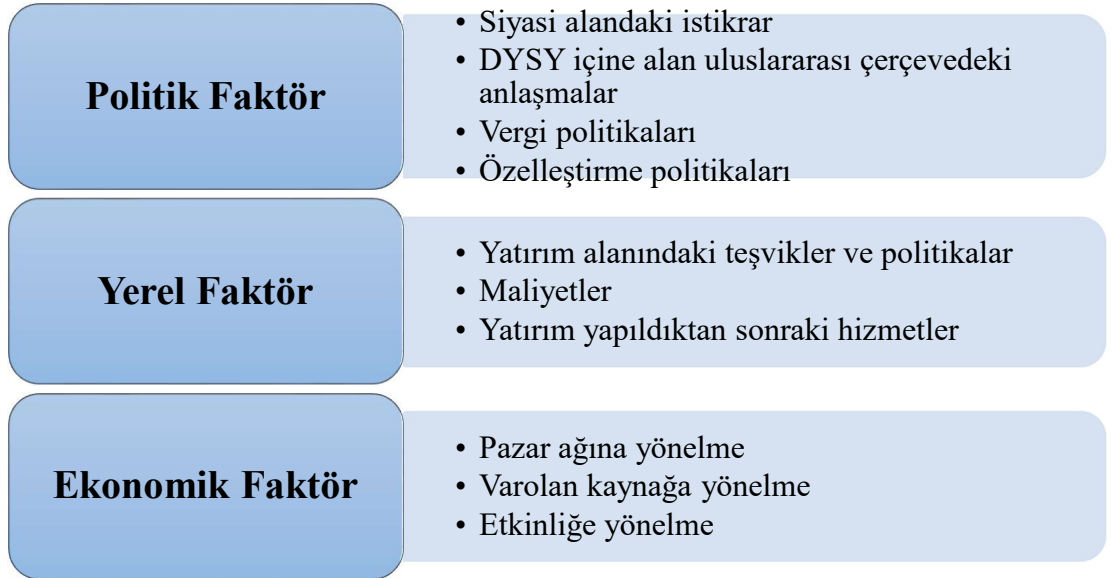
DYY yapacak bir şirket, yatırımını gerçekleştirmeden önce üç önemli faktörün nasıl seyrettiğini inceleyerek ülkeye giriş yapmaktadır. Bunun yanı sıra ülkenin kredi derecelendirme kuruluşları tarafından yatırım yapılabilir seviyede notlanmış olması da DYY belirleyen faktörler arasında yer almaktadır.

1998 yılında UNCTAD'ın yayınlamış olduğu Dünya Yatırım Raporu'nda DYY'yi belirleyen faktörler; politik faktör, ekonomik faktör ve yerel faktörler olmak üzere üç ana başlık altında toplanmıştır (Akay vd. 2014: 100).

DYY'yi hızlandıran etkenler arasında, kaynak sağlayan ülke ve yatırıma ev sahipliği yapacak ülke açısından değerlendirilmesi gerekmektedir. Kaynak sağlayacak ülkenin itici faktörleri ve kaynak sağlanacak ülkenin ise çekici faktörleri içinde barındırması gerekmektedir.

Şekil-1'de DYY'yi etkileyen veya belirleyen faktörlerin yatırımın yapılacağı ülkedeki, belirleyicilerinin neler olduğuna yer verilmiştir.

Şekil - 1: Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarını Etkileyen ve Belirleyen Faktörler



**Kaynak :** World Investment Report 1998

Şekil – 1'deki unsurların yanı sıra yatırım yapacak şirketlerin vereceği kararlar, pazara giriş olanaklarını ve iş ortamını direkt olarak etkilemektedir. İş ortamı

içeriğinde, genel olarak istikrarlı ekonomi, teşvikler, alt yapı unsurlarını içermektedir. Pazara giriş olanakları içerisinde yer alan unsurlar ise genel olarak herhangi bir kotanın uygunlanıp uygunmadığı, vergisel sürecin ağırlığı, piyasa büyüklüğü gibi konulardır.

### **1.6.1. Politik Faktör**

DYY'lerin ülkeye girişlerinde önemli bir etkiye sahip olan politik faktörler içerisinde, politik rejim ve politik istikrarlılık yer almaktadır. Yatırımcı olarak gelen sermayedar geleceğe yönelik kar beklentisine ve yatırım yapmayı düşündüğü ülkedeki güven ortamına göre yatırımlarını şekillendirmektedir.

Bayar ve Öztürk (Bayar ve Öztürk, 2016: 72) “Yabancı yatırımcı ilgili ülkenin siyasi durumunu ve siyasi geleceğini dikkate alarak pozisyonunu oluşturmaktadır. Politik istikrarsızlık kavramı kapsamında; anayasal düzen içerisinde olmakla birlikte, politik kutuplaşmaların olduğu, koalisyon hükümetlerinin ülkeyi yönettiği, hükümetlerin değişim hızının yüksek olduğu ve anayasal sistemin değiştirilmeye zorlanması konuları yer almaktadır.”

Bunun yanı sıra politik faktör, DYY'leri etkileyen en önemli faktördür. Başlıca politik unsurlar siyasi istikrar, özelleştirme politikaları, yabancı iştiraklerin anlaşma standartları, ticaret politikası ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları tutarlılığı, yabancı yatırımcılara ilişkin uluslararası anlaşmalar ve vergi politikalarıdır (Aykan, 2009: 665).

Göz (Göz, 2009: 13) “Doğrudan yabancı sermayenin gerçekleşebilmesi için yatırım yapılacak ülkenin iç politik istikrarla birlikte dış politikasının da istikrarlı olmasına bağlıdır. Politik istikrarın yanında, devlet idarecilerinin doğrudan sermaye yatırımlarına olan yaklaşımları da oldukça önemli bir faktördür.”

Yabancı sermaye sahipleri, ev sahibi ülkede bulunan politik istikrarsızlıkların ülke ekonomisine doğrudan etki edip zarar verdiğini düşünmektedir. Ülkedeki rejim, hükümetin ülke yönetimindeki başarısı ya da başarısızlığı, hükümetin yarattığı krizler, ev sahibi ülkenin dış politikadaki tavrı, ülkeye uygulanan kota ve ambargolar politik faktörü etkileyen unsurlar arasında yer almaktadır (Üçler, 2017: 75).

### 1.6.2. Yerel Faktörler

DYY'leri etkileyen unsurlar arasında yerel faktörler yatırımcının sermaye hareketliliğini olumlu ya da olumsuz şekilde etkilemektedir. Bu faktörler arasında yatırım yapılacak ülkedeki yatırım teşvikleri, yatırım maliyetleri ve yatırım sonrası yapılacak hizmetler yer almaktadır.

Ayrıca yerel faktörler içerisinde yer alan ana unsurlar aşağıdaki şekilde de sıralanabilmektedir (Aykan, 2009: 672).

- i. Kültürel ve Psikolojik Unsurlar,
- ii. Coğrafi Konum,
- iii. Şeffaflık Seviyesi ve Yolsuzluk,
- iv. Kurumsal Yapı,

*Kültürel ve psikolojik faktörler*; geçmişte yaşanan olumsuz örnekler neticesinde, yatırımcı negatif yönde etkilenip yatırım yapacağı ülkeye bu örnekler bakarak, yatırım yapmama kararı alabilmektedir. Ülkedeki tüketicilerin ya da çalışacak personelin kültürel ve psikolojik tedirginlikleri, korku ve endişeleri de bu faktöre olumlu veya olumsuz etki etmektedir.

*Coğrafi konum*; yatırım yapılacak ülkenin lojistik ağına yakınlığı, yabancı sermaye sahiplerinin yatırım iştahını olumlu etkilemektedir. Yatırımın gerçekleşmesinden sonra lojistik ağın zayıf olduğu ya da lojistik ağın diğer ülkelere göre daha maliyetli olarak ulaşabilmeleri yabancı sermaye sahiplerinin yatırım yapma konusunda kararına doğrudan etki etmektedir.

*Şeffaflık ve yolsuzluk*; yatırım yapılacak ülkedeki rasyoların şeffaflık ilkesi gereği doğru ve dürüst bir şekilde kamuoyuna aktarılması ve yolsuzluk oranının düşük ya da hiç olmaması yatırımcıyı yatırım kararında olumlu etkilemektedir. Şeffaflık ve yolsuzluk kavramının içerisindeki riskler ve belirsizlikler ülkedeki yatırım oranını doğrudan etki altına almaktadır.

*Kurumsal yapı*; yatırımcı yatırımını yönlendireceği ülkedeki kuralların, yasaların değişkenlik göstermesi nedeniyle yahut belirsizlikleri nedeniyle, yatırımlarını daha güvenli ve stabil olan ülkelerde değerlendirmek istemektedir.

### 1.6.3. Ekonomik Faktörler

DYY'leri etkileyen faktörler arasında, ülkelerin ekonomik durumunu gösteren rasyolar önemli bir yere sahiptir. Bunlardan bazıları yatırım yapılacak ülkedeki pazar hacmi, fiyatlar genel düzeyi, dış ticaret açığı, yatırımdaki teşvikler, ucuz işgücüne kolay ulaşım ve altyapı gibi temel unsurlardır.

DYY'lerin ülkeye girişine etki eden faktörler arasında, pazar büyüklüğü önemli yer tutmaktadır. Bunun nedeni yeterli hacimde bir pazar, sermayedarların ürünlerini tatmin edici bir satış düzeyine getirilmesi düşüncesi ve o bölgedeki yatırımlarının geniş bir pazarı kapsayacak şekilde yatırım yapmasına itmektedir (Emir ve Kurtaran, 2005: 3).

Pazar hacminin büyüklüğü Gayri Safi Yurtiçi Hasıla ile ölçülebilmektedir. Pazar hacmi; ölçek ekonomisinden yararlanabilme ve kaynakların etkin bir şekilde kullanılıp kar maksimizasyonun optimal noktasına gelmesi açısından önemli yere sahiptir. Bu şekilde yatırımcı, yatırım kararı alırken maliyetlerinin yanında kar maksimizasyonunu da düşüneceği için yatırım yapma açısından olumlu adımlar atacaktır (Çınko, 2009: 118).

Fiyatlar genel düzeyindeki artış ya da azalış yabancı sermaye sahiplerini belirsizliğe iterek onları yatırım yapma veya yapmama konusunda etkilemektedir. Fiyatlar genel düzeyinin sürekli artması, tüketici açısından alım gücünü düşürmekte, üretici açısından hem hammadde maliyetlerin artması hem de ucuz işgücüne ulaşmasında sıkıntı doğuracağından yabancı sermaye sahiplerinin yatırım yapmamasına neden olacaktır.

“Bir ülkenin dışa açıklık derecesi genellikle, dış ticaret hacmi/ GSMH oranı ile ölçülmektedir. Yatırımlarının , ticaret edilebilir sektörlere yöneldiği görüşünden hareketle, dış açıklık oranı yüksek olan ülkelerin daha fazla yabancı yatırım çekeceği kabul edilmektedir” (Aykan, 2009: 669).

Ülkedeki yatırım teşvikleri, hem yabancı hem de yerli sermaye sahiplerinin yatırım yapma iştahını kabartacağından , yatırımı olumlu etkilemektedir. Ülkedeki ağır vergiler ve kotalar ülkeye gelecek olan yatırımcıyı, yatırım yapma konusundan

caydıracaktır. Bununla birlikte ülkedeki alt yapı ağının gelişmiş olması da enerji, iletişim ve ulaşım ağı, aynı derecede yatırımcıyı etkilemektedir.

## **1.7. DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARININ OLUMLU VE OLUMSUZ YÖNLERİ**

Bayraktar (Bayraktar, 2003: 15) “ Gelişmiş ülkelerin ekonomileri açısından çok fazla önemsenmeyen DYY, küreselleşme eğiliminin artmasına bağlı olarak ortaya çıkan ekonomi politikalarındaki liberalleşme, sermayenin serbest dolaşımı, ticarete serbestleşme ve tüketici alışkanlıklarının birbirine yaklaşması gibi faktörlerle birlikte gelişmiş ve gelişmekte olan tüm ülkeler için önemli bir konu haline gelmiştir. Yabancı sermaye akışlarının toplam hacminde ortaya çıkan artış da yabancı sermayenin kalkınmaya olan etkisinde önemli bir rol oynamış ve tüm ülkelerin bu konu üzerine odaklanmasına neden olmuştur”

Kalkınma göstergesi ve ekonomik göstergelerdeki önemli etkiye sahip olması nedeniyle yabancı sermaye yatırımları özellikle gelişmekte olan ülkelerin üzerinde olumlu ve olumsuz etkiye sahiptir. Bu etkiler aşağıda açıklanmıştır.

### **1.7.1. Olumlu Yönler**

DYY’ler verimlilik ve hizmet yönüyle olumlu etkiye sahiptir. Özellikle rekabetin yoğun olduğu sektörlerde olumlu etkileri daha belirgin şekilde gözükmektedir. McKinsey Global Institute’un Hindistan’da yapmış olduğu çalışmasında DYY’lerdeki sınırların kaldırılmasıyla birlikte verimliliğin iki katına çıktığı gözlemlenmiştir. Bu artışla birlikte istihdam oranında artış göstermiştir (Kaymak, 2005: 78).

Bir yabancı yatırımcı, yatırım yapacağı ülkeyi belirleyerek yatırımı gerçekleştirmesinden sonra aynı üretimi yapan ya da ürettiği ürünün yan malzemelerinin üretimini yapan yatırımcılarında dikkatini çekecek ve diğer yatırımcıları da o ülke sınırları içerisinde yatırım yapmaya itecektir. Bu şekilde yatırıma ev sahipliği yapan ülke rekabet ettiği ülkelere göre daha fazla kalkınmış olacaktır.

DYY’ler işsizlik oranı üzerinde de önemli etkiye sahiptir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin işsizlik oranını azaltma çabalarını destekleyen bir diğer unsur ise

sermaye yatırımlarıdır. Gelişmekte olan ülkelerdeki işgücü genellikle tarım sektöründe bulunmaktadır. DYY'ler ile bu durum imalat sanayi ve hizmet sektörüne kaymaktadır. Yüksek miktarda yatırımcı çeken ülkelerde, yabancı yatırımların istihdam ettikleri işgücü sayısı, toplam istihdam içerisinde büyük bir paya sahiptir (Kaya ve Kahreman, 2017: 29).

DYY'ler, yatırıma ev sahipliği yapan ülkenin uluslararası ticarete katılımı üzerinde önemli bir etkisi bulunmaktadır. Bu etki hem ithalatta hem de ihracatta gözlemlenmektedir. Yabancı yatırımcılar genellikle ihracata yönelik üretim yaptıkları için ödemeler dengesinde de olumlu etki yaratmaktadır. Ödemeler dengesindeki olumlu etki yabancı yatırımcılarda, yerli yatırımcı gibi, ani bir olumlu belirti göstermemektedir. Bunun sebebi yabancı sermaye sahiplerinin kurdukları üretim tesislerinin belli ekipman, araç ve gerece ihtiyaç duymalarıdır. Bu süreçten birkaç yıl sonra olumlu etkisi ölçülebilir konuma gelmektedir (Broadman, 2005: 361).

Bir ülkeden başka bir ülkeye teknolojiyi transfer etmenin bir diğer yolu, DYY'lerdir. Yatırıma ev sahipliği yapan ülke teknoloji transferlerindeki maliyetleri azaltıp AR-GE alanındaki çalışmalarında artışa neden olur. Ayrıca ileriki dönemlerde kendi teknolojilerinin geliştirilmesi ve yeni teknolojilerin yaratılmasına zemin hazırlar (Kaya ve Kahreman, 2017: 29).

Acar (Acar, 2016: 95) DYY'ler beş ana başlıkta toplamıştır. Bunlar aşağıdaki gibidir:

- i. Bilgi ve Teknoloji Transferi,
- ii. Girişim Kültürünün Gelişmesi ve Yeniden Yapılanması,
- iii. Uluslararası Ticari Entegrasyonuna Katkı,
- iv. Yerel İşletmelerin Sektör İçerisindeki Rakabetini Güçlendirmesi,
- v. Beşeri Sermaye Birikimine Katkı şeklindedir.

Bunun yanı sıra DYY'ler yapılırken yatırımcı, yatırım yapılacak ülkeye teknoloji ve döviz girdisi sağlamaktadır. Bu girdiler ülkedeki işleyişini devam ettiren yatırımcıları rekabet yönünden kamçılayıp daha fazla teknolojik araç gereçlerin kullanılmasına sebebiyet verecektir. Ayrıca döviz girdisiyle birlikte ülkedeki döviz darboğazını bir nebze de olsa rahatlatacaktır.



Sermaye yatırımlarıyla, yatırıma ev sahipliği yapan ülke cari finansman açığını döviz girişiyle azaltabilmektedir. Gelişmekte olan ülkeler nihai mal üretebilmek için ara mal üretimi gerçekleştirmektedir. Özellikle enerjide dışa bağımlı ve ara mal ithal eden ülkeler DYY aracılığıyla ülkeye giriş yapan dövizlerle cari finansman açığını kapatmaya yönelik tedbirler almaktadır. Doğrudan yabancı sermayeyle gelen döviz, sıcak para girişindeki gibi geçişken olmadığından dolayı cari açık finansmanını kapatmak için daha sağlıklı olduğu öngörülmektedir.

### **1.7.2. Olumsuz Yönleri**

Yabancı sermaye sahipleri, ülkeye doğrudan yabancı sermaye yatırımı olarak giriş yaptıklarında yüksek ve ileri teknolojiyi de beraberinde getirirler. Bu durum yatırıma ev sahipliği yapan ülkedeki iş gücü piyasasını olumsuz etkilemektedir. Emek yoğun olan ülkeye getirilen teknoloji, iş gücüne duyulan ihtiyacı azaltacağından, işsizlik oranında yükselmeye neden olacaktır. Ülke ekonomisi diğer ekonomik sorunların yanında istihdam sorunuyla da karşı karşıya kalacaktır.

Yabancı sermaye sahipleri ileri teknolojiye ve ileri yöneticilik bilgisine sahiptirler. Bu bilgiler çerçevesinde, yerli sermaye sahipleri bu yetkinliklere sahip olmadıkları için haksız rekabet kavramı ortaya çıkacaktır. Bu durum yerli sermaye sahipleri teknolojiyi ithal etmeye itecek ve teknolojide dışa bağımlılığını artıracaktır. Teknolojide dışa bağımlı hale gelen yerli sermaye sahipleri ülke ekonomisinin büyümesinde negatif yönlü rol oynayacaklardır (Ayaydın, 2010: 135).

Vergi yükünün ağır olmasından dolayı bazı yabancı sermaye sahipleri, yatırımlarını geliştirmekte olan ülkelere yönlendirmekte ön yargılı davranmaktadır. Yabancı yatırımcı çekmek isteyen ülkeler vergi yükünün azaltılmasına dair önemler alıp çalışmalar yapmaktadır. Yatırımcı çekmek için vergi indirimi yapıldığında bundan yatırıma ev sahipliği yapan ülkedeki yerli yatırımcı da yararlanacaktır.

Vergi indirimi yapıp doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ülkeye giriş yapmaması halinde, yerli yatırımcı da bu indirimden yararlandığı için önceki dönemlere kıyasla toplam vergi getirisinde büyük bir düşüş meydana gelecektir. Bu durum, kamu gelirlerini negatif yönde etkileyecektir (Sarısoy ve Koç, 2010: 139).

Yabancı sermayelerin gelişmekte olan ülke ekonomilerine, bir yıldan kısa ve spekülâtif hareketlilik taşıyan fonlarla girdiklerinde istikrarsızlıklara sebebiyet vermektedir. Bu tür fonlar hem kısa vadeli olması hem de likiditesinin yüksek olması nedeniyle ülke ekonomilerini terk ettiklerinde; ödemeler dengesine, döviz piyasasına ve finansal piyasalara zarar vermektedir (Koyuncu, 2010: 57).

Bir yıldan kısa vadeli yatırımları içeren yabancı sermayeler; ev sahibi ülkeye giriş yapması ve kar olanakları yatırımcıyı tatmin etmediği takdirde yatırımın yapıldığı ülkede ani sermaye çıkışları başlamaktadır. Bu durum yatırıma ev sahipliği yapan ülkelerin makro ekonomik göstergelerinde negatif etkiler meydana getirmektedir. Sıcak para olarak tanımlanan bir yıldan kısa olan sermayenin spekülâtif ataklar peşinde olduğunu ortaya çıkartmaktadır (Organ ve Berk, 2016: 4).

DYY'ler, yatırıma ev sahipliği yapan ülkedeki yerli yatırımcılar açısından, olumlu etki göstermesi garanti değildir. Bazı durumlarda doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının toplam yatırımları, yerli yatırımcıya göre daha az etkilemektedir. DYY'lerin artması ülkenin ekonomik büyümesini negatif yönlü de etkileyebilmektedir.

Bulut ve Çoşkun (Bulut ve Coşkun, 2015: 8) “Ev sahibi ülkede ihracat ve ithal ikamesi potansiyeli olan sektörler rekabete açıktır; ancak yerli yatırımcılar potansiyel olarak rakip olmalarına rağmen çok uluslu şirketler ile rekabet edememektedir. Diğer taraftan küçük endüstrilerin başlangıçtaki uzun ve maliyetli öğrenme sürecine katlanmaları zordur. Bu nedenle doğrudan yabancı sermaye yatırımları, bu sektörlerde faaliyet gösteren yerli yatırımcılar için engel oluşturabilmektedir.”

DYY'lerin olumlu yönleri olduğu kadar olumsuz yönleri de bulunmaktadır. Bu olumsuz yönler, akılcı ve planlı bir çalışmayla birlikte olumlu hale getirilebilmektedir. DYY'ler gelişmiş ülkelere, gelişmekte olan ülkelere kaymasıyla birlikte kısa dönemde olumsuz yönleri meydana çıksa da uzun dönemde, ev sahibi ülkeyi olumlu yönde etkileyecektir (Erim, 2018: 3).

## **1.8. DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARINI AÇIKLAMAYA YÖNELİK TEORİLER**

Yabancı sermaye yatırımlarının 1950’li yıllarda özellikle gelişmiş ülkeler arasında büyük miktara ulaşması, iktisatçıların ilgisini ve bu türlü yatırımların neden yapıldığı konusunda günümüze kadar birçok teori ileri sürülmüştür (Akbulut, 2009: 74).

DYY’lerin dünyada yaygınlaşması, yarım asırlık bir döneme denk gelmektedir. Bu konuyla ilgili ne Klasik iktisatçılar ne de Neo Klasik iktisatçılar ilgilenmişlerdir. Bundan dolayıdır ki, Uluslararası Ticaret Teorisi analizlerinde DYY’lere yer verilmemiştir. Konuyla ilgili teorik incelemeler ancak yeni nesil iktisatçılar tarafından aydınlatılacaktır.

### **1.8.1. Tam Rekabet Koşulunda Doğrudan Yabancı Sermaye Teorileri**

Tam rekabet, ideal sayılan koşullar altında gerçekleştirilecek bir piyasadır. Alıcı ve satıcıların çok sayıda olması ve sayının fazla olmasından dolayı üretilen ürünün fiyatında doğrudan etkisi olamamaktadır. Üretilen mallar homojen olup piyasaya giriş çıkışlar serbesttir.

Faktör ve mal piyasalarının, tam rekabet koşulu altında çalıştığı varsayımına dayanmaktadır. Getiri oranındaki farklılık teorisi, portfolyo teorisi, üretim düzeyi hipotezi ve pazar büyüklüğü hipotezi tam rekabet varsayımına dayanan teoriler kapsamındadır (Öztürk, 2004: 111).

#### **1.8.1.1. Getiri Oranlarındaki Farklılık Teorisi**

Bu teori, bir firmanın amacının (marjinalist bir yaklaşımla sermayenin marjinal maliyetini sermayenin marjinal gelirene eşitleyerek) kar maksimizasyonu olduğunu varsayan geleneksel yatırım teorisinden çıkartılmıştır. Bu hipoteze göre doğrudan yabancı yatırım, uluslararası sermaye yatırımlarının getirilerindeki farklılıkların bir fonksiyonudur (Akbulut, 2009: 74).

Bir firma yurtdışında yatırım yapma kararı verirken, bu yatırımın yurtdışındaki beklenen getirisi ile aynı yatırımın yurtiçinde yapılması halinde elde edebileceği getiriyi karşılaştırarak; kar maksimizasyonu çerçevesinde getirisi daha yüksek olan yatırımı seçmektedir (Seyidoğlu , 2003: 68).

### **1.8.1.2. Portfolyo Teorisi**

1930'lu yıllarda uluslararası sermaye hareketliliklerini tanımlamak için gerçekleştirilmiş bir yaklaşımdır. Bu yaklaşımı James Tobin ve Markowitz tarafından oluşturulmuş ve savunulmuştur. Portfolyo teorisine göre; yatırımlar, getirinin pozitif riskin ise negatif bir fonksiyonudur.

Yatırımcılar portfolyosunu oluştururken hem sermayenin getirisini hem de risk faktörünü dikkate alıp, karşılaştıkları riskleri azaltmak için yatırımlarını değişik ülkeler veya sektörler arasında çeşitlendirme eğilimi göstermektedir (Öztürk, 2004: 118).

Tam rekabet varsayımına dayanan diğer iki hipotez ise, mikro seviyede bir firmanın bir ülkede yaptığı bu tür yatırımlarla yine aynı firmanın çıktısı (satışları) arasında pozitif bir ilişki olduğunu ileri süren Üretim Düzeyi Hipotezi ve makro seviyede milli gelirle ifade edilen bir ülkenin Pazar Büyüklüğü Hipotezi'dir (Agarwal, 1980: 748).

### **1.8.2. Eksik Rekabet Koşulunda Doğrudan Yabancı Sermaye Teorileri**

Eksik rekabet piyasası, tam rekabet piyasasının oluşum gösteremediği ekonomilerde ortaya çıkmaktadır. Bir piyasanın eksik rekabet olabilmesi için; alıcı ve satıcıların tam rekabet piyasasına göre daha az olduğu, ürün çeşitliliğinin olmadığı, piyasaya giriş ve çıkışların serbest olmadığı piyasalardır.

Bu teorilere göre DYY'lerin nedeni, yatırıma ev sahipliği yapan ülkedeki piyasada tekeli bir yapıya sahip olmak istemeleridir. Tekeli (oligopolcü) yapıya sahip olmak için; oligopol teorisi, içselleştirme teorisi, elektik paradigma, tekeli üstüğü teorisi, caves ekonomileri, ürün devreleri gibi teoriler üretilmiştir.

#### **1.8.2.1. Oligopol Teorisi**

Knickerbocker tarafından ortaya atılan ve özellikle gelişmiş ülkelerdeki DYY'lerin oligopolistik bir tepkinin sonucunda ortaya çıktığını iddia eden bir teoridir. Bir yabancı yatırımcı, bir ülkedeki pazar payını artırmak için yatırımını gerçekleştirmektedir. Bununla birlikte diğer rekabetçi yatırımcılar kendi pazar paylarını korumak üzere yatırımlarını o ülkeye kanallandıracaklardır (Öztürk, 2004: 117).

Oligopol teorisi; birkaç büyük firmanın egemen olduğu bir piyasada (oligopol piyasası) firmanın birisinin kar, fiyat, satış, yatırım gibi kritik konularda aldıkları bir karara, diğer firmalar da benzer bir kararla tepkide bulunurlar. Buna göre benzer mal ihraç eden iki firmadan birinin yabancı piyasada doğrudan yatırım yaparak orada bir üretim üssü oluşturması, onun dış piyasayı ele geçirerek öbür firmaların ihracatının azalmasına yol açabilmektedir. Bu firma yabancı piyasada daha düşük maliyetle üretim yaparak müşterilere yakın olduğu için onlara satış sonrası hizmet sağlayarak yeni bilgi beceri elde ederek ve değişik mal ve hizmet üreterek bir rekabet üstünlüğü sağlayabilmektedir (Seyidoğlu, 2013: 635).

### **1.8.2.2. İçselleştirme Teorisi**

Buckley ve Cason'un ileri sürdüğü ve Dunning ve Rugman'ın da katkıda bulunduğu bu teoriye göre, yurtdışındaki piyasaların birçok düzensizlik ve riskler içermesi, firmaların bu piyasalara doğrudan yabancı yatırım yapma yoluyla içselleştirmeye yönlendirmektedir (Öztürk, 2004: 118).

İçselleştirme teorisi, çok uluslu şirketlerin bir piyasada satış yapmasından kiralamaya veya lisanslama yöntemini mi kullanacağını yoksa doğrudan yabancı yatırım yoluyla bizzat kendisi mi üreteceğini açıklamaya çalışmaktadır. Yani neden bir firma “ arms-length” ilişkiyi değil de, doğrudan yatırımı tercih eder sorusuna cevap arar. Bununla birlikte firma lisanslama ve doğrudan yabancı yatırım arasında bir tercih yapacaktır (Demirel, 2006: 25-26).

Bir firmanın sahibi olduğu özel bilgilerden tam olarak yararlanabilmesinin, o yeni bilgilerin başkalarının eline geçerek üretimde kullanılmasını önlemenin en etkin yolu onu içselleştirmekte, yani lisans anlaşmaları yerine bu bilgileri şirketin kendi üretiminde kullanmasıdır. Böylece şirketin dışa bağımlılığı ile birlikte, ileride ortaya çıkabilecek risk faktörleri de azaltılır (Seyidoğlu, 2013: 636).

İçselleştirme güdüsü, dört temel faktöre bağlıdır. Bu faktörler aşağıda belirtilmektedir (Kurtaran, 2007: 370);

- i. Endüstriye özgü faktörler,
- ii. Bölgeye özgü faktörler,
- iii. Ulusa özgü faktörler,

iv. Firmaya özgü faktörler,

Bu teori, çok uluslu şirketlerin uluslararası piyasalarda bir çok düzensizliklerle ve gecikmelerle karşılaşabilecekleri görüşüne göre hareket eder. Çok uluslu şirketler yabancı piyasalarda mevcut olan ve üretim süreçlerini olumsuz etkileyen piyasalardan kurtulmak için kendi üretim faaliyetleri ile ilgili olan piyasaları içselleştirirler (Kurtaran, 2007: 370).

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

OLI modeli, Dunning tarafından 1973'de geliştirilmiş ve doğrudan yabancı yatırım kuramı oluşturmak için ortaya atılmıştır. DYY teorileri arasından kapsamı en geniş olan teoridir.

Bu teoriyi geliştirirken kendinden önceki pek çok çalışmayı bir araya getirmiş, elektik kapsamlı bir teori ortaya atmıştır. Öncelikle ABD'nin ve İngiltere'nin emek üretkenliklerini karşılaştırdığı bir çalışmada ABD'deki üretkenliğin 2 ila 5 kat daha fazla olduğunu bulmuştur. Bu fark eğer ABD'deki kaynaklardan ötürü ise buna konum avantajı, iş organizasyonundan ötürü ise mülkiyet avantajı adını vermiştir. Mülkiyet avantajını, mülkiyet ve içselleştirme avantajı olarak ikiye ayırmıştır (Demirel, 2006: 27).

Bu modele göre DYY'ler, sahipliğin (ownership) alansal avantajların (location) ve içselleştirmenin (internalization) bir fonksiyonudur. Dunning, bu değişkenlerin, bir firmanın yatırım kararı verme aşamasında gerekli olan koşullar olduğuna değinmiştir (Öztürk, 2004: 119).

Yabancı sermaye sahiplerinin, kendi ülkesi dışında üretim yapmasının üç koşula bağlı bulunduğunu belirtmiştir. Bu koşullar aşağıdaki gibidir (Selek, 2009: 123);

- i. Firmanın maddi veya maddi olmayan mal ve becerilere sahip olması gerekir. Çünkü bu sayede, üretim yapacağı ülkelerdeki bilgi ve tecrübeye sahip yerli firmalarla, rekabet edebilir. Bu, firma için mülkiyet avantajı oluşturmaktadır.
- ii. Firmanın gideceği ülkede elde edeceği avantaj sayesinde kendi ülkesinde yatırım yapmak, kaynak ülkede üretip ihraç etmekten daha karlı hale gelmelidir. Bu, firma için konum avantajı oluşturmaktadır.

iii. Firmanın dış yatırım yapması; becerilerini satmasından, kiralamasından veya lisanslamasından daha karlıdır. Bu durum firma için içselleştirme avantajı sağlamaktadır.

Bu koşullar Dunning'in OLI olarak kısaltmış olduğu mülkiye (ownership) , konum (location) , içselleştirme (internalization) avantajlarıdır.

OLI modelinde değinilen bu üç koşul sağlandığı takdirde, çok uluslu şirketlerin oraya çıkaracağı fırsatlardan dolayı, yabancı sermaye sahipleri; doğrudan yatırım yapma yoluna gidecektir. Aksi halde ihracat veya lisans yolunu tercih edeceklerdir (Seyidoğlu, Uluslararası İktisat, 2013: 637).

#### **1.8.2.4. Tekel Üstünlüğü Teorisi**

Tekel üstünlüğü teorisi, 1960'lı yıllarda Stephan Hymer adlı iktisatçı tarafından ortaya çıkmıştır. Hymer'in 1960 yılında tamamladığı doktora tezinin doğrudan yabancı yatırım teorisine en büyük katkısı çok uluslu şirketlerin neden bilgi ve teknoloji gibi ara mal ürünlerini ülkeler arasında transfer ettiğini anlatmasıdır. Hymer tüm analizini, Bain tipi adı verilen piyasanın yapısal aksaklıkları üzerine kurmuştur. Öte yandan ise Williamson tipi işlem maliyetleri aksaklıklarına yer vermemiştir (Demirel, 2006: 31-32).

Tekel üstünlüğü teorisinde DYY'ler, portföy yatırımlarıyla aynı olarak değerlendirilmektedir. Faiz oranlarındaki farklılıklar ve getiri oranındaki yüksek karlılıklara bağlı olarak değerlendirilmektedir. Hymer'in görüşüne göre yatırım yapmak isteyen yabancı sermayedarlar, yatırıma ev sahipliği yapan ülkedeki firmaları devralmak ve o firmalarla şirket evliliklerini gerçekleştirmek suretiyle, yatırıma ev sahipliği yapan ülkenin iç rekabetini ortadan kaldırmak ve maliyetleri azaltmak için DYY'lerin yapılmasına işaret etmektedir (Şişman ve Öztürk, 2010: 57).

Bu teoriye göre çok uluslu şirketlerin, yerel şirketler karşısında üstünlüğünün nedeni ona tekel gücü sağlayan etkenleridir. Tekel üstünlüğü yaratan bu etkenler yabancı şirkete özgüdür, piyasadaki, öteki işletmeler bunlardan yararlanamazlar. Dolayısıyla tekel üstünlüğü teorisi, yabancı sermaye yatırımlarını bu firmaların faaliyet gösterdikleri yabancı piyasalarda rekabetçi koşulların bulunmaması ile açıklamaktadır (Seyidoğlu, 2013: 635).

### 1.8.2.5. Caves Ekonomileri

Caves tarafından geliştirilen ve daha çok, çok uluslu şirketlerin yatırım stratejilerini açıklamaya yönelik bir yaklaşımdır. Öncelikle yabancı yatırımları bir sınıflandırma yapıp daha sonra bir açıklama getirilme gereğini vurgulayan Caves'e göre bir, çok uluslu şirket ya Pazar yapısından dolayı daha çok mal farklılaştırması uygunlayarak değişik ülkelere aynı malı üretmek için ya da bir malın alt üretim süreçlerini geliştirmek için doğrudan yabancı yatırımı yapmaktadır (Öztürk, 2004: 119-120).

DYY'lerin başlıca nedenleri şunlardır (Caves, 1974: 292):

- i. Soyut sermaye,
- ii. Çok tesisli firmalar,
- iii. Girişimci özellikleri,

DYY'leri belirli sınıflara ayırdıktan sonra yorumlanması gerektiğinin daha uygun olduğunu dile getiren kişi Caves'tir.

DYY'ler yapılırken karar aşamasında aşağıdaki faktörlerin önemini çalışmalarında vurgulamıştır. Bunlar (Demirel, 2006: 30-31):

- i. Ürün farklılaştırması (küçük fiziksel değişiklikler, marka, reklam ile oluşturulan özne farklılıklar, satış stratejileri ve yardımcı ürünlerdeki farklılıklar ile oluşturulur; mülkiyet hakları ve fiziksel imitasyonun önündeki yüksek maliyetler ile korunur.)
- ii. Piyasanın oligopol yapısı,
- iii. Organizasyonel beceriler,
- iv. Ulaştırma maliyetleri ve gümrük vergileri,
- v. AR-GE faaliyetleridir.,

### 1.8.2.6. Ürün Devreleri Teorisi

Reymond Vernon tarafından geliştirilen bu teori, yatırım ve ticaret kalıplarındaki değişiklikleri ve yeni bir ürünün keşfedilişinden olgunlaşmasına kadar geçen ürün safhalarını açıklamaktadır. Vernon'a göre; malların üretimi sırasında kullanılan girdilerin ülkeler arasındaki karşılaştırmalı üstünlükleri, birbirlerinden farklı olduğundan bazı ülkeler var olan malların üretiminde bazıları da mal üretiminde



uzmanlaşmalıdırlar. Yeni bir malın ortaya çıkması ve teknolojik yenilikler, genellikle ileri sanayileşmiş ABD gibi gelişmiş ülkelerde olmaktadır. Bu durum yüksek derecede eğitilmiş işgücünün ve AR-GE'ye yapılan yüksek yatırımların sonucudur. Yeni bir mal durumundan, ürünün hayat devreleri boyunca hareket ederek eski bir mal durumuna geçen ürün, coğrafi olarak yer değiştirmektedir (Görmezöz, 2007: 7).

Vernon'un bu teorisine göre, bir ürünün yaşam devreleri üç ana aşamada oluşmaktadır. Bunlar aşağıdaki şekilde açıklamalarıyla verilmiştir. *Buluş Aşaması*; ürünün keşfi firma tarafından üretilerek (bu ürün bir talebin varlığı kadar AR-GE ile üretici birimler arasında etkin bir koordinasyonun bulunmasına gereksinim duyulması nedeniyle) iç piyasaya sunulmasıdır. *Büyüme veya Olgunlaşma Aşaması*; firmanın ürünü yurtdışına ihraç etmeye başlayıp bu ürüne olan talepteki büyüme ve rekabetteki artış, firmayı bu ürünü üretmek amacıyla yurtdışındaki piyasalara yatırım yapmaya itmektedir. *Standartlaşma Aşaması*; bu aşamada artık ürün ve üretim tekniği diğer firmalarca kolay taklit edilebildiğinden firmalar arasında fiyat rekabeti artış göstermektedir. İcatçı yani keşifçi firma da dahil, üreticiler maliyetlerin azalmasına yol açacak yeni buluşlar aramaya veya geliştirmekte olan ülkelerdeki emek maliyetinden avantaj sağlayacak yatırımlar yapmaya zorlanırlar (Öztürk, 2004: 117).

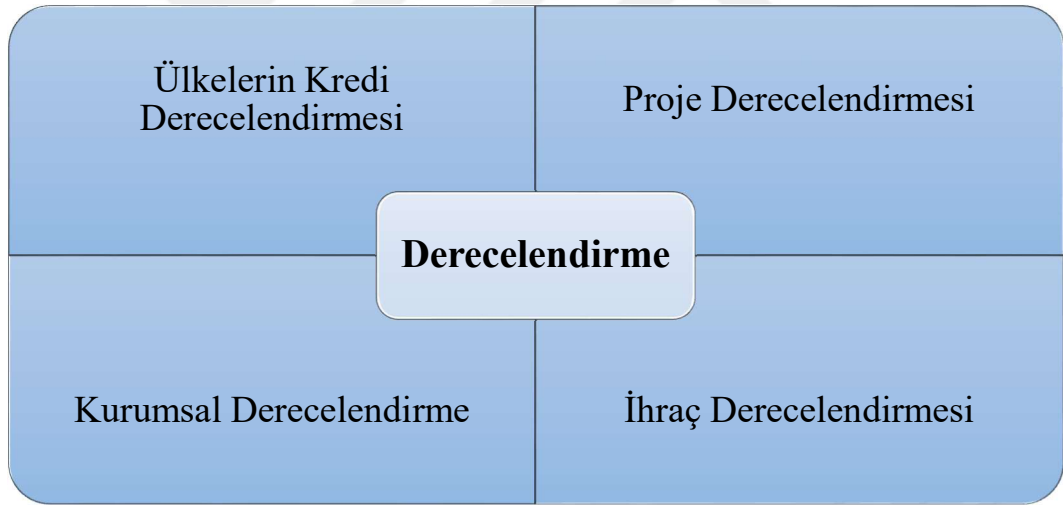
## İKİNCİ BÖLÜM

### 2. DERECELENDİRME KAVRAMI VE KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI

Derecelendirme kavramı, ülkelerin, kurum ve kuruluşların, finansal sorumluluklarını vadesinde yerine getirip getiremeyeceğini ölçümlemek için kullanılan; ülkelerin, kurum ve kuruluşların, geçmişten bugüne kadar ki verilerini inceleyerek yapılan sınıflandırma/gruplandırma sistemidir (Yazıcı, 2009: 2).

Bir başka ifadeyle, derecelendirme yapılan ülkelerin ya da şirketlerin, yurtdışı piyasalardaki yatırımcılara yol göstererek yatırım yapma veya yapmamalarını sağlayacak kriterleri objektif ve tarafsız şekilde değerlendirerek, nicel ve nitel verileri kullanarak, yapılan sınıflandırma sistemine denir. (Kılıçaslan ve Giter, 2016: 62)

Şekil - 2: Derecelendirmenin Çeşitleri



**Kaynak :** Çiftçi, 2019 ( Erişim Tarihi 02.05.2019 )

Şekil - 2 de gözüktüğü üzere derecelendirmenin dört farklı çeşidi bulunmaktadır. Bunlar ülke derecelendirmesi, kurumsal derecelendirme, ihraç derecelendirmesi ve proje derecelendirmesidir. Yapılan bu çalışmada üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun ülke derecelendirmeleri baz alınmıştır.

Kurum derecelendirmeleri kendi içerisinde belli başlıklara ayrılmaktadır. Bunlar; banka ve finansal kurumlarının derecelendirilmesi, sigorta şirketlerinin derecelendirilmesi, kamu kuruluşlarının derecelendirilmesi, belediyelerin

derecelendirilmesidir. İhraç derecelendirilmesi ise; değerli kağıtların, menkul kıymeterin (tahvil vb), derecelendirilmesidir.

## **2.1. KREDİ DERECELENDİRME KAVRAMI**

Kredi derecelendirme, dünyada liberalizasyonun ortaya çıkmasıyla birlikte daha da anlam kazanmıştır. Yerli ve yabancı yatırımcıların sermayelerini başka ülke sınırlarına taşıma düşüncesinde önem verdikleri temel unsurlar arasında yer almaktadır. Bu analizlerle birlikte ekonomik sistemde bulunan aktörlere büyük imkanlar ve fırsatlar getirmektedir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının yapmış oldukları analizler ve piyasalar hakkındaki bilgileri, yerli veya yabancı yatırımcılara, yatırım yapma konusunda yönlendirici sinyaller vermektedir. Bu sinyaller nedeniyle yatırımcılar, kredi derecelendirme kuruluşlarına ihtiyaç duymaktadır. Derecelendirme kuruluşları, ölçek ekonomilerinin getirdiği pozitif etkiler nedeniyle piyasa bilgilerine ucuz maliyetlerle sahip olmakta ve piyasadaki aktörlerle paylaşmaktadır (Karagöl ve Mihçioğur, 2012: 8).

## **2.2. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞUNUN TARİHSEL GELİŞİMİ**

Tarihte ilk olarak derecelendirme, 1837 yılında Amerika Birleşik Devletleri'nde ortaya çıkan mali krizden sonra, tüccarların borç yükümlülüklerini yerine getiremez hale gelmesiyle birlikte ortaya çıkmıştır. Borç almak isteyen ve borç vermek isteyenlerin arasındaki güven ilişkisinin gelişme göstermesiyle birlikte, derecelendirmenin giderek yaygınlaşmasına sebebiyet vermiştir (Gülmez ve Gündoğan, 2014: 67).

1837-1841 yılları arasında ABD ekonomisindeki çöküş ve firmaların verdikleri sözleri/taahhütleri yerine getiremeyip büyük bir krize sebebiyet vermesiyle birlikte Lewis Tappan öncülüğünde derecelendirmenin ilk adımları atılmıştır. ABD ekonomisindeki krizden etkilenen Tappan, büyük bir çoğunluğu avukat olan bir grup oluşturarak derecelendirme kuruluşlarının temel taşlarını oluşturmuştur (Tutar vd. 2011: 3).

John Bradstreet tarafından toplanan piyasa bilgileri; New York toptancıları ve firmaları tarafından, yatırımlarını yönlendirebilmek için talep edilmiştir. 1849 yılında

bu talepler karşısında tepkisiz kalamayan J. Bradstreet, Bradstreet Company adında derecelendirme kuruluşu olan şirketini kurarak, ikinci kredi derecelendirme şirketi olarak piyasaya giriş yapmıştır (Yazıcı, 2009: 5).

1850’li yıllarda bu iki şirket, şirket evliliği gerçekleştirerek “Dun and Bradstreet” ismini almıştır. Bu şirket adını 1962 yılında Moody’s Investors Service olarak değiştirmiş ve 21. Yüzyıla kadar uzanan köklü geçmişiyle ve günümüzde hala aktif olarak derecelendirme şirketi olarak piyasada rol oynamaktadır.

Moody’s Investors Service’den sonra 1916 yılında Poor’s Publishing Company ve 1922 yılında Standard Statistic Company adında iki farklı kredi derecelendirme kuruluşları da piyasa analizleri yaparak yatırımlara yön vermeye başlamıştır. 1941 yılında bu iki şirket “Dun and Bradstreet” derecelendirme kuruluşu gibi şirket evliliği gerçekleştirmiş ve Standard & Poor’s ismini almıştır (Hasbi, 2012: 7).

Piyasada söz sahibi olan bir başka kredi derecelendirme kuruluşu olan Fitch 1913 yılında kurulmuştur. 1924 yılından bugüne kadar gelen üç harfli derecelendirme çizelgesini piyasaya kazandırmıştır. 1931 yılında Wall Street’in çökmesinden hemen sonra ilk defa derecelendirmeyi regülatör olarak kullanmıştır (Toraman ve Yürük, 2014: 130).

Bu üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu geçmişten günümüze kadar, yerli ve yabancı sermaye sahiplerinin yatırımlarına yön vermiştir. Ayrıca ülkelerin ve firmaların analizlerini içeren piyasa bilgilerini, piyasada bulunan diğer aktörlere sunmuş ve piyasalar hakkındaki bilgilerin evrenselleşmesini sağlamıştır.

1960-1970 yılları arasında piyasaya yönelik firma fonlarının yaygınlaşmasıyla, kredi derecelendirme kuruluşlarının analizlerine yönelik ihtiyaçların artmasına neden olmuştur. Bu yıllar arasında kredi derecelendirme kuruluşlarının yapmış olduğu analizler nedeniyle bankalar ve kredi derecelendirme kuruluşları büyük rekabet içerisine girmişlerdir. Ticari bankaların değerlendirmeleri, genellikle bilanço bazlıyken kredi derecelendirme kuruluşlarının değerlendirmeleri, satılabilir borç araçlarının kredi değerliliğiyle ilgilenmekteydi (Bocutoğlu, 2015: 75).

1980’lerden günümüze kadar, kredi derecelendirme kuruluşlarına yoğun talep bulunmaktadır. Bunun sebebi sermaye hareketliliğinin başlamasıyla birlikte yabancı

yatırımcılar yatırımlarını gösterebileceği güvenli limanlar ararken, özellikle gelişmekte olan ülkeler, makroekonomik problemlerini geçici de olsa sıcak parayla çözmek istemesinden dolayı, kredi derecelendirmesinin notlamasına ihtiyaç duymuşlardır. Hem yatırımcılara hem de yatırıma ev sahipliği yapan ülkelere, yatırımlarını doğru ve sağlam zeminde yapması için yol göstermektedir.

2000’li yıllara gelindiğinde, derecelendirme kuruluşlarının yaptığı derecelendirmeler; ülkeler, şirketler ve kişiler tarafından sorgulanmaya başlanmıştır. Bunun genel nedeni bazı şirketlere verilen kredi notlarının gerçeği yansıtmadığını ifade eden görüşlerin ve derecelendirme yapılan şirketin mali olarak sıkıntıya düşmüş olması, kişilerin kredi derecelendirme kuruluşlarına duyduğu güveni sarsmıştır. Yerli ve yabancı yatırımcılar, yatırım yapma kararı almak istediklerinde kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği puanların yanı sıra ülkelerin CDS (Credit Default Swap) primlerinin de son durumlarına bakmaktadır.

### **2.3. KREDİ DERECELENDİRMENİN ÖNEMİ**

Ülkelerin kredi derecelendirme raporları, yabancı sermaye sahiplerinin yatırımlarını yönlendireceği ülkeyi seçme konusunda önemli etkiye sahiptir. Yabancı sermaye sahiplerinin yatırım yapmak için baz aldığı bazı unsurlar bulunmaktadır. Bunlar; yatırımın güvenli bir zeminde gerçekleşmesi, kar güdüsü , yatırımın acilen nakite dönüştürülebilirliğidir. Bu üç önemli başlığın ölçülebilmesi için kredi derecelendirme kuruluşlarının analiz ve raporları büyük önem taşımaktadır (Erkan ve Demircioğlu, 2011: 212).

Finansal piyasalardaki varolan istikrarsızlıklar, gelişmekte olan ülkelerin finans piyasalarının, daha elverişli ve sürdürülebilir olmasını gündeme taşımıştır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının yaptığı analizler ve yorumlar, ülkenin finansal piyasalarını direkt etki altına almasına neden olmuştur.

Liberalizasyonla birlikte sermaye piyasasındaki araçların, şeffaflığı giderek azalmıştı. Bu azalmayla birlikte Avrupa’da yeni finans piyasası araçları ortaya çıkmıştır. Ortaya çıkan araçların şeffaf, bağımsız ve tutarlı bilgileri, yatırımcılara aktarılmasını sağlayacak kredi derecelendirme kuruluşlarına daha fazla ihtiyaç olduğu olgusunu ortaya çıkartmıştır. Yatırımcılar değerli kağıtlara yatırım yapmak için kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği puanların ne yönlü olduğunu yakinen takip

etmiş ve yatırımlarını daha hızlı kanalize etmesini sağlamıştır (Cantor ve Packer, 1996: 38).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının, ülkeleri ya da şirketleri değerlendirip yatırım yapılabilir seviyesinde notlaması ülke ekonomilerinin rahatlamasına ve yabancı sermaye sahiplerinin o ülke sınırlarına kaymasına sebep olmaktadır. Bu şekilde ülkenin ekonomik göstergeleri pozitif yönlü hareketlenip ülkenin ekonomik hedeflerine daha hızlı şekilde ulaşmasına neden olmaktadır.

Derecelendirme kuruluşlarının analiz ve yorumları bağımsızlığı ve güvenilirliği nedeniyle yatırımcıları ihracatçıları, kredi talebinde bulunanları ve hükümetleri çeşitli konularda yönlendirerek kısa, orta ve uzun vadedeki kararlarını etkilemektedir.

Derecelendirme kuruluşlarına ihtiyaç duyulmasının genel sebebi mevcut verilere tek bir seferde ulaşabilmek değildi. Asıl sebebi derecelendirdikleri ülkelerin veya şirketlerin finansal varlıklarının gelecekte nasıl hareket edebileceğidir. Piyasada bulunan aktörlerin kısa zamanda bu analizlere sahip olmak istemesi kredi derecelendirme kuruluşlarına yönelik ihtiyaçları artırmıştır (Karagöl ve Mihçioğur, 2012: 14).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının uluslararası ekonomi için önemi aşağıdaki gibi sıralanmıştır (Eren, 2010: 35):

- i. Ülke ekonomilerini sağlam bir zemin üzerinde güvenilir ve istikrarlı mali piyasalar kazandırmak,
- ii. Piyasaları, uluslararası piyasalarla entegre hale getirmek,
- iii. Tasarrufların yatırıma dönüşmesi için büyük katkı sağlamak,
- iv. Ekonomide bulunan risk düzeyini sınırlayıp, mali işlemlerin varlığını artırmak ve büyümenin daha etkin olmasını sağlamak,
- v. Menkul kıymetlerdeki fiyat değişikliklerinin daha düzenli olmasını sağlamaktadır.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının sermaye piyasası açısından önemi ise aşağıdaki gibidir (Melek, 2011: 51) :

- i. Risk tespitiyle birlikte bir standardizasyon sağlanmış olmak,

- ii. Yabancı yatırımcılara yol göstererek piyasaya kolayca girmesine ve uluslararası piyasalarla uyumunu sağlamak
- iii. Bir yıldan kısa vadeli yatırımlardan çok uzun vadeli yatırımlara yönelimi artırmak,
- iv. Menkul kıymetlerdeki spekülasyon hareketleri sınırlayıp bir denge oluşturmaktır.

Kredi derecelendirme kuruluşları, analizlerini talep edenlere, ülkelerin sermaye piyasasındaki araçları kullanarak yatırım yapmalarını sağlayacak birçok yönlendirmesi bulunmaktadır. Finans kuruluşları genellikle kredi kullanmaktansa değerli kağıtlara yatırım yapmak istemektedir. Bu yatırımın doğru olup olmadığını değerlendirilmesi sırasında kredi derecelendirme kuruluşlarının not skalası devreye girmektedir. Bu şekilde ülkenin ya da ülkedeki kağıtların kredibilitesinin ne yönlü olduğu hakkında bilgi sağlamış olmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının analizleri, yatırımcılar tarafından etkin bir çerçevede kabul görmüş olmaktadır (Seval, 2014: 8).

Özellikle gelişmekte olan ülkelerde bulunan iç tasarruf yetersizliği ülke ekonomilerini sekteye uğratmaktadır. Bu problemin çözülebilmesi için ülke sınırları içerisinde bulunan yatırımların artması gerekmektedir. Bu aşamada kredi derecelendirme kuruluşları gerek orta vadeli gerekse uzun vadeli kredi derecelendirme notuyla ülkeye büyük montanlı yatırımcı çekebilmektedir. Ülkenin tasarruf yetersizliğinden dolayı oluşan problemleri hızlı ve etkin şekilde çözümlenmenin yolu ve makroekonomik göstergelerdeki pozitif gelişmeleri gözlemleyebilmek için kredi notlaması büyük önem taşımaktadır (Kargı, 2014: 353).

#### **2.4.KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ SUNDUĞU HİZMETLERİ**

Kredi derecelendirme kuruluşları hem bireylere hem de şirketlere belli başlı hizmetler sunmaktadır. Sunduğu bu hizmetlerle yatırımcının geleceğe bakışını değiştirecek kararları alma konusunda destek sağlamaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri hizmetler aşağıdaki gibidir (Demir ve Eminer, 2014: 98-99):

- i. Ülkelerin siyasi zemindeki risklerini,
- ii. Ülkelerin merkez bankalarının kredibilitesini,
- iii. Borç talep edenlerin kredibilitesini,

- iv. Bankaların ve finansal kurumların bilançolarını ve borç kapasitelerini değerlendirmek.
- v. Ülkelerin ihracat/ithalat yapılarını ve cari açıklığını inceler.
- vi. Reel ve finans sektörlerinin yatırıma uygunluğunu değerlendirir.
- vii. Makro ekonomik riskleri ele alarak inceler ve değerlendirir.
- viii. Değerlendirmelerini genellikle kısa,orta ve uzun vadede yaparak yatırımcılara piyasa hakkında devamlı bilgi akışı sağlar.
- ix. Derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notlar ve anlamlarını açık bir ifadeyle kamuoyuna duyurur.

Kredi derecelendirme öncelikli olarak ülkelerin ya da şirketlerin, derecelendirme kuruluşlarına başvuru yapmasıyla birlikte başlamaktadır. Derecelendirme kuruluşlarının ihtiyaç duydukları ekonomik göstergeleri elde ettikten sonra belli kriterler doğrultusunda analize başlarlar. Yapılan bu analiz genellikle ülkelerin veya şirketin geçmişten günümüze kadar olan değişimlerini içermektedir. Ekonomik göstergeler doğrultusunda verilen puanlar belli sınıflarda kategorize edilip ülkelere veya şirketlere gönderilir. Son aşama olarak ise, yapılan analizler ve açıklamalar kamuoyuna sunulur.

Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu genelde üç ana kategoriye ayırarak kamuoyunu bilgilendirir. Bu kategoriler aşağıdaki gibidir (Demir ve Eminer, 2014: 99) :

- i. Yatırım yapılmamasını vurgulayan çöp seviyesindeki kategori,
- ii. Spekülatif ve manipülasyon ataklara açık olan kategori,
- iii. Ekonomik göstergelerin herhangi bir riski içermediğini belirten yatırıma elverişliliği gösteren kategoridir.

## **2.5. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ UYMASI GEREKEN İLKELER**

Kredi derecelendirme kuruluşları; ülkeleri, şirketleri yada finansal piyasalardaki kağıtları derecelendirmeye sokarken belli başlı ilkelere uyması gerekmektedir. Bu ilkeler yatırımcıların ve derecelendirme analizlerine ihtiyaç duyanları kendilerine güvenebilmesi ve itibarlılığının artırılması için büyük önem arz etmektedir. Bu ilkelere



uymadıkları takdirde kredi derecelendirme kuruluşlarının analizleri yatırımcılar ve bu analizlere ihtiyaç duyanlar tarafından dikkate alınmayacaktır.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının uyması gereken ilkeler toplamda 5 ana başlık altında incelenmektedir. Bu ilkeler aşağıdaki gibidir:

- i. *Objektiflik ilkesi:* Ülkelerin ya da şirketlerin derecelendirmesi yapılırken kullanılan yöntemlerin doğruluğu ve güvenilirliği bir önceki yapılan derecelendirme döneminde ispatlanmış olmalıdır. Kullanılan yöntemlerin düzenli ve istikrarlı bir şekilde, 1-3 yıllık dönemler arasında geriye dönerek bu analizleri de kapsayacak şekilde tekrardan irdelenmesi ve sonraki analizlere tekrar eklenmesi gerekmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşları, ülkelere ya da şirketlere aynı şekilde yaklaşması ve objektif olarak değerlendirmesi gerekmektedir.
- ii. *Tarafsızlık İlkesi:* Derecelendirme sürecinin başlamasıyla birlikte yapılacak olan analizlerde tarafsız bir şekilde yorumlanması ve yatırımcılara doğru bilginin aktarılması gerekmektedir. Çıkar çatışmalarının olmadığı bir ortamda derecelendirmelerin yapılması gerekmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşları da diğer derecelendirme kuruluşlarıyla rekabet içerisinde olduğundan müşterisini kaybetmemek için bu ilkedan vazgeçmemesi gerekmektedir.
- iii. *Uluslararası erişebilirlik / şeffaflık:* Derecelendirme yapıldıktan sonra ülkelerin ya da şirketlerin analizi ve not skorunu ulusal ve uluslararası, yerli ve yabancı sermaye sahiplerinin ulaşabileceği bir ortamda bulundurulması gerekmektedir.
- iv. *Açıklama yükümlülüğü:* Her kredi derecelendirme kuruluşunun kendine özgü puanlama sistemi bulunmaktadır. Yatırımcılara veya derecelendirme analizlerine ihtiyaç duyanlara, verdikleri notların ne anlam ifade ettiğini net ve açık bir şekilde belirtmesi gerekmektedir. Bu açıklamayla birlikte ülkelerin ya da şirketlerin derecelendirme notlarının hangi kategoride (yatırım yapabilir/ yatırım yapılamaz) olduğunu açıklama yükümlülüğü bulunmaktadır. Verilen notların neye istinaden verildiği hangi sebeplerden dolayı bu puanı aldığını da net bir şekilde belirtmesi gerekmektedir.

- v. *İtibar*: Derecelendirme kuruluşları ülkeleri ya da şirketleri derecelendirip not verdiklerinde bu notların ülkeler veya şirketler tarafından ne kadar dikkate aldığı derecelendirme kuruluşları tarafından önem arz etmektedir. Eğer derecelendirmeleri doğruyu yansıtmayan, tarafsız olmayan, şeffaf olmayan ve ulaşılabilir olmayan bir yapıdaysa hem yatırıma ev sahipliği yapacak ülkeler açısından hem de yatırım yapacak sermayedar açısından dikkate alınmayacaktır. Bu durumda bir sonraki analizlerinden itibarının azalmasına ve kredi derecelendirmelerin doğruluğunun sorgulanacağına neden olacaktır.

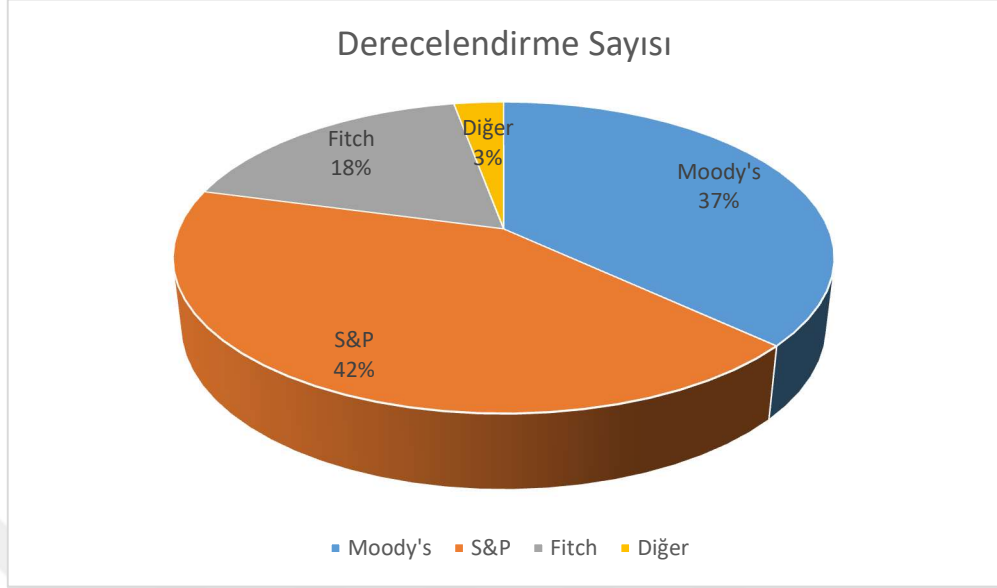
## **2.6. ULUSLARARASI KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI VE REYTING NOTLARI**

Uluslararası piyasada ülkeleri ve şirketlerin derecelendirmelerini yapan bir çok kredi derecelendirme kuruluşu bulunmaktadır. Geçmişten günümüze kadar gelen, köklü geçmişe sahip olan, üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu bulunmaktadır. Bu kredi derecelendirme kuruluşlarının yapmış olduğu analizleri, notları yerli ve yabancı sermaye sahipleri tarafından daha fazla dikkate alınmaktadır.

Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşları genellikle ülkelerin merkezi yönetimlerini ve ulusal merkez bankalarının kredibilitesini, özelde ise borç talep edenlerin yükümlülüklerini yerine getirip getiremeyeceğini ölçümleyip analizlerini dünya kamuoyuna sunmaktadır (Çelik, 2014: 90).

Diğer derecelendirme kuruluşlarına göre, (bu üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu kullandığı farklı yöntemlerle yaptığı notlandırma sistemi ve oligopolistik yapıda bulunan) bu kuruluşlar sektörde büyük bir paya sahiptir. Bu derecelendirme kuruluşlarının piyasadaki hacmini daha net anlayabilmek için ciro seviyelerine bakmak gerekmektedir. Fitch'in dünyada 50'den fazla bürosu ve 2000 'in üzerinde çalışanı bulunmaktadır. Moody's in 28 ülkede bürosu ve 6400 üzerinde çalışanı bulunmaktadır. Son olarak Standard& Poor's un 26 ülkede çalışma ofisi ve 5000'den fazla çalışanı bulunmaktadır (Ayaz, 2013).

Grafik - 1: NRSRO Bünyesinde Yapılan Toplam Derecelendirme Sayısı



**Kaynak :** BİLGESAM, 2019 ( Erişim Tarihi 05.08.2019 )

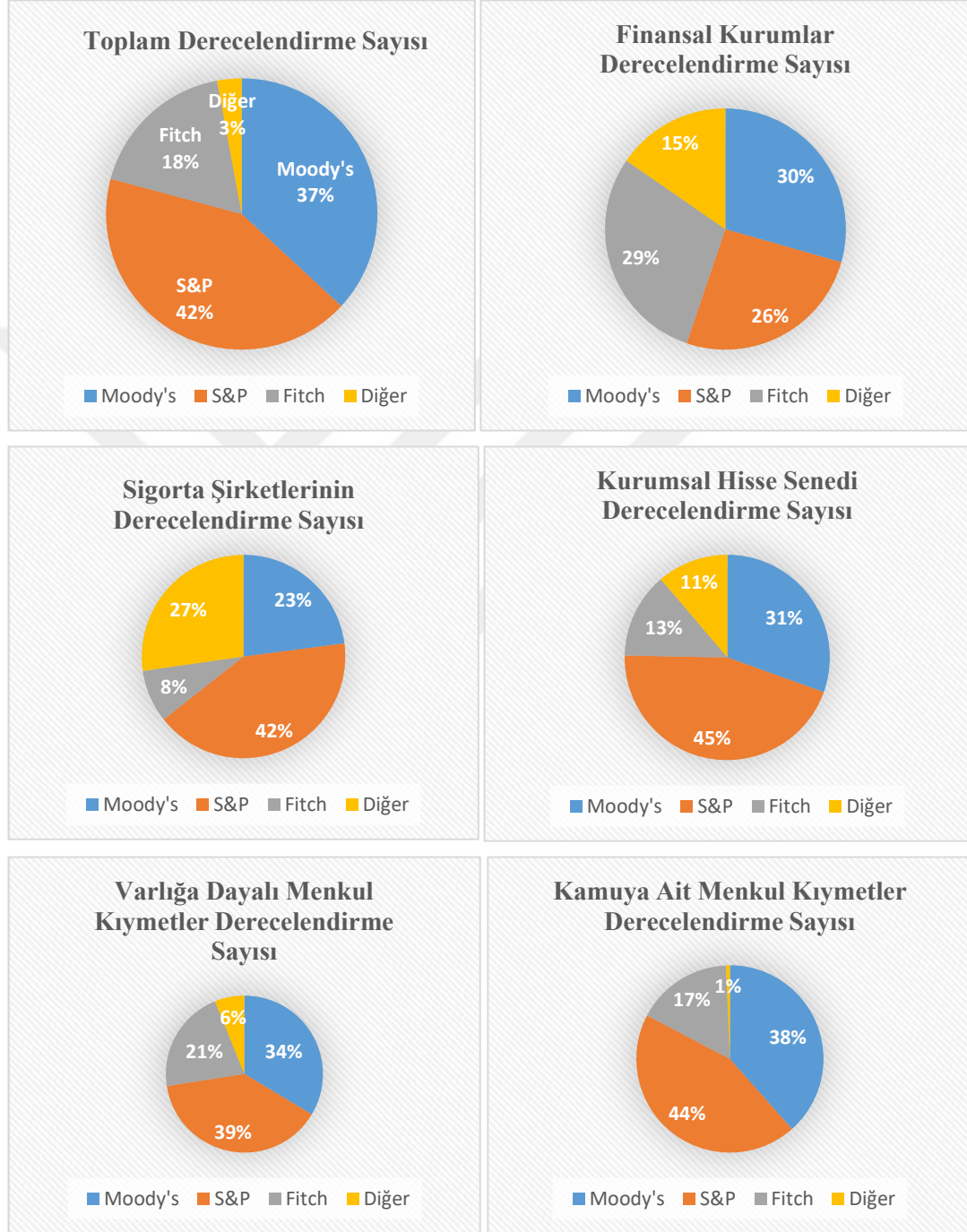
Grafik – 1, kredi derecelendirme kuruluşlarının NRSRO bünyesinde yapılan toplam derecelendirme sayısına göre düzenlenmiştir. Bu grafiğe göre sırasıyla %42,27 Standart & Poor's , %36,90 Moody's , %17,93 Fitch kredi derecelendirme kuruluşu piyasada söz sahibidir. Bunun dışında kalan %2,91 orana sahip diğer kredi derecelendirme kuruluşları bulunmaktadır.

ABD kökenli NRSRO bünyesinde bulunan 10 adet kredi derecelendirme kuruluşu toplamda 2.816.599 adet kredi derecelendirme analizi yapmıştır. Bunların 2.734.711 adedi uluslararası piyasada boy gösteren üç büyük kredi derecelendirme kuruluşuna aittir. Geri kalan 81.888 adedi ise diğer kredi derecelendirme kuruluşuna aittir. %97'lik oranla piyasada üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu varlığını devam ettirmektedir. Bu üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun toplam cirosu \$ 3,5 Milyar'ı geçmektedir (Ayaz, 2013).

Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu piyasada büyük bir hacme sahip olup gelişmiş rekabet koşulları altında ülkelerin ve şirketlerin derecelendirmesini gerçekleştirmektedir. Bu durum piyasada oligopol bir yapıya sahip olduklarını göstermektedir. Genelde ülkeler ve şirketler bu kredi derecelendirme kuruluşları tarafından derecelendirmeye tabii tutulmayı istemektedirler. Bunun genel nedeni

piyasada büyük bir hacime sahip olmaları ve birçok yatırımcının üç büyük kredi derecelendirme şirketinin analizlerini yakinen takip etmeleridir.

Grafik - 2: Toplamda ve Sektörel Bazda Kredi Derecelendirme Kuruluşların Hacmi



Kaynak : SEC, 2019 ( Erişim Tarihi 10.06.2019 )

Yukarıdaki grafiklerde bulunan üç büyük kredi derecelendirme kuruluşlarının ve diğer derecelendirme kuruluşlarının sektör bazlı oranları bulunmaktadır. Buna göre toplamda Standart & Poor's en büyük paya sahiptir. Ardından Moody's ve Fitch gelmektedir.

Finansal kurumlar başlığında, kredi derecelendirme kuruluşlarını dikkate aldığımızda ise, Moody's başta olmak üzere Fitch ve Standart & Poor's gelmektedir. Sigorta kuruluşlarının derecelendirmesinde Standart & Poor's başta olmak üzere on büyük kredi derecelendirme kuruluşları içerisinde bulunan diğer kredi derecelendirme kuruluşu gelmektedir.

Kurumsal hisse senedi çıkartan kurumların veya kuruluşların derecelendirmelerinde ise en büyük pay Standart & Poor's a aittir. Bir sonraki derecelendirme kuruluşu ise Moody's ve Fitch'tir. Genelde kısa, orta ve uzun vadedeki hisse senedi ihraççıları bu üç büyük kredi derecelendirme şirketlerinden vazgeçmemektedir.

Varlığa dayalı menkul kıymetlerde ve kamuya ait menkul kıymetlerde en büyük pay Standart & Poor's undur. Moody's ve Fitch, Standart & Poor's u takip ederek ikinci ve üçüncü sırayı almıştır. Birbirleriyle yoğun rekabet ederek piyasadaki var olan dengelerin değişmesini isteyen üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu bir çok ülke ve şirketlerin derecelendirmesini yapabilmek adına yüksek efor harcamaktadır.

### **2.6.1. Kredi Derecelendirme Kuruluşları**

Piyasa hacmi ve ciro olarak derecelendirme piyasasında önemli yere sahip üç büyük kredi derecelendirme kuruluşlarının, kısa tarihçeleri ve lider kurucuları ele alınmıştır. Bu derecelendirme kuruluşlarının kısa ve uzun vadeli kredi derecelendirme notları ve bu notların anlamları detaylı olarak belirtilmiştir.

#### **2.6.1.1. Standart&Poor's (S&P) Rating Service**

Standart & Poor's ilk olarak 1860'lı yıllarının başında H. Varnum Poor öncülüğünde kurulmuştur. Poor ve oğlu H. Wiliam Poor öncelikli olarak "H.V. & H.W. Poor Co." şirketini kurmuştur. ABD'de bulunan demiryollarının finansal analizlerini içeren bir kitap çıkartıp piyasaya sürmüşlerdir. Bu kitabın adetini \$ 5 'dan

satarak kredi derecelendirme kuruluşlarının bulunduğu piyasaya giriş yapmışlardır (Haspolat, 2015: 16).

1906 yılında L. Lee Blake finansal piyasalardaki bilgi kirliliğini yok etmeyi amaçlayarak Standart Statistics analiz bürosunu kurmuştur. 1914 yılında 70 çalışanla profesyonel bir şirket haline gelen bu işletme sonraki yıllarda ismini Standard Statistics Inc. İsmiyle analiz yapmaya devam etmiştir. 1966 yılına gelindiğinde ise Mc. Graw Hill Company adlı şirketle, şirket evliliği gerçekleştirmiş ve faaliyetlerine tek çatı altında devam etmiştir. 1966 yılından sonra Standart & Poor's şirket ismini almış ve günümüze kadar bu isimle devam ettirilmiştir. Günümüzde 23'den fazla ülkede ve 6000'den fazla çalışanıyla analiz yapmaya devam etmektedir (Haspolat, 2015: 17).

Standart & Poor's kredi derecelendirme yaparken kısa ve uzun vadeli olacak şekilde değerlendirmeye tabii tutmaktadır. Bu değerlendirmeler aşağıda açıklanarak kredi notları ve anlamları paylaşılmıştır.

#### **2.6.1.1.1. Kısa Vadeli Kredi Derecelendirme**

Genellikle bir yıldan az olan finansal araçların bulunduğu değerlendirmelerdir. Bu değerlendirmeler yatırıma ev sahipliği yapanların, borçlarını ödeyebilme gücünü değerlendirmektedir. Altı adet skordan oluşup yatırım yapılabilir konumda olan A-1'den D'ye kadar notlama bulunmaktadır. Bu notlar ve açıklamaları aşağıdaki tabloda bulunmaktadır (Eren, 2010: 71):

Tablo - 1: S&P Kısa Vadeli Kredi Derecelendirmesi

A-1	Borçlunun belirtilen sürede yükümlülüklerine yerine getirebileceğini ifade eden nottur. Yatırımcıya bu not güven verip yatırım yapma isteğini artırmaktadır.
A-2	Zamanında ödeme yapılacağını ifade eden bir nottur. A-1 seviyesinden biraz daha düşük bir skaladadır.
A-3	Bu gruptaki menkul kıymetlerin, yükümlülüklerini zamanında yerine getirebileceğini göstermektedir. A-3 seviyesi diğer iki skalada yer alan notlar gibi olmayıp, değişimlerden daha fazla etkilenmektedir.

B	Bu grupta yer alan menkul kıymetler anapara + faizi geri ödeyebilecek güçte olup kısa vadeli olumlu yada olumsuz değişimlerden etkilenebilmektedir.
C	Kısa vadede belirtilen yükümlülüklerini yerine getiremekte şüpheli olduğunu belirtmektedir.
D	Bu kategoriye dahil edilen menkul kıymetlerin borçlarını ödeyememe olasılığı yüksektir. Ödeme süresi belirtilse bile ödeyememesi yüksektir.

**Kaynak :** Eren, 2010 ( Erişim Tarihi 02.05.2017 )

### 2.6.1.1.2. Uzun Vadeli Kredi Derecelendirme

Vadesi bir yıldan uzun olan finansal piyasada bulunan araçları değerlendirilmesi üzere kurulmuş not sistemidir. Yatırım yapılabilir ve spekülasyon ataklara açık olarak iki ana başlık altında değerlendirilen bu not skalası ve açıklamaları aşağıdaki gibi açıklanmıştır:

Tablo - 2: S&P Uzun Vadeli Kredi Derecelendirmesi

Yatırım yapılabilir	AAA	Finansal yükümlülüklerini yerine getirebilecek yapıda olup son derece güçlüdür.
	AA	Finansal yükümlülüklerini yerine getirebilmek için son derece güçlüdür.
	A	Güçlü kapasiteye sahip olsa da olumsuz ilerleyen ekonomik koşullardan etkilenebilecek yapıdadır.
	BBB	Belirtilen finansal sorumluluklarını yerine getirebilecek yapıda olsa da kırılabilir bir yapıdadır.
Spekülasyon	BB	Piyasa şartları altında bir sonraki gruba göre daha hassastır. Ekonomideki negatif yönlü hareketlere karşı ödeme kapasitesi bulunmaktadır.

	B	Bir sonraki gruba göre daha hassas yapıya sahiptir. Bu grupta bulunan değerlendirmelerde ödeme kapasitesi bulunmaktadır.
	CCC	Ödeme kapasitesi mevcut olup ödemeye uygun koşulların olması gerekmektedir.
	CC	Borç geri ödemelerinde güçlük çekebilmektedir.
	C	İflas durumunda olmasına rağmen ödeme yapabilir.
	D	Ödeme yapamayacağını belirtmektedir.

**Kaynak :** Hasbi, 2012 ( Erişim Tarihi 02.05 2018 )

Standart & Poor's kredi derecelendirme kuruluşunun uzun vadede kredi derecelendirme not skalası yukarıdaki tabloda verilmiştir. Bu tabloya göre en yüksek not (yatırım yapılabilir seviyedeki) AAA' dan başlayarak D'ye kadar gelmektedir. D seviyesindeki derecelendirme finansal yükümlülüklerini yerine getiremeyeceğini ifade etmektedir. Standart& Poor's iki farklı açıklamayla yatırımcıların yatırımlarına yön vermektedir. Yatırım yapılabilir seviyeler olan AAA, AA,A, BBB seviyeleridir. Diğer not grubu ise, spekülâtif ataklara açık olan ve yatırım yapılmakta ön yargılı davranılabilecek olan BB, B, CCC, CC, C, D seviyeleridir. Spekülâtif ataklara açık olan, not skalasında bulunan değerli kağıtlar tehlikeye açık, makro ekonomideki herhangi bir değişiklik durumunda kolaylıkla etkilenebilecek olduğunu belirtmektedir.

Bu not skalaları yatırımcıları pozitif ya da negatif anlamda etkilemektedir. Piyasaki diğer aktörlere değerli kağıtların gelecekte nasıl bir yol izleyeceğinin sinyallerini vermektedir. Yatırımcı da bu sinyaller doğrultusunda yatırım yapma ya da yapmama kararı almaktadır (Hasbi, 2012: 44).



### 2.6.1.2. Moody's Investors Service

Kredi derecelendirme kuruluşları arasında en köklü geçmişe sahip olan Moody's Investors Service risk analizleriyle yatırımcılara ve piyasadaki diğer aktörlere yol göstermektedir. Moody's in de, diğer kredi derecelendirme kuruluşları gibi, şeffaf ve güvenilir analizleri, mali piyasaların çalışmasında büyük rolü vardır. Bu kredi derecelendirme şirketi 110 ülkede 12.000 ihracatçı şirketle 25.000 kamu finansmanı ihracatçısıyla ve 106.000 yapılandırılmış finansman tahvilinden fazlasını içeren borçları izlemektedir. 18'den fazla ülkede irtibat ofisi bulunan ve dünya çapında 1.300'den fazla analisti bünyesinde bulundurmaktadır. Toplam çalışan sayısı 2.100 seviyelerindedir (Bostancı, 2012: 94).

Moody's kredi derecelendirme kuruluşu ülkeleri, şirketleri veya menkul kıymetleri değerlendirirken aşağıdaki faktörleri baz almaktadır (Çiftçi, 2019: 10):

- i. Ekonomideki risklere karşı dayanıklılık
- ii. Kurumsal dayanıklılık
- iii. Mali değişkenliklere karşı dayanıklılık
- iv. Ani olaylara karşı dayanıklılık

Moody's kredi derecelendirme şirketi yatırımcılara yol gösterebilmek adına kısa ve uzun vadeli not skalası bulunmaktadır. Kısa vadeli finansal araçların uzun vadeliye göre daha fazla risk taşıdığı belirtilmektedir. Bu nedenden dolayı kredi derecelendirme kuruluşları vadeye göre ayırım yapıp piyasada bulunan aktörlere bilgi akışı sunmaktadır.

#### 2.6.1.2.1. Kısa Vadeli Kredi Derecelendirme

Vadesine bir yıldan daha az süre bulunan finansal piyasa araçlarını içinde barındıran değerlendirmelerdir. Aşağıda Moody's kredi derecelendirme kuruluşunun kısa vadeli kredi derecelendirmesini içeren not skalası ve açıklamaları yer almaktadır:

Tablo - 3: Moody's Kısa Vadeli Kredi Derecelendirme

P1 (Prime 1)	Bu gruptaki menkul kıymet yükümlülüklerini geri ödemekte son derece güçlüdür.
-----------------	---

P2 (Prime 2)	P1'in bir alt sekmesinde olan değerli kağıt ihraç eden firmalar borçlarını zamanında ödeyebilme konusunda yeterli güce sahiptir.
P3 (Prime 3)	Diğer gruplara göre daha fazla risk içeren gruptur. Piyasadaki olumlu olumsuz olaylardan daha çabuk etkilenmektedir.

**Kaynak :** Kaymaz, 2012 ( Erişim Tarihi 02.07.2018 )

Moody's , kısa vadeli derecelendirme notları P1'den başlayıp P3'e kadar devam etmektedir. Bu skalanın başında yer alan P1 seviyesi, içinde barındırdığı menkul kıymetlerin yükümlülükleri yerine getirmekte son derece başarılı olduğunu ifade etmektedir. P2 seviyesindeki menkul kıymetler, P1 seviyesine göre daha alt kademe olduğunu göstermekte olsa da, yine de finansal yükümlülüklerini yerine getirebilecek seviyede olduğunu belirtmektedir. Son not olan P3 ise, içerisinde risk varlığı barındırdığını ve piyasadaki olumsuz değişikliklere karşı diğer notlara göre daha hassasiyet sahibi olduğunu belirtmektedir.

#### 2.6.1.2.2. Uzun Vadeli Kredi Derecelendirme

Vadesine bir yıldan uzun olan finansal piyasa araçlarını içinde bulunduran kredi değerlendirmesidir. Moody's in uzun vadeli kredi derecelendirme not skalası aşağıdaki gibidir:

Tablo - 4: Moody's Uzun Vadeli Kredi Derecelendirmesi

Aaa	Anapara ve faizi geri ödeme kapasitesi çok daha yüksek olan gruptur.
Aa	Anapara ve faizi geri ödemeyebilme olasılığı yüksektir.
A	Anapara ve faizi geri ödeme kapasitesi yeterli olabilecek derecededir.
Baa	Anapara ve faizi geri ödeme kapasitesi yeterli olup doğabilecek risklerden hızlı etkilenmektedir.

Ba	Anapara ve faizi geri ödemeyebilme olasılığı orta düzeydedir.
B	Anapara ve faizi geri ödeme kapasitesi zayıftır.
Caa	Anapara ve faizi geri ödemesi düşüktür.
Ca	Yükümlülüklerini yerine getirebilme kapasitesi son derece düşüktür.
C	Moratoryum ilan etmesi yüksektir.

**Kaynak :** Kaymaz, 2012 ( Erişim Tarihi 02.07.2018 )

Moody's in uzun vadeli kredi derecelendirmesinde kullandığı 9 seviye not skalası bulunmaktadır. Bu seviyenin en başında bulunan ve yatırım yapılabilirlik seviyesi en yüksek olan AAA'dır. Spekülatif olan ve içerisinde yoğun risk barındıran C seviyesi ise not skalasının en altında yer almaktadır. Moody's e göre yatırım yapılabilir konumda bulunan notlar Aaa, Aa, A, Baa'dır. Yatırım yapılamaz konumda bulunan notlar ise Ba, B, Caa, Ca ve C'dir. Kredi derecelendirme kuruluşları finansal piyasadaki menkul kıymetleri değerlendirirken ana para ve faizin geri ödenebilirliğini ölçümleyip yerli ve yabancı yatırımcılara sunmaktadır.

#### **2.6.1.3. Fitch**

Dünyada üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu içerisinde bulunan Fitch, 50'den fazla ofisiyle derecelendirme hizmeti vermektedir. Analitik deneyimi ve bilgi kaynağıyla yatırımcılara yol gösteren bu derecelendirme kuruluşu 150 ülkede 5.000'ne yakın banka ve finans kuruluşuna, 2.000'den fazla kurumsal şirkete, 1.400'den fazla sigorta şirketine ve 100'den fazla ülkeye hizmet vermektedir (FitchRatings).

Fitch’de diğer kredi derecelendirme Şirketleri gibi finansal piyasada bulunan araçları değerlendirirken kısa ve uzun vadeli derecelendirme yapmaktadır. Bu kredi derecelendirme Şirketi, değerlendirme yaparken uluslararası ticareti, enflasyon oranındaki değişiklikleri, dvız kurundaki hassasiyeti ve piyasadaki bütünlüğü göz önünde bulundurmaktadır (Hasbi, 2012: 37).

Fitch kredi derecelendirme kuruluşu ülke veya menkul kıymet değerlendirmesi yaparken baz aldığı kriterler aşağıdaki gibi sıralanmıştır (ifti, 2019: 10):

- i. Mülkiyet Durumu,
- ii. Şirketlerin endüstriyel profili ve çalışma ortamı,
- iii. Şirket profili,
- iv. Şirketlerin risk yönetim safhaları,
- v. Karlılık, finansman ve likidite durumu,
- vi. Kurumsal yönetim kabiliyeti,
- vii. Yönetim stratejisi,

#### **2.6.1.3.1. Kısa Vadeli Kredi Derecelendirme**

Vadesine bir yıldan kısa süre bulunan finansal araçları içinde barındıran değerlendirme sistemidir. Fitch’in kısa vadeli kredi derecelendirme not skalası ve açıklamaları aşağıdaki gibidir:

Tablo - 5: Fitch Kısa Vadeli Kredi Derecelendirmesi

F1	En yüksek dereceye sahiptir. Borçlarını zamanında yerine getirebilir.
F2	Belirttiği finansal yükümlülüklerini yerine getirebilmekte tatmin edici bir gruptur. İyi kredi kalitesine sahiptir.
F3	Kısa vadedeki Şoklara karşı olası riskler içerse de borçlarını geri deyebilmem kabiliyetine sahiptir.
B	Spekülatif grup içerisinde değerlendirilmektedir.

C	Borçlarını geri ödeyememe riskini içermektedir. Belirttiği yükümlülüklerini yerine getirememe olasılığı yüksektir.
D	Finansal yükümlülüklerini yerine getiremez durumdadır.

**Kaynak :** Eren, 2010 ( Erişim Tarihi 12.08.2018 )

Fitch'e göre kısa vadeli kredi derecelendirme 6 adet seviyeye göre yapılmaktadır. Bu seviyelerin en üstünde bulunan (yatırım yapılabilir konumda olan) F1'den başlayarak D'ye (en alta bulunan, yatırım yapılması riskli) kadar inmektedir. F seviyeleri (F1, F2, F3) ana para ve faizi geri ödemekte zorluk çekmeyeceğini ifade ederken B seviyesinin spekülasyon atakları içeren, C seviyesinin yükümlülüklerini yerine getirmekte zorlanacağını, D seviyesinin finansal yükümlülüklerini yerine getiremeyeceğini ifade etmektedir.

#### 2.6.1.3.2. Uzun Vadeli Kredi Derecelendirme

Vadesine bir yıldan uzun olan finansal piyasa araçları için yapılmış bir değerlendirme sistemidir. Uzun vadeli kredi derecelendirme not skalası ve açıklaması aşağıdaki gibidir:

Tablo - 6: Fitch Uzun Vadeli Kredi Derecelendirmesi

AAA	En yüksek kredi kalitesine sahip olan gruptur. Ekonomik risklerden etkilenme olasılığı yok denecek kadar azdır.
AA	Çok yüksek kredi kalitesine sahip gruptur. Yükümlülüklerine yerine getirebilme kapasitesi çok yüksektir.
A	Yüksek kredi kalitesine sahip gruptur. Yükümlülüklerini yerine getirebilme kapasitesi yüksektir. Diğer "A" gruplarına göre çok azda olsa risk içermektedir.

BBB	İyi kredi kalitesine sahip gruptur. Düşük risk beklentilerini içinde barındırmaktadır. Ekonomik değişkenlerden zarar görebilecek yapıdadır.
BB	Spekülatif hareketleri içinde barındıran gruptur. Ekonomideki olumlu yada olumsuz değişikliklerden etkilenebilecek yapıdadır..Finansal yükümlülüklerini yerine getirebilme olasılığı bulunmaktadır.
B	Çok fazla spekülatif ataklara maruz kalan gruptur. Finansal yükümlülüklerini yerine getirebilme olasılığı bulunmaktadır.
CCC	Finansal yükümlülüklerini yerine getirememesi olasıdır.
CC	Finansal yükümlülüklerini yerine getiremeyeceğini işaret etmektedir.
C	Finansal yükümlülüklerini yetirine getirememe riski çok yüksektir.
DDD	Finansal yükümlülüklerini kısmen yada tamamen yerine getiremez D grubu içinde yer alan değerli kağıtlar yükümlülüklerini yerine getirebilme olasılığı likidasyonuna bağlıdır.
DD	“D” notundan bir nebze olsa ödeyebilme olasılığı fazladır.
D	Finansal yükümlülüklerini ödeyebilme olasılığı çok düşüktür.

**Kaynak :** Eren, 2010 ( Erişim Tarihi 20.08.2018 )

Fitch'in uzun vadeli kredi derecelendirme not skalası toplamda 12 seviyeden oluşmaktadır. Bu skalanın başında yer alan AAA seviyesi yatırım yapılabilir konumdayken D seviyesi yatırım yapmanın sakıncalı olduğunu belirtmektedir. Yatırım yapılabilir seviye içerisinde bulunan AAA, AA, A, BBB, spekülative atakları içinde barındıran seviye BB, B, CCC , yatırım yapılması sakıncalı olanlar ise CC, C, DDD, DD, D seviyesidir. AAA'dan BBB'ye kadar olan seviye, finansal yükümlülüklerini yerine getirmede başarılı olurken BB'den CCC'ye kadar olan seviye bir sonraki gruba göre, onlar kadar finansal yükümlülüklerini yerine getirmekte başarılı olamamaktadır. CC'den D'ye kadar olan seviye ise yükümlülüklerini yerine getirmekte zorlanacağını ifade etmektedir.

Fitch kredi derecelendirme kuruluşu, uzun vadeli derecelendirme yaparken yerli ve yabancı para cinsini, ortak sembolle ifade etmiştir. Yerli para cinsinden yapılan derecelendirme, ülkenin kendi yetkisiyle yükümlülüklerini yerine getirebilme gücünü ölçmektedir (Hasbi, 2012: 39).

### 2.6.2. Üç Büyük Kredi Derecelendirme Kuruluşunun Ülke Reyting Notları

Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu olarak bilinen Standart&Poor's, Moody's ve Fitch'in kendilerine özgü kredi derecelendirme skalaları tek bir tabloda gösterilmiştir. Bu tabloda yatırım yapılabilir konumda bulunanlar, spekülative atakları açık olanlar ve borçlarını zamanında yerine getiremeyecek olanları içeren üç ana başlık yer almaktadır.

Tablo - 7: Üç Büyük Kredi Derecelendirme Kuruluşunun Kredi Derecelendirme Harf Notları ve Açıklamaları

Standart&Poor's	Fitch	Moody's	Not Açıklaması
AAA	AAA	Aaa	Yatırım Yapılabilir Seviye
AA+	AA+	Aa1	
AA	AA	Aa2	
AA-	AA-	Aa3	
A+	A+	A1	
A	A	A2	
A-	A-	A3	
BBB+	BBB+	Baa1	
BBB	BBB	Baa2	

BBB-	BBB-	Baa3	
BB+	BB+	Ba1	Spekülatif Seviye
BB	BB	Ba2	
BB-	BB-	Ba3	
B+	B+	B1	
B	B	B2	
B-	B-	B3	
CCC+	CCC	Caa1	
CCC	CC	Caa2	
CCC-	C	Caa3	
CC		Ca	
C			
D	DDD DD D	D	Default

**Kaynak :** S&P, Moody's, Fitch ( Erişim Tarihi 01.10.2018 )

Yukarıdaki tabloda verildiği üzere, üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun ülkeleri değerlendirirken ortak fikirde olduğu yatırım yapılabilir seviyeler; AAA (S&P'a göre AAA, Fitch'e göre AAA, Moody's e göre Aaa) seviyelerinin en üstünde yer alanlar ve BBB (S&P'a göre BBB-, Fitch'e göre BBB-, Moody's e göre Baa3) seviyelerin en altında yer alanlardır. Yatırım yapılabilir seviyeler kendi içerisinde dört farklı başlığa ayrılarak yatırımcılara yön vermektedir. Bunların başında güvenilirliğin tam olduğu göstermekte olan 'en yüksek derece' bulunmaktadır. Daha sonra sırasıyla yüksek derece, iyi kredi derecesi ve ortanın alt seviyesi gelmektedir. Derecelendirmede verilen not skalasında yukarıdan aşağıya doğru inilirken ülkede bulunan ekonomik, politik veya sosyal faktörlerde riskin arttığı gözlemlenmektedir.

Spekülatif hareketliliği içerisinde bulunduran kredi derecelendirme notları ise; BB+'dan (S&P'a göre BB+ , Fitch' e göre BB+ , Moody's e göre Ba1) başlayıp CC'ye (S&P'a göre CC, Fitch'e göre C Moody's e göre Ca) kadar devam etmektedir. Spekülatif hareketliliği içeren notlar kendi içinde beş başlığa ayrılmıştır. Bu grup içerisinde (diğerlerinden daha güvenilir olan seviye) yatırım yapılması risklidir. Daha sonra sırasıyla spekülatif, yoğun spekülatif, şiddetli spekülatif ve aşırı yoğun spekülatif yer almaktadır. D seviyelerine yaklaştıkça yatırımcıların, yatırım yapmaktan tamamen çekinilmesi gerektiğini belirtmektedir.



Yükümlülüklerini yerine getiremeyecek notlar ise, D seviyelerini kapsayan notlardır. Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu da D seviyesini 'yükümlülüğünü yerine getiremez' olarak değerlendirmektedir. S&P ve Moody's D seviyesini tek kalemde göstermeyi tercih ederken Fitch D seviyesini üç farklı kalemde göstermiştir. Bunlar tabloda gözlemlendiği üzere DDD, DD ve D seviyeleridir. Bu seviyedeki notlar tek başlık altında toplanmıştır. Yatırımcılara kesinlikle yatırım yapmamaları konusunda önerilerde bulunmaktadır.

## **2.7. ÜLKELERİN KREDİ NOTLARINDA ETKİLİ OLAN FAKTÖRLER**

Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu bir ülkeyi değerlendirirken belli başlı kriterleri göz önünde bulundurmaktadır. Genellikle sermaye piyasasının gelişme gösterdiği ülkelerde yabancı yatırımcılar, ülkenin kredi derecelendirme notuna özellikle dikkat etmektedirler. Bu değerlendirmeler belli aralıklarla yatırımcılar tarafından takip edilmektedir (Balıkçioğlu, 2013: 51).

Kredi derecelendirme kuruluşları ülkeleri not skalalarına göre puanlarken birden fazla faktöre dikkat ederler. Bu faktörler arasında kamu maliyesinin geçmişten günümüze kadar ki durumunu gösteren değişkenler büyük önem arz etmektedir. Bunun genel sebebi ülkelerin mali yükümlülüklerini yerine getirebilmesi, kamu maliyesiyle ilintili olmasıdır.

Ülkelerin kredi notlarını değerlendirilirken analizler üç ana başlık altında toplanmaktadır. Bu başlık ekonomik faktörler, politik faktörler ve sosyal faktörlerdir. Sayılan üç faktör kendi içlerinde de belli başlı değerlendirmeye tabii tutulmaktadır.

### **2.7.1. Ekonomik Faktör**

Derecelendirmeye tabii tutulan ülkenin, ekonomik geçmişindeki olaylar geleceğindeki olaylara yol göstermektedir. Borçlu ülkenin borcunu ödeyebilme gücü geçmişteki tecrübelerinde saklıdır. Kredi derecelendirme kuruluşları, ülkeyle ilgili analiz yaparken bir kaç yıllık verileri değil, birden fazla ekonomik değişkeni içeren faktörleri göz önünde bulundurur ve analiz yaparken ülkelerin geçmiş verilerinden de yararlanır (Balıkçioğlu, 2013: 52).

GSMH, kredi derecelendirme kuruluşları açısından derecelendirmenin temel yapı taşını oluşturmaktadır. GSMH içinde bulunan büyüme trendleri, yatırımlara

yönlendirilen payları, AR-GE' ye yönlendirilmiş paylar gibi değişkenler analizler sırasında dikkate alınan temel unsurlardır (Tutar vd. 2011: 10).

Dış borç, ülkelerin finansal piyasalardaki olası bir krize karşı ne kadar hazırlıklı olduğunu göstermektedir. Dış borç ne kadar fazlayla, olası bir krizden etkilenme olasılığı o kadar yüksektir. Kredi derecelendirme kuruluşları ülkeleri değerlendirirken dış borç kavramı içerisinde yer alan, ithalat ve ihracat paylarını, ana para ve faiz servis oranlarını da baz almaktadır (Çiftçi, 2019: 9).

Ülkelerin ekonomik gelişmişlik düzeyi, yabancı yatırımcıların dikkatini çekmektedir. Bir ülkenin eğer ekonomik gelişmişlik oranı ne kadar yüksekse borçlarını ödeyememe riski o kadar düşüktür. Ayrıca ülkenin moratoryum ilan etme olasılığını da o kadar azalmaktadır. Ekonomideki enflasyon düzeyinin artması kredi puanını negatif yönde etkileyerek yabancı yatırımcıların iştahını kaçırmaktadır.

### **2.7.2. Politik Faktör**

Kredi derecelendirme kuruluşları ülkeleri puanlarken ekonomik faktörün yanında politik faktöre de büyük önem vermektedir. Yatırımcılara; hükümetlerin politikaları, ülkenin hukuki yapısı, uluslararası alandaki yeri ve önemi hakkında bilgiler aktarmaktadır. Bunların yanı sıra ülkelerin dış borçlarını ödeyebilme arzusunu ve kapasitesini gösteren faktörler arasında, sosyal ve politik unsurlar ortaya çıkmaktadır (Gülmez ve Gündoğan, 2014: 70).

Politik faktörler içerisinde kredi derecelendirme kuruluşları; savaş, terör olayları, ideolojik çatışmalar, ekonomik çıkar çatışmaları, politik istikrarsızlıklar, bölgecilik, aşırı kutuplaşma gibi unsurları göz önünde bulundurarak ülkelerin kredi notunu belirlemektedir (İleri, s.116).

Bir başka ifadeyle, derecelendirme yapılırken politik faktör öznel olarak değerlendirilmektedir. Derecelendirmesi yapılan ülkelerle kredi derecelendirme kuruluşları arasında tartışma başlamasının temel nedeni politik faktör değerlendirmeleridir. Bu faktör içerisinde dış politikadaki değişimler, demokrasi, gündemdeki değişimler, eğer koalisyon hükümeti varsa yapısı, merkez bankası bağımsızlığı gibi unsurlar politik risk içerisinde değerlendirilmektedir (Çiftçi, 2019: 9).

### 2.7.3. Sosyal Faktör

Bir ülkedeki sosyal istikrarsızlık (ekonomik sebeplerden dolayı ve ekonomik olmayan sebeplerden dolayı olarak) farklı faktörden oluşmaktadır. Ekonomik olmayan faktörler arasında; iç kargaşa, gelir dağılımındaki düzensizlikler, dinsel bölünmeler, sosyal sınıflar arasındaki anlaşmazlıklar gibi faktörlerden oluşmaktadır. Ekonomik sebepler ise, makro ekonomik göstergedeki değişkenleri içeren faktörlerdir. Bu nedenle ülkelerin risk analizi yapılırken yatırımcılara, nüfus yoğunluğu, eğitim seviyesi, gelir dağılımı adaletsizliği, sendikalaşma gibi unsurlar hakkında bilgi vermektedir (Balıkçıoğlu, 2013: 54).

### 2.8.KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARINA YÖNELİK ELEŞTİRİLER

Derecelendirme kuruluşlarının verdiği notların önem arz etmesinin sebebi sadece not verilen ülkeyi değil yerli ve yabancı sermaye sahiplerinin yatırım düşüncesini de etkilemektedir. Ülkeye yatırım yapamaz notu verildiğinde ülkenin borçlanma maliyeti artmakta olup ülkeye girebilecek sıcak para engellenmektedir. Bu nedenle ülkenin makroekonomik göstergelerinde olumsuz hava gittikçe artacaktır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının etki alanları bu denli fazla olmasından dolayı, puanlama yaparken hassas, objektif ve tutarlı davranmaları gerekmektedir (Ulusoy ve Yılmaz, 2017: 67).

Kredi derecelendirme kuruluşları yaptıkları ülke ve şirket derecelendirmelerine yönelik bir çok eleştiri almaktadır. Bu eleştirilerin genel nedeni kendilerine özgü kredi derecelendirme metodolojileri ve puan sistemidir. Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu da kendilerine özgü derecelendirme sistemi ortaya atmıştır. Bu derecelendirme sistemi içerisinde; harf ve sayılardan oluşmakta olup yatırımcıların ve piyasada bulunan diğer aktörlerin kafasının karışmasına sebebiyet verdiği düşünülmektedir. Ayrıca bu harf ve sayı farklılıkları, uyguladıkları metodolojilerde şeffaf olamadıklarını düşündürmektedir (Akçayır ve Yıldız, 2014: 2).

Lehman Brothers şirketinin borçlarını ödeyemeyip iflas açıklamasıyla birlikte kredi derecelendirme kuruluşlarının türev piyasasındaki ürünleri doğru değerlendiremediği iddiası eleştiriler arasında yer aldı. Ayrıca ülkelere verilen puanlarda, kredi derecelendirme kuruluşları şeffaflık ilkesini koruyamadığını

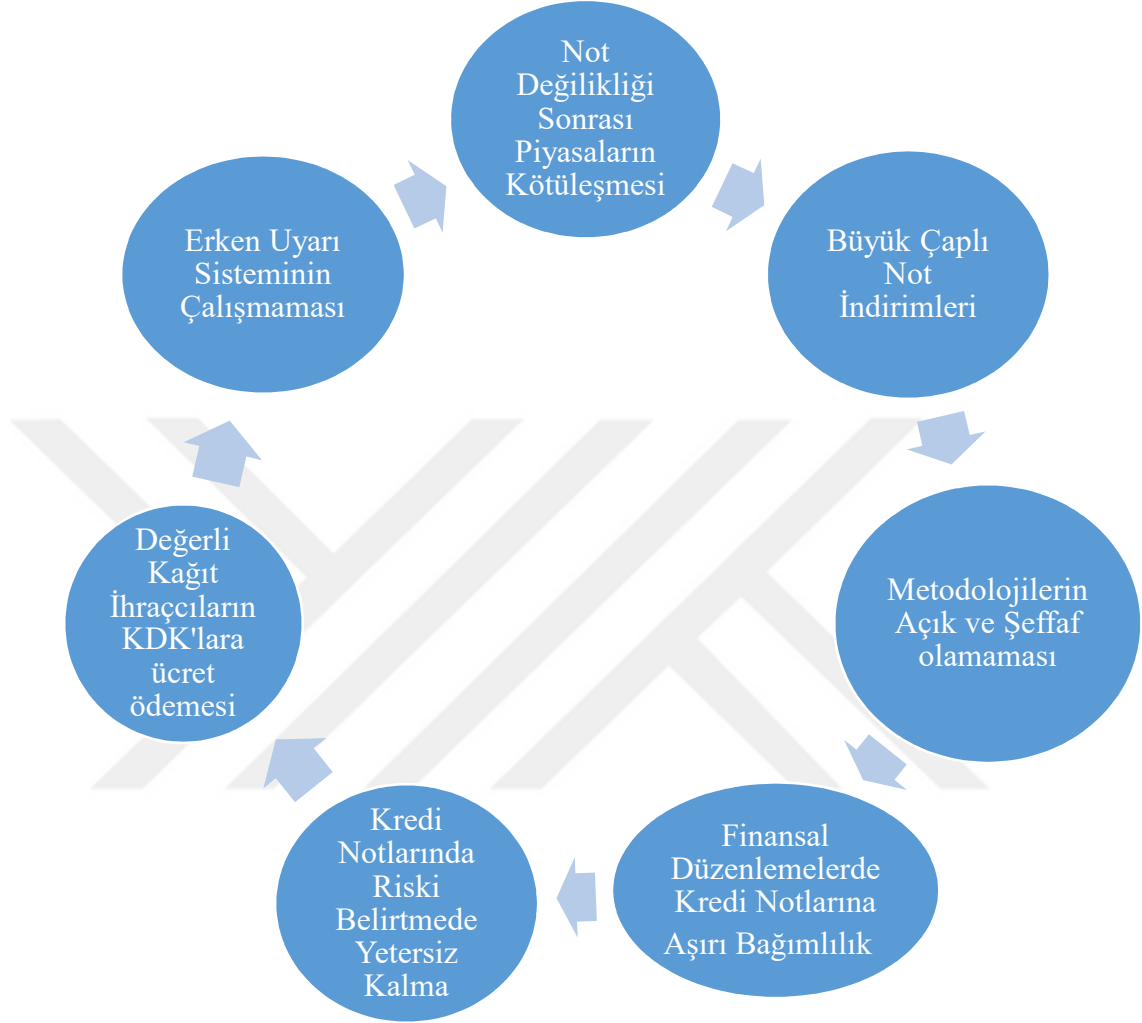
düşünülmektedir. Şeffaflık ilkesini koruyamamasının yanı sıra ülke puanlamasında yapılan derecelendirme ülkenin gerçek notunu yansıtmadığını ve piyasa göstergelerini geriden takip ettiğini düşündürmektedir (Gür ve Öztürk, 2011:74).

Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun ABD kökenli olması ve oligopolistik bir yapıya sahip olmalarından ötürü ülkelere verilen notlarında bağımsız ve objektif şekilde değerlendirdiği ülkeler ve şirketler tarafından sorgulanmaktadır. Dünyanın büyük kısmı üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu tarafından değerlendirilmeye alınmaktadır. Bu nedenler yatırımcıların aklında büyük soru işaretleri doğurmaktadır.

Kredi derecelendirme kuruluşları, 2008'de ABD'de ortaya çıkıp tüm dünyayı saran mortgage krizini öngörememiştir. Kredi derecelendirmeleri bu krize sebep olan faktörleri doğru notlandıramamış olması yabancı yatırımcılar açısından büyük eleştirilere maruz bırakılmıştır. 2008 krizinden sonra derecelendirme kuruluşlarına duyulan güvensizlik sebebiyle yatırımcılar farklı bilgi kaynakları aramaya koyulmuşlardır. Bu bilgi kaynağı CDS primleri olmuştur. CDS primleri, kredi temerrütleri hakkında genel bilgi vererek yatırımcıları yönlendirmeye başlamıştır (Ulusoy ve Yılmaz, 2017: 68).

Tutar ve diğerleri (Tutar vd. 2011: 17) “ABD Temsilciler Meclisi Bakanı ve Kongre'nin etkili isimleri, dünyanın en büyük kredi derecelendirme kuruluşları olan Moody's, Standart & Poor's ve Fitch'in mortgage destekli menkul değerler için bilerek, kasten yüksek not verdiğini ısrarla iddia etmektedirler. Her üç derecelendirme kurumundaki tepe yöneticilerini sorgulayan ve resmi şirket belgelerini inceleyen Başkan, bu kuruluşların güveni kötüye kullandıklarını açıkça ifade etmiştir.”

Şekil – 3 : Kredi Notlarına İlişkin Eleştiriler



**Kaynak :** Gür ve Öztürk, 2011 ( Erişim Tarihi 10.01.2019 )

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### 3. MIST İÇİN KREDİ NOTU VE YABANCI YATIRIM İLİŞKİSİ

Bu bölümde MIST kavramının ortaya çıkışı, bu grup içerisindeki ülkeler ve bu ülkelerin ortak yönleri ele alınmıştır. MIST ülkelerinin ortak yönleri olarak belirtilen değişkenlerin verileri incelenerek yorumlanmıştır. Ayrıca bu ülke grubuna ait kredi derecelendirme kuruluşlarının puanlarına, yorumlarına ve ekonometrik analiz bulgularına yer verilmiştir.

#### 3.1. MIST KAPSAMINDAKİ ÜLKELERE GENEL BAKIŞ

MIST kavramı; Meksika, Endonezya, Güney Kore ve Türkiye gibi gelişen piyasaları içerisinde barındıran bir kavramdır. MIST, ülke adlarının İngilizce (United Mexican States, Republic of Indonesia, South Korea-Republic of Korea, Republic of Turkey) kısaltmalarından oluşmaktadır. İlk olarak bu kavram Jim O' Neil tarafından kullanılmaya başlanmıştır.

Yeni bir grup olan MIST ülkeleri bir çok konu açısından muammalara sebebiyet verse de grubun varlığı göz ardı edilmemesi gerektiği belirtilmiştir. Bu dört ülkenin, diğer ülke gruplarından farklı ve ortak yönleri bulunmaktadır. MIST ülkelerini önemli yapan faktör ise jeoekonomik etmenlerdir. Bu ülkelerin kendi bölgelerinde önemli birer güç haline gelmeleri diğer grupların içerisinde bu ülkeleri öne çıkarmıştır (Elbasan, 2011).

Son yıllarda yükselen piyasalara sahip olan ekonomiler olarak belirtilen MIST ülkeleri, jeoekonomik ve nüfus artışı açısından kendi coğrafyalarının güçlü ekonomileri olarak değerlendirilmektedir. Meksika, Endonezya, Güney Kore ve Türkiye; BRICS ülkeleri gibi, bir araya gelerek küresel ekonomiye yoğun bir gelişme kazandıracığı görüşü amaçlanmıştır (Güllü ve Yakışık, 2017: 240).

MIST ülkelerinin ortak yönleri aşağıdaki gibi sıralanmıştır:

- i. Yoğun nüfusa sahip olmaları
- ii. Ülkelerinin yüzölçümleri
- iii. Büyük bir pazara sahip olmaları
- iv. Büyüme hızlarındaki artıştır.

MIST ülkelerinin ortak değerlendirmede toplanmasına sebebiyet veren faktörlerin verileri aşağıdaki gibi tablolandırılmıştır:

Tablo - 8: MIST Ülkelerinin Ortak Paydalarını Gösteren Veriler

	<b>Meksika</b>	<b>Endonezya</b>	<b>Güney Kore</b>	<b>Türkiye</b>
<b>Nüfus</b>	127.540.423	258.000.000	51,635,256	82.003.882
<b>GSYİH</b>	1,046 Trilyon \$	1.1 Trilyon \$	1.622 Trilyon \$	851.1Milyar \$
<b>Yüz Ölçümü</b>	1.964.380 km2	1.904.569 km2	99,700 km2	780.043 km2
<b>GSYİH Büyüme Hızı</b>	%1,2	%5,07	%1,7	%7,4

**Kaynak :** MFA, 2019 ( Erişim Tarihi 05.04.2019 )

MIST ülkeleri, ekonomik ve siyasi nedenlerden dolayı dünya ekonomisi üzerinde büyük bir etkiye sahiptir. Yerli ve yabancı bir çok yatırımcı için BRICS grubundaki ülkeler yerine hızlı büyüme imvesi sağlayan MIST ülkelerine, yatırım yapmayı daha kazançlı görmekteydiler. Bu grup içerisinde nüfus yoğunluğu olarak Meksika ve Endonezya dikkat çekmektedir. MIST ülkelerinin içerisinde en yüksek hızlı nüfus artış oranı ise Türkiye'dedir. 2015 yılına gelindiğinde bu ülkeler arasında en yüksek büyüme oranına Türkiye ve Endonezya sahiptir. Meksika ise en düşük büyüme oranına sahiptir. İşsizlik açısından değerlendirildiğinde en düşük işsizlik Güney Kore'de en yüksek işsizlik ise Türkiye'de görülmektedir. Bu grubun içerisinde en yüksek teknoloji ihracatı yapan ülke Güney Kore olup bunu sırasıyla Meksika Endonezya ve Türkiye izlemektedir (Şerbetçi ve Yardımcıoğlu, 2017: 119).

Provit Partners tarafından yayınlanan araştırma analizine göre; MIST ülkeleri gelecekte "parlak" ülkeler arasında bulunmaktadır. Analizde MIST ülkeleri hem yerli hemde yabancı yatırımcılar tarafından ilgi çektiğine değinmiş, MIST ülkeleri kısmende olsa, yüksek kişi başına düşen gelir sayesinde, diğer ülkelerden bir adım önde olduğunu belirtilmiştir. Bu rapora göre 2050 yılına gelindiğinde Güney Kore, ABD'den sonra , kişi başına düşen gelirin yüksek olacağı, ikinci ülke olacağını tahminlerine yer vermektedir (Haberler.com, 2011).

### 3.1.1. Meksika

Meksika resmi ismiyle Birleşik Meksika Devletleri'nin başkenti Mexico City'dir. 1.964.380 km<sup>2</sup> 'lik yüz ölçümüyle dünyanın en büyük 15. Amerika kıtasının ise 5. en büyük ülkesidir. İklim çeşitliliği bir yelpazenin kolları gibi farklılıklar göstermektedir. Bu kollar arasında tropikal iklimden çölü iklimine kadar değişik iklim çeşitliliği bulunmaktadır. Coğrafi konumu sebebiyle bir çok iklimi barındıran ülke, fırtınalar ve kasırgalara maruz kalmaktadır. Bu nedenledir ki tarım, konut ve alt yapı sektörleri doğal afet risklerine maruz kalmaktadır (Türkey, 2016: 121).

Latin Amerika'daki ekonomilerde önemli rol oynayan Meksika, dünyada 14. Büyük ekonomi arasında yer almaktadır. 1980'lerdeki ekonomik dönüşümü ve 1994 yılında NAFTA etkisiyle ABD ve Kanada gibi ülkelerle ticareti üç kat gelişen Meksika liberal ekonomik görüşe sahiptir. Özel sektör ve kamu sektörüne ait tekelleşmiş şirketler, ülke içerisindeki ekonomik bakışta, hala söz sahibidir. Bu sorun rekabeti ve üretkenliği sınırlayan, fiyatların yükselmesine ve hizmet kalitesinin düşürülmesine neden olan yapısal bir faktördür (UİB, 2018: 2).

NAFTA üyeliği ve özelleştirme programları nedeniyle Meksika'ya DYY girişi son yıllarda büyük artış göstermiştir. Yabancı yatırımcılar, ABD'ye üretilecek ürünün, hızlı teslimatını beklemektedir. Bu durum nedeniyle yabancı yatırımcılar Meksika ve çevresinde, finans, otomotiv ve elektronik üretim tesislerine yoğunlaştığını gözlemleyebiliriz. Federal seviyesindeki yatırım teşviklerinin dışında, eyalet seviyesindeki yatırımın boyutu, işsizlik probleminin çözümüne ve bölge gelirine etkisi, yatırımın süresi, ihracata pozitif etkisi ve bölge altyapısına ilişkin ilave teşvikler verilmektedir. Bu teşviklerin büyük bir çoğunluğu kullanılacak gayrimenkullerin kabul edilebilir fiyattan ya da ücretsiz tahsis edilmesi, işçilerin gelişimi için eğitim programları, vergilerde muafiyet ve altyapı hizmeti sunmaktadır (Türkiye Cumhuriyeti Ticaret Bakanlığı, 2019).



Grafik - 3: Meksika'nın 2000- 2016 Yılları Arasındaki Büyüme Hızı



**Kaynak :** Tradingeconomics, 2019 ( Erişim Tarihi 19.05.2019 )

Grafik - 3'de Meksika'nın büyüme hızı 2000-2008 yılları arasında dalgalı bir seyir halindedir. Dünya ekonomisi üzerinde etkili olan 2008 Mortgage Krizi, Meksika'nın büyüme hızına doğrudan etkileyerek %-8'lere kadar düşmesine sebebiyet vermiştir. Uyuşturucu kartellerinin oluşturduğu şiddete yönelik problemlerin ve H1N1 hastalığı nedeniyle Meksika Ekonomisi 2008'den sonra resesyona girmiştir Ülke ekonomisi 1932 yılından 2008 yılına kadar ki en büyük küçülme olarak nitelendirmiş ve %6.5 oranında küçülme gözlemlenmiştir.

Küresel ekonomik kriz, bütün dünyayı etkisi altına aldığından bir çok ekonomiyi olumsuz etkilemiştir. Meksika'da bu krizden zarar gören ülkeler arasında yer almaktadır. Meksika'da yaşanan likidite sıkıntısı nedeniyle, tüketim harcamaları ve doğrudan yabancı sermaye girişinde büyük düşümlere sebep olmuştur. 2009 yılının sonlarına doğru ABD ekonomisindeki pozitif gelişmeler nedeniyle Meksika ekonomisi toparlanarak büyüme trendi sürecine girmiştir (Türkiye Cumhuriyeti Ticaret Bakanlığı, 2019).

Ülke merkez bankasının aldığı önlem paketleri sebebiyle pozitif bir gelişme kaydedip ekonomi, dış talepteki artışla toparlanma ivmesi kazanmıştır. Dış piyasadaki gelişmelerin pozitif ivme yakalamış olmasına rağmen iç piyasada aynı etkiden söz

edilememektedir. NAFTA üyeliğinden sonra özelleştirme politikalarının artmasıyla birlikte ülke ekonomisi DYY'le bir kez daha açılmış ve ekonomik büyüme, teknolojik gelişmeler gözlemlenmiştir.

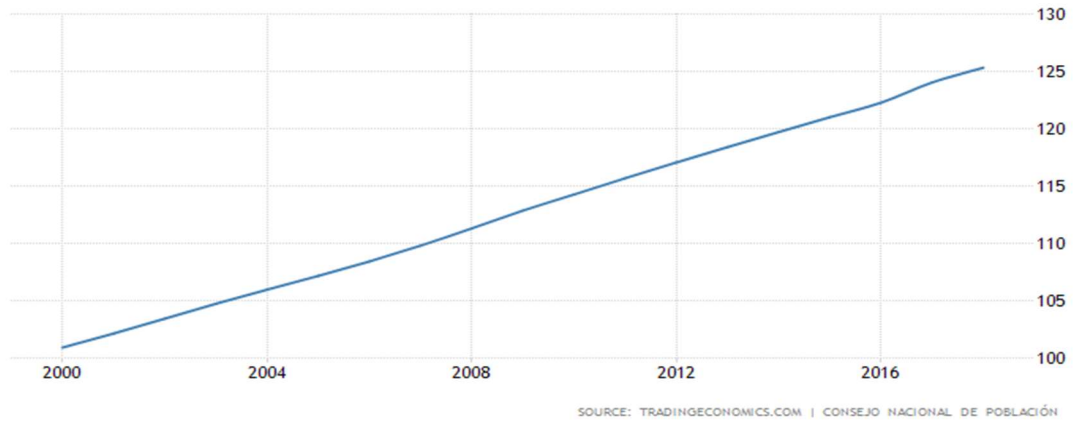
Grafik - 4 : Meksika'nın 2000-2016 Yılları Arasındaki GSYİH Grafiği



**Kaynak:** Tradingeconomics, 2019 ( Erişim Tarihi 25.09.2019 )

Yaşanan gelişmeler neticesinde Meksika'nın GSYİH'sında 2000'lerden sonra artış trendine girmiştir. Bu trend 2003-2008 yılları arasında da devam ettirmiştir. 2008 yılında ABD'de yaşanıp tüm dünyayı etkisi altına alan kriz nedeniyle GSYİH 2009'un son çeyreklerine kadar devam etmiştir. Krizin , dünyadaki etkisinin azalması ve Meksika'daki likidite darlığına çözüm üretme çalışma çabaları doğrultusunda GSYİH'da yine artış gözlemlenmiştir.

Grafik - 5 : Meksika'nın 2000-2016 Yılları Arasındaki Nüfus Artış Grafiği



**Kaynak :** Tradingeconomics, 2019 ( Erişim Tarihi 30.09.2019 )

125 Milyonu aşan nüfusuyla Meksika, Latin Amerika ülkeleri arasında 2.sırada, dünyada ise 11. sırada yer almaktadır. Nüfus artış hızının 2018 yılından sonra (2018-2022 yılları için) %1.2 seviyelerinde olacağı ön görülmektedir. Meksikalıların çocuk sahibi olma yaşı gittikçe artmaktadır. Türkiye Cumhuriyeti Ticaret Bakanlığı'nın Meksika için açıkladığı genel bilgiler arasında yer alan bilgide; yaş aralıkları ve yüzdesel dilimi aşağıdaki gibidir (Türkiye Cumhuriyeti Ticaret Bakanlığı, 2019):

Tablo - 9 :Meksika'nın Yaş Grupları ve Genel Nüfus İçerisindeki Yüzdesel Dağılımı

0-14 yaş arası	%26,7
15-64 yaş arası	%66,5
65 yaş üstü	%6,9

1995 yılında Meksika krizi istikrarlı bir dönemde ortaya çıkmıştır. O dönemler Meksika ekonomisi dünyadaki diğer ekonomilere örnek gösterilecek durumdaydı. Meksika kendi ekonomik durumunu düzeltmek ve refaha ulaşmak için özelleştirme faaliyetlerine hız vermişti. Bu süre zarfı içerisinde 18 kamu bankası özelleştirilmiş, faiz oranları serbest hale getirilmiş bankaların ellerinde likit tutmadaki zorunluluk kaldırılmıştır. Bu serbestiyet sonrasında Meksika pezosu devalüasyona uğramıştır. Buna istinaden kredi derecelendirme kuruluşlarının notlarını düşürmesine neden olmuştur (Toraman ve Yürük, 2014: 137).

Aşağıdaki tabloda Meksika'nın 2000 yılından 2016 yılına kadar üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun verdiği puanlar yer almaktadır. 2000 yılında kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği puanlar Moody's dışındakiler spekülasyon seviyede not verirken Moody's yatırım yapılabilir seviyenin en altında yer alan Baa3 seviyesinde not vermiştir. 2001 yılında üç kredi derecelendirme kuruluşu da puanlarında değişikliğe gitmemiştir. 2002 yılında kredi derecelendirme kuruluşları yatırım yapılabilir seviyeye çıkartmıştır. Moody's bir basamak daha yukarı kaydırarak yatırım yapılabilir seviyesini Baa2'ye çıkartmıştır. Bu puanlar 2004 yılına kadar stabil kalmış ve değiştirilmemiştir. 2005'den 2007 yılına kadar üç kredi derecelendirme kuruluşu Meksika'nın notunu yine yatırım yapılabilir seviyede tutmuştur. 2007 ve 2008 yıllarında Meksika'nın kredi notunu bir düzey daha yatırım yapılabilir seviyesi içerisinde yükselttiler Standart & Poor's ve Fitch BBB+

notlarken Moody's Baa1 seviyesinde notlamıştır. Bu notlama A seviyesinin hemen altında yer almaktadır ve spekülasyon hareketlerinden uzak durumdadır. 2008'de yaşanan ve dünyayı saran ekonomik kriz nedeniyle ekonomik göstergelerdeki sıkıntılar sebebiyle Standart & Poor's ve Fitch notlarını BBB'ye düşürürken Moody's yine Baa1 seviyesinde tutmuştur. 2013'den 2016 yılına kadar Standart & Poor's ve Fitch BBB+ seviyesinde tutmuştur. Moody's ise daha ılıman bakarak A3 seviyesine kadar yükselterek yatırımcılara Meksika'nın riskten gittikçe uzaklaştığını göstermiştir.

Tablo - 10 : Üç Büyük Kredi Derecelendirme Kuruluşun 2000-2016 Yılları Arasında Meksika'ya Verdiği Puanları

Yıl	Standart and Poor's	Fitch	Moody's
2016	BBB+ (Negatif)	BBB+ (Durağan)	A3 (Negatif)
2015	BBB+ (Durağan)	BBB+ (Durağan)	A3 (Durağan)
2014	BBB+ (Durağan)	BBB+ (Durağan)	A3 (Durağan)
2013	BBB+ (Durağan)	BBB+ (Durağan)	Baa1 (Durağan)
2012	BBB (Durağan)	BBB (Durağan)	Baa1 (Durağan)
2011	BBB (Durağan)	BBB (Durağan)	Baa1 (Durağan)
2010	BBB (Durağan)	BBB (Durağan)	Baa1 (Durağan)
2009	BBB (Durağan)	BBB (Durağan)	Baa1 (Durağan)
2008	BBB+ (Durağan)	BBB+ (negatif)	Baa1 (Durağan)
2007	BBB+ (Durağan)	BBB+ (Durağan)	Baa1 (Durağan)
2006	BBB (Durağan)	BBB (Durağan)	Baa1 (Durağan)
2005	BBB (Durağan)	BBB (Durağan)	Baa1 (Durağan)
2004	BBB- (Durağan)	BBB- (Durağan)	Baa2 (Durağan)
2003	BBB- (Durağan)	BBB- (Durağan)	Baa2 (Durağan)
2002	BBB- (Durağan)	BBB- (Durağan)	Baa2 (Durağan)
2001	BB+ (Pozitif)	BB+ (Pozitif)	Baa3 (Pozitif)
2000	BB+ (Pozitif)	BB+ (Pozitif)	Baa3 (Durağan)

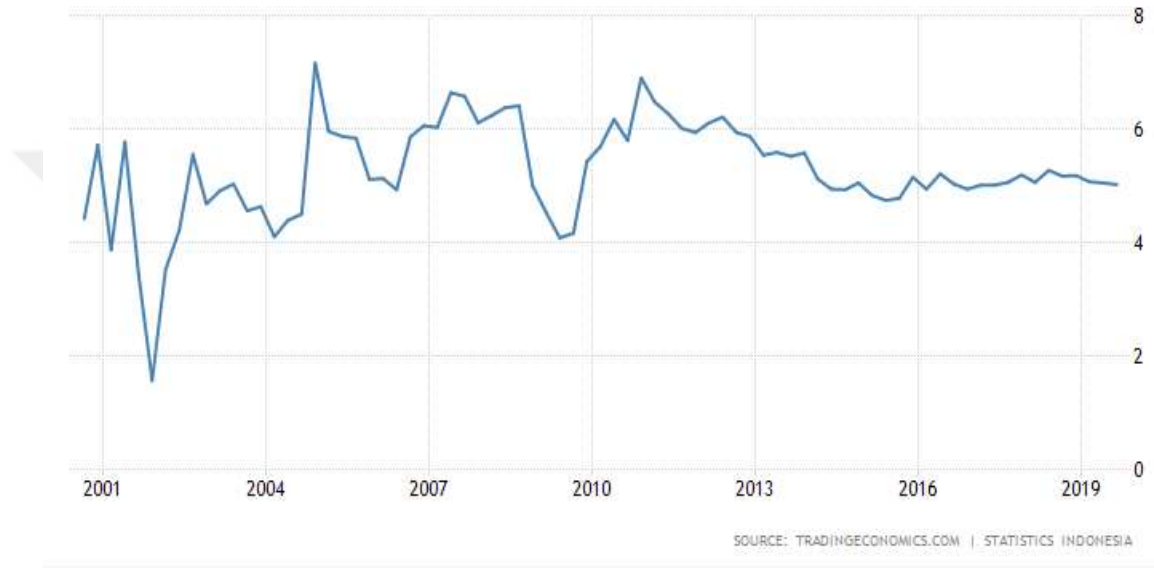
Kaynak : Trandingeconomics, 2019 (Erişim Tarihi 01.10.2017)

### 3.1.2. Endonezya

Güneydoğu Asya'da yer alan Endonezya bir ada ülkesi olup kuzeyinde Malezya doğusunda Papua Yeni Gine bulunmaktadır. 17 Bin kadar adasıyla birlikte Endonezya bir çok ticari ve stratejik deniz yollarını kontrol etmektedir. Endonezya devlet ve hükümet başkanlığı tek bir makamda, Cumhurbaşkanlığı makamında, toplanmıştır. Endonezya dünyanın en kalabalık ülkeleri arasında dördüncü sırada yer almaktadır (Türkiye Cumhuriyeti Ticaret Bakanlığı, 2018).

2017 yılı sonuna doğru dünyanın 16. büyük ekonomisi içerisinde yer almaktadır. Genç ve yoğun nüfus, dirençli bankacılık sistemleri ve istikrarlı uluslararası diyalogları ülkenin güçlü yönleri arasında yer almaktadır. Döviz kurundaki dalgalanmadan kolay etkilenebilirliği ve dış şoklara karşı sağlam duramaması, diğer ülkelere göre alt yapı noksanlığı ve gelir dağılımındaki adaletsizlik zayıf yönleri olarak sıralanmaktadır (Türkiye Cumhuriyeti Ticaret Bakanlığı, 2018).

Grafik - 6 : Endonezya'nın 2000-2016 Yılları Arasındaki Büyüme Hızı Grafiği



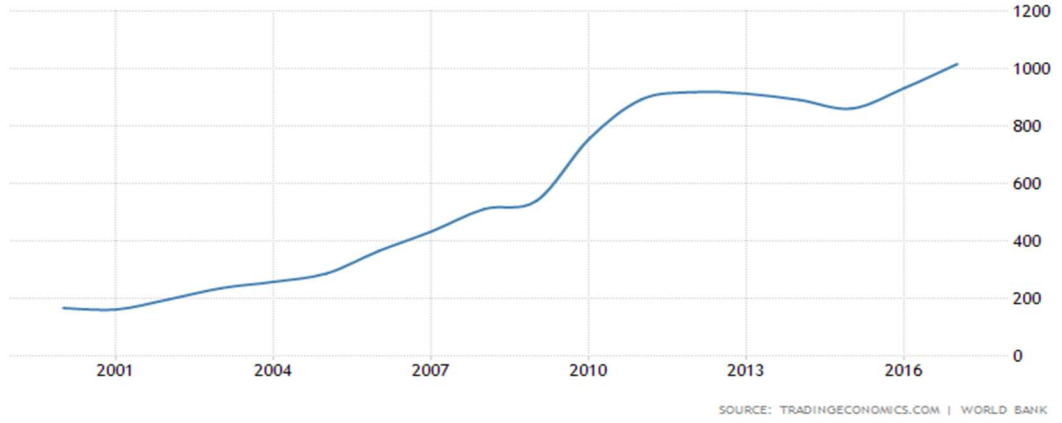
**Kaynak :** Tradingeconomics, 2019 ( Erişim Tarihi 2019 )

1997 yılında yaşanan mali krizler nedeniyle Güneydoğu Asya ülkeleri arasında en fazla olumsuz etki Endonezya'ya olmuştur. 1998 yılına gelindiğinde ülke ekonomisi %13'lere kadar küçülmüştür. 2002 yılından sonra Endonezya ekonomisi düzelme trendine girerek 2004 yılında alınan ekonomik tedbirler nedeniyle son dört yılda ortalama %6 seviyelerinde büyüme oranına sahip olmuştur (Türkiye Cumhuriyeti Cakarta Büyükelçiliği, 2017).

Endonezya 2007 yılı itibariyle doğrudan yabancı yatırımcıyı destekleyen teşvikler neticesinde, ülke DYY'leri çekmiştir. Bu teşvikler yerli ve yabancı sermaye sahiplerine eşit davranan, sermaye transferlerindeki anlaşmazlıkları gideren ve vergi teşvikleri gibi yenilikleri kapsamaktadır. Fakat altyapı yetersizliği, yasal sistemdeki belirsizlik gibi unsurlar yabancı sermaye sahiplerinin yatırımlarını bu ülkeye

yönlendirmesinde büyük endişeleri de beraberinde getirmesine neden olmuştur (Toprak, 2016: 3).

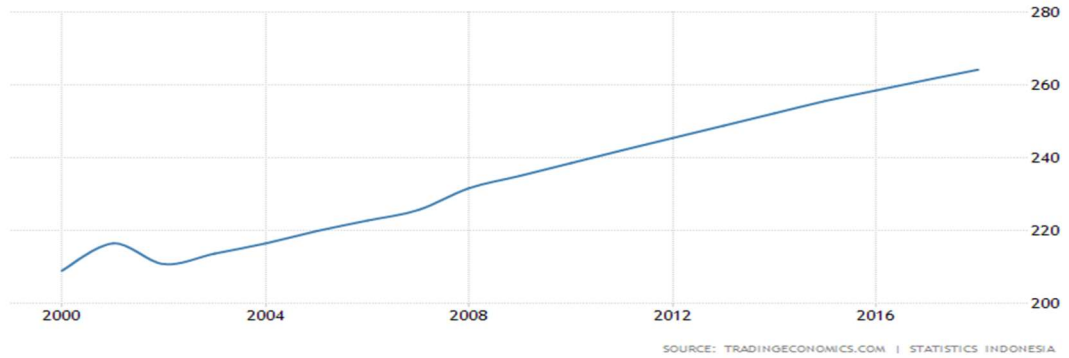
Grafik - 7: Endonezya'nın 2000-2016 Yılları Arasındaki GSYİH Grafiği



**Kaynak :** Tradingeconomics, 2019 ( Erişim Tarihi 01.10.2019)

2004 yılından alınan ekonomik tedbirler nedeniyle, 2007 yılında 439 Milyar\$ GSYİH'la, dünya ekonomileri arasında, dünyanın 20.büyük ekonomisi olmuştur. 2012 yılına gelindiğinde 878 Milyar\$ GSYİH ile kişi başına düşen gelir seviyesi 3537\$ ulaşmıştır. 2014 yılının başlarında ise GSYİH , 892 Milyar\$ olarak gerçekleşmiştir. 2015 yılına gelindiğinde ise Endonezya ekonomisi %4.79 büyüme ivmesi yakalamıştır. 2016 yılından sonra artış trendiyle devam etmiş ve 2016 yılının ikinci çeyreğinde 1000 Milyar\$ seviyelerine kadar çıkmıştır. (Türkiye Cumhuriyeti Cakarta Büyükelçiliği, 2017)

Grafik - 8 : Endonezya'nın 2000-2016 Yılları Arasındaki Nüfus Artış Grafiği



**Kaynak :** Tradingeconomics, 2019 ( Erişim Tarihi 01.10.2019 )

Endonezya'nın 2000 yılından 2016 yılına kadar ki nüfus artış grafiği yukarıdaki gibi gösterilmiştir. Bu grafiğe göre devamlı nüfus artış trendi gözlemlenmektedir. 2000'li yılların başında 210 Milyon seviyelerindeyken 2016 yılına gelindiğinde 260 Milyona ulaşmıştır. Son yıllardaki nüfusu 264 Milyon kişi olarak sayılmıştır.

Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun 2000 yılında Endonezya'ya verdiği puanlar yatırım yapılamaz şeklinde başlamıştır. 2001 yılında Standart&Poor's şirketi daha kötümser bakarak CCC seviyelerine kadar notunu düşürmüştür. Diğer kredi kuruluşları ise notunu değiştirmemiştir. 2002 yılına gelindiğinde ise Standart&Poor's 2001 yılında düşürdüğü notu bir basamak yukarı taşıyarak CCC+'ya çevirmiştir. Fitch, B- konumda olan puanını, B'ye çıkartarak yatırımcılara, Endonezya'nın azda olsa riskten arındığını ama hala spekülative hareketliliğin yoğun olduğunu belirten not vermiştir. Moody's kredi derecelendirme kuruluşu ise C segmentasyonun bir üst grubunda olan B3 (spekülative ) seviyesinde olduğunu belirtmiştir. 2003 yılında üç derecelendirme kuruluşunda Endonezya ekonomisindeki düzeltmeyi göz önünde bulundurarak notlarını bir üst basamağa taşımıştır. 2004 yılında kredi notlarında artış gözlemlenmiştir. Sadece Moody's kredi derecelendirme kuruluşu, Endonezya'nın notunu değiştirmemiştir. 2004-2006 yıllarında ülke ekonomisi için alınan kararlar ve ülkenin büyüme trendine girmesi nedeniyle kredi derecelendirme kuruluşları notlarını spekülative seviye içerisine taşımıştır. Standart&Poor's 2007 ve 2008 yıllarında BB- seviyesinde puanlayarak aynı notu vermiştir. Fitch, 2007 yılında BB- seviyesinde notlarken 2008 yılında notu düzelterek bir üst kademeye çıkartmıştır. Moody's ise Ba3 seviyesinde (spekülative seviyesinde) not verirken makroekonomik göstergelerdeki pozitif güncellemeler neticesinde Ba2 seviyesine taşımıştır. 2009 yılında üç kredi derecelendirme kuruluşu da spekülative seviyede notlamıştır. 2010 yılında spekülative seviye grubu içerisindeki notlarını bir basamak daha yatırım yapılabilir seviyesine taşımıştır.

Standart&Poor's ve Fitch 2011'den 2016 yılına kadar notları sabit tutmuştur. (Standart&Poor's BB+, Fitch BBB- şekilde puanlamıştır) Moody's 2011 yılında verdiği puanla, yatırım yapılabilir seviyenin bir kademe altında puanlamıştır. 2012 yılından 2016 yılına kadar Moody's yatırım yapılabilir seviyenin en alt grubundan yer alan Baa3 şekilde puanlamıştır. Üç kredi derecelendirme kuruluşu içerisinde Moody's

ülkeyi yatırım yapabilecek konumda bulmuştur ve yatırım yapılabilir seviyede puanlamıştır.

Tablo - 11: Üç Büyük Kredi Derecelendirme Kuruluşun 2000-2016 Yılları Arasında Endonezya'ya Verdiği Puanları

Yıl	Standart and Poor's	Fitch	Moody's
2016	BB+ ( Pozitif)	BBB- ( Pozitif)	Baa3 ( Durağan)
2015	BB+ ( Pozitif)	BBB- ( Durağan)	Baa3 ( Durağan)
2014	BB+ ( Durağan)	BBB- ( Durağan)	Baa3 ( Durağan)
2013	BB+ ( Durağan)	BBB- ( Durağan)	Baa3 ( Durağan)
2012	BB+ ( Pozitif)	BBB- ( Durağan)	Baa3 ( Durağan)
2011	BB+ ( Pozitif)	BBB- ( Durağan)	Ba1 ( Durağan)
2010	BB ( Pozitif)	BB- ( Durağan)	Ba2 ( Pozitif)
2009	BB- ( Pozitif)	BB ( Durağan)	Ba2 ( Durağan)
2008	BB- ( Durağan)	BB ( Durağan)	Ba3 ( Durağan)
2007	BB- ( Durağan)	BB- ( Durağan)	Ba3 ( Durağan)
2006	BB- ( Durağan)	BB- ( Durağan)	B1 ( Durağan)
2005	B+ ( Durağan)	BB- ( Pozitif)	B2 ( Pozitif)
2004	B+ ( Pozitif)	B+ ( Pozitif)	B2 ( Durağan)
2003	B ( Durağan)	B+ ( Durağan)	B2 ( Durağan)
2002	CCC+ ( Durağan)	B ( Durağan)	B3 ( Pozitif)
2001	CCC ( Negatif)	B- ( Durağan)	B3 ( Durağan)
2000	B- ( Durağan)	B- ( Durağan)	B3 ( Durağan)

Kaynak : Trandingeconomics, 2018 ( Erişim Tarihi 01.11.2018 )

### 3.1.3. Güney Kore

Güney Kore, Kore yarım adasında yer almaktadır. Doğusunda Japon Denizi, batısında Sarı Deniz bulunmakta olup ülkenin yaklaşık %70'i dağlarla kaplıdır. Güney Kore doğal kaynak bakımından zengin bir ülke değildir. Sanayi için önemli nitelikte olan doğal kaynaklar kömür petrol ve türevleri neredeyse hiç çıkmamaktadır. Tarıma uygun olarak değerlendirilebilecek alanların toplamı %16.58 oranındadır (Türkiye Cumhuriyeti Ticaret Bakanlığı, 2018).

Ülkede tasarruf oranının payı yüksek olmasına rağmen, ülke içerisindeki tasarrufların yatırımlara kanalize edilmesinin yanı sıra, olumsuz koşullarda yabancı kredilere başvurulmuştur. Ülkedeki ekonomik politikalar nedeniyle kısa dönemli yabancı kredilere ihtiyaç duyulmuştur. Güney Kore'de dolar faiz oranı, ülkenin para birimi olan won faiz oranından daha düşük seviyelerde olması nedeniyle, ülke borçlarının büyük bir kısmı dolar cinsinden oluşmaktadır. Ülke ekonomisi büyüme



trendi içerisinde olduğu sürece bu durum herhangi bir problem yaşatmamaktadır. Fakat 1995'lerden sonra doların kendi ülke para birimleri karşısında değer kazandığı için ekonomik göstergeler olumsuz etkilenmiştir (Doğan ve Özekicioğlu, 2005: 150).

Grafik - 9 Güney Kore'nin 2000-2016 Yılları Arasındaki Büyüme Hızı Grafiği



**Kaynak :** Tradingeconomics, 2019 ( Erişim Tarihi 02.10.2019 )

1997 yılının ortalarında Asya Kıtası'nda ortaya çıkan Asya Mali Krizi ülke ekonomisini ciddi şekilde sarsmıştır. Krizin başlamasıyla birlikte won ülke borsasında değer kaybetmiştir. Bu durum tüketim ve yatırım harcamalarını da sekteye uğratarak önemli miktarda düşüşe sebebiyet vermiştir. İşsizlik oranı %10 seviyelerinde seyrederken kişi başına düşen gelirdede ciddi düşüş meydana gelmiştir. Yapısal reformlar ve tüketim harcamalarını artırıp ülke ekonomisini canlandırmaya yönelik çalışmalarla 1999'da ekonomi %9.5 büyüme göstermiştir. 2000'lerden sonra ülke ekonomisi toparlanarak dış ticaret açıklarını kapatmıştır (Yavuz, 2018: 55).

Grafik - 10 : Güney Kore'nin 2000-2016 Yılları Arasındaki GSYİH Grafiği

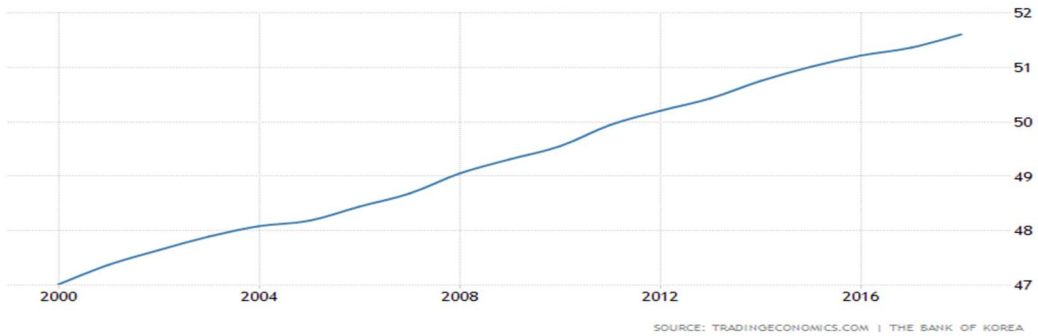


**Kaynak :** Tradingeconomics, 2019 ( Erişim Tarihi 02.10.2019 )

Güney Kore 1997'lerde yaşanan Asya Mali Krizinden etkilendiği için makro ekonomik göstergelerinde negatif bir gelişme göstermiştir. 2000'li yıllarda alınan ekonomik kararlarla birlikte GSYİH'da artış trendi göstermiş ve bu 2008 yılına kadar devam etmiştir. Dünyayı saran Mortgage krizi nedeniyle GSYİH, 2008 yılında düşüş göstererek azalmıştır. Daha sonra toparlanarak 2016 yılına kadar artış trendi içerisinde seyretmiştir.

Ülkede, GSYİH'nın sektörel dağılımına bakıldığında tarım oranı %2.7 seviyelerinden %2.4'lere kadar gerilemiştir. Sanayi sektörü oranı %36.5 seviyelerinden %40.2 seviyelerine kadar çıkmıştır. Hizmet sektörü ise %49.7 seviyelerinden %46.8 seviyelerine gerilemiştir. Bu oranlar neticesinde Güney Kore tarım ve hizmet sektörünü az da olsa terk edip sanayi sektörünün gelişmesine yoğunlaşmıştır.

Grafik - 11 : Güney Kore'nin 2000-2016 Yılları Arasındaki Nüfus Artış Grafiği



**Kaynak :** Tradingeconomics, 2019 ( Erişim Tarihi 02.10.2019 )

Güney Kore nüfus sayımı 5 yılda bir yapılmakta olup en son 2016 yılında yapılan değerlendirmeye göre 51 Milyonu aştığı gözlemlenmiştir. Güney Kore, yüz ölçümüne göre baz alındığında dünyanın en yoğun 3. ülkesi arasında yer almaktadır. Nüfusun büyük bir çoğunluğu 15-64 yaş grubu içerisindeydir. 65 yaş üstü nüfus 2000’li yıllarda %8 civarındayken bu oran 2010 yılından sonra %11.3 seviyelerine kadar artmıştır. Bu durum ülkenin hızlıca yaşlandığını ve ülkedeki refah seviyesinin arttığını göstermektedir.

Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu, Güney Kore’yi her zaman yatırım yapılabilir seviyede puanlamıştır. Bunun genel sebebi 1997’de yaşanan Asya Mali Krizi sonrasında alınan ekonomik kararlardır. Ayrıca tarım ve hizmet sektöründen çok sanayi sektörüne yönelmiş olmaları da diğer ülkelere verilen puanlardan Güney Kore’yi ayırtmıştır. 2000 – 2002 yılları arasında üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu yatırım yapılabilir grubun en altında yer alan seviyede puan verirken 2002 yılından itibaren yatırım yapılabilir grubun üst seviyelerine doğru, genellikle puanlarında artış trendi gözlemlenerek derecelendirmişlerdir. 2005-2011 yılları arasında Standart&Poor’s A seviyesinde puanlamıştır. Fitch ise bu dönemi A+ seviyesinde notlamıştır.

Moody’s 2005’in başında vermiş olduğu A3 yatırım yapılabilir puanını gittikçe artırarak 2011 yılına gelindiğinde A1 seviyesine kadar artırmıştır. 2012 yılında Standart& Poor’s derecelendirmesini yatırım yapılabilir seviyenin üst sıralarında yer alan A+ seviyelerine taşımış ve 2014 yılına kadar bu seviyeyi korumuştur. 2015 yılında AA- 2016 yılında ise AA şeklinde puanlamıştır. Fitch 2012 yılından 2016 yılına kadar AA- seviyesinde puanlayarak yatırım yapılabilir olduğunu yerli ve yabancı yatırımcıyla paylaşmıştır. Moody’s de diğer derecelendirme kuruluşları gibi Aa3 seviyesinden başlayarak Aa2 seviyelerine kadar yükseltmiş ve 2016 yılı itibarıyla Aa2 seviyesinde puanlayıp yabancı sermayenin ülkeye kanalize olmasına yardımcı olmuştur.

Tablo - 12 : Üç Büyük Kredi Derecelendirme Kuruluşun 2000-2016 Yılları Arasında Güney Kore'ye Verdiği Puanları

Yıl	Standart and Poor's	Fitch	Moody's
2016	AA ( Durağan)	AA- ( Durağan)	Aa2 ( Durağan)
2015	AA- ( Durağan)	AA- ( Durağan)	Aa2 ( Durağan)
2014	A+ ( Pozitif)	AA- ( Durağan)	Aa3 ( Durağan)
2013	A+ ( Durağan)	AA- ( Durağan)	Aa3 ( Durağan)
2012	A+ ( Durağan)	AA- ( Durağan)	Aa3 ( Durağan)
2011	A ( Durağan)	A+ ( Pozitif)	A1 ( Durağan)
2010	A ( Durağan)	A+ ( Durağan)	A1 ( Durağan)
2009	A ( Durağan)	A+ ( Durağan)	A2 ( Durağan)
2008	A ( Durağan)	A+ ( Negatif)	A2 ( Durağan)
2007	A ( Durağan)	A+ ( Durağan)	A2 ( Durağan)
2006	A ( Durağan)	A+ ( Durağan)	A3 ( Pozitif)
2005	A ( Durağan)	A+ ( Durağan)	A3 ( Durağan)
2004	A- ( Durağan)	A ( Durağan)	A3 ( Durağan)
2003	A- ( Durağan)	A ( Durağan)	A3 ( Negatif)
2002	A- ( Durağan)	A ( Durağan)	A3 ( Pozitif)
2001	BBB+ ( Durağan)	BBB+ (Durağan)	Baa2 ( Pozitif)
2000	BBB ( Pozitif)	BBB+ (Durağan)	Baa2 ( Durağan)

Kaynak : Trandingeconomics, 2018 ( Erişim Tarihi 01.12.2018 )

#### 3.1.4. Türkiye

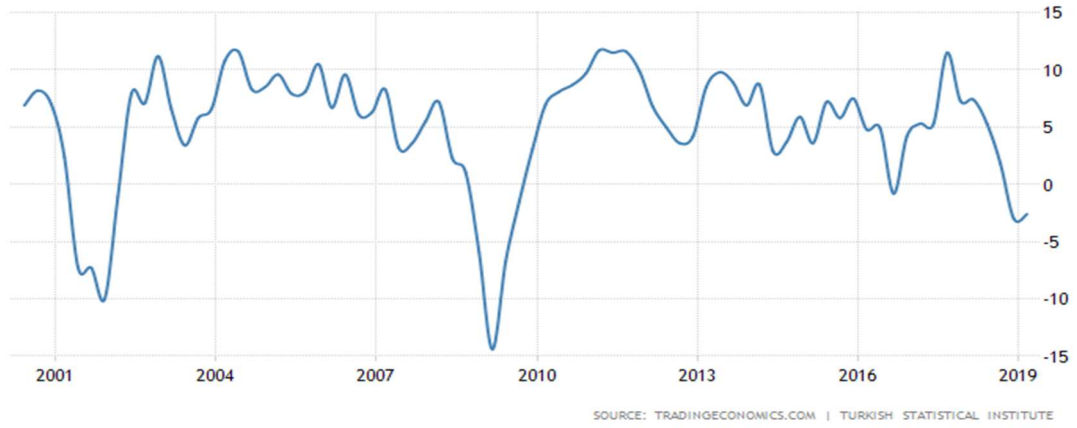
Türkiye, Karadenizi ve Akdenizi birbirine bağlayan, Balkanları, Kafkasları ve Orta Doğu'yu birleştiren bir köprü konumundadır. Doğu ve batı kültürlerini harmanlayıp sentezleyen ülke olmanın yanı sıra tüm Türk Dünyası'nın merkezi konumunda yer almaktadır. Türkiye'de bulunan farklı iklim çeşitliliği nedeniyle, farklı bitki türlerine ve toprak yapılarına sahiptir. Dünyanın önemli ticaret yolları üzerinde olması diğer ülkelere göre Türkiye'yi daha da farklı kılmaktadır (Kaya, 2017: 4).

Türkiye, yabancı yatırımcılar için en önemli cazibe merkezlerinin başında gelmektedir. 2003-2016 yılları arasından DYY 176,6 Milyar\$'dır. Batı Asya ülkeleri arasındaki en yüksek yabancı sermaye çeken ülkeler arasında Türkiye ilk sıralarda yer almıştır. DYY'ler ülkemize kanalize etmek isteyen yabancı sermaye sahipleri, yerel yatırımcılarla aynı hakları sağlayan yasal düzenlemeler verilmesiyle, yatırım yapma konusunda güvenli bir zemin oluşturmuştur. Türkiye'yi diğer ülkelere ayıran birçok özelliğin yanında Avrupa, Orta Doğu, Kuzey Afrika ve Orta Asya'ya açılan bir kapıdır. Coğrafi ve jeopolitik konumu gereği birçok ülkeye kolay ulaşım

sağlanabilmektedir. Yatırımcılar, bu sebep nedeniyle dünya ekonomisinin 4/1 oluşturan sonsuz bir pazara erişebilmektedir (Türkiye Cumhuriyeti Dışişleri Bakanlığı, 2018).

Grafik – 12’de büyüme hızı dalgalı ve istikrarsız bir şekilde gitmektedir. 2000-2001 yılları arasındaki kriz nedeniyle büyümede büyük bir düşüş meydana gelmiştir. 2002 yılı sonrası alınan ekonomik kararlarla birlikte büyüme hızı artmıştır. 2004-2008 yıllarına kadar bu artış dalgalanarak devam etmiştir. 2008 yılında ABD’de yaşanan kriz nedeniyle büyüme hızı düşmüş ve 2009’un son çeyreğine kadar düşüş trendi içerisinde devam etmiştir. 2009’un son çeyreğinden sonra büyüme hızı tekrar artış trendine gitmiştir. 2013 ve 2016 yıllarında tekrar dalgalı bir şekilde devam etmiştir.

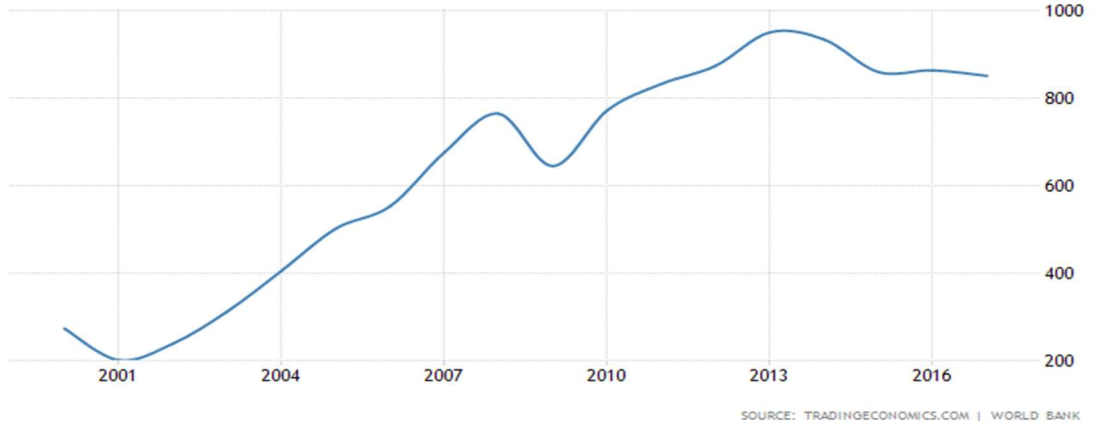
Grafik - 12: Türkiye’nin 2000-2016 Yılları Arasındaki Büyüme Hızı Grafiği



**Kaynak :** Tradingeconomics, 2019 ( Erişim Tarihi 03.10.2019 )

2000’li yılların başlamasıyla peş peşe yaşanan Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri ülke ekonomisi büyük sekteye uğratmıştır. Yaşanılan bu krizler neticesinde büyük dersler alınmıştır. En önemli yeniliklerden biri bankacılık sektöründe yapılan düzenlemelerdir. Bankacılık sektöründen başlanmasının sebebi ise 2000’de yaşanan krizin likidite krizi olarak tanımlanması nedeniyle likidite sıkıntısı yaşayan bankaların düzenlenmesiyle başlanmıştır. 2000’de yaşanan krizin kötüye gitmesini önlemek amacıyla yapılan çalışmalar yeterli olmamış ve 2001 yılı Şubat ayında tekrar kriz oluşmuştur. Yaşanan bu krizle birlikte, diğer krizlerde yapıldığı gibi IMF ve Dünya Bankası aracılığıyla ‘Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı’ kapsamında yapısal reform çalışmaları uygulamaya getirilmiştir (Sungur, 2015: 245).

Grafik - 13: Türkiye'nin 2000-2016 Yılları Arasındaki GSYİH Grafiği

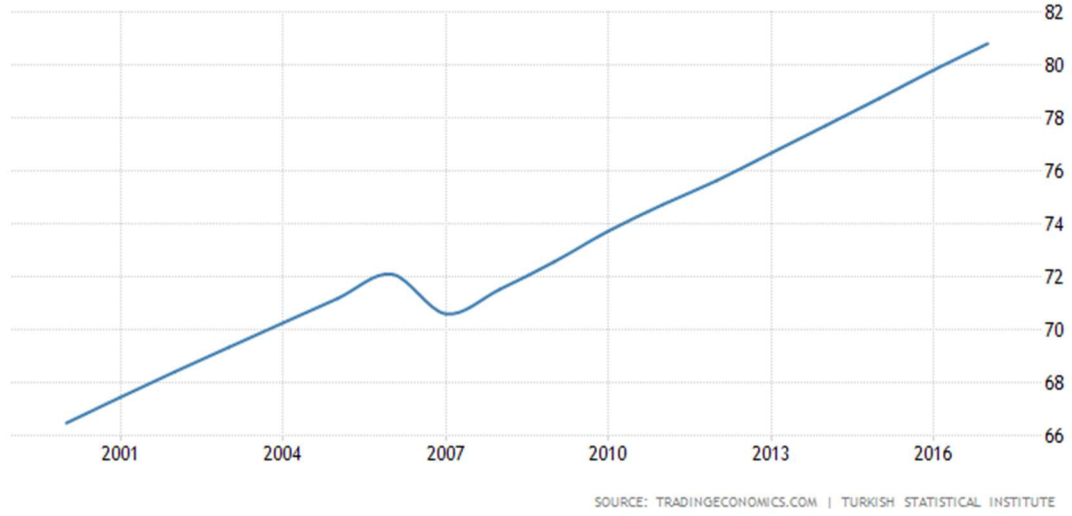


**Kaynak :** Tradingeconomics, 2019 ( Erişim Tarihi 03.10.2019 )

Sungur (Sungur, 2015: 248) “15 yıllık dönemde tarım sektörünün cari fiyatlarla milli gelirdeki payı %10’dan %7’ye düşerken, sanayi sektörünün payı ise 2000 yılında %55.6 seviyesinde iken, 2014 yılı itibariyle %57.7 seviyesine yükselmiştir. Sabit fiyatlarla hesaplanan milli gelire bakıldığında;tarım sektörünün payı 2000 yılında %12.2 seviyesinden, 2007 yılında %10 seviyesinin altına düşmüş ve 2014 yılı itibariyle %8.8 paya gerilemiştir. Bu dönemde sanayinin milli gelirdeki payı 2000 yılında %31.9 seviyesinde iken 2014 yılında %32.9 seviyesine yükselmiştir. Bu da reel üretim anlamında sanayi sektörünün üretimini ve milli gelirdeki payının arttığını göstermektedir. Hizmet sektörünün payı ise 2000 yılında %53 seviyesinde iken 2015’in başlarında %59.1’e yükselmiştir.”

2002-2008 yılları arasında diğer dönemlere göre daha yüksek bir büyüme trendi içerisindedir. 2009-2015 döneminde büyüme oranları, diğer ülkeler olduğu gibi düşüş gözlemlenmektedir. Kişi başına düşen gelir ve büyüme oranlarının karşılaştırmasından çıkan sonuca bakıldığında Türkiye'nin büyüme performansının trendi ile uyumlu olduğu belirtilmektedir. Küresel ekonomik kriz nedeniyle tüm ülkeleri etkisi altına aldığı gibi Türkiye'yi de etkisi altına almıştır. 2002 yılından sonra küreselleşmeyle birlikte DYY’lerde artışı söz konusudur. Türkiye’de doğrudan yabancı sermaye yatırımları diğer ülke gruplarına göre (BRICS, MINT ülkelerine göre) daha fazla gelişme göstermiştir (Göcen, 2017: 64).

Grafik - 14 : Türkiye'nin 2000-2016 Yılları Arasındaki Nüfus Artış Grafiği



**Kaynak :** Tradingeconomics, 2019 ( Erişim Tarihi 03.10.2019 )

Bir ülkenin nüfusu, ülkenin güç kaynağını oluşturmaktadır. Türkiye'nin 2000'li yıllarda 66 Milyonu aşan nüfusu grafikten gözlemlenebilir. Bu durum 2016 yılına kadar artış trendi içerisinde devam etmiş ve 2016 yılına gelindiğinde 81 Milyonu aşan nüfusla ülke ekonomisine ve kalkınmasına büyük etki yaratmıştır.

Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu Türkiye'yi 1994 yılının sonlarına doğru derecelendirmeye başlamıştır. 2000 yılına gelindiğinde kredi derecelendirme kuruluşları ülkeyi yatırım yapılamaz seviyede puanlamıştır. Standart&Poor's 2000 yılından 2003 yılına kadar B seviyelerinde puanlayarak ülkede yaşanan ekonomik krizlere dikkat çekmiştir. Moody's kredi derecelendirme kuruluşu da Standart&Poor's gibi uzun yıllar ülkenin notunu B1 seviyesinde tutmuş ve yatırım yapılamaz konumda değerlendirmiştir. Fitch, BB- notuyla diğer kredi derecelendirme kuruluşlarına göre bir nebze de olsa olumlu not vermiştir. 2001 yılında yaşanan kriz neticesinde ülke notunu düşürerek B seviyesine indirmiştir. Standart&Poor 2004-2009 yılları arasında not artırımı yaparak BB- şekilde puanlamıştır. Fitch 2004 yılında B+ ve 2005-2008 yılları arasında ise BB- puanlama yapmıştır.

Bu puanlara bakıldığında Fitch, olumlu hava gözlemleyip not artırımı yapmıştır. Moody's 2005-2009 yılları arasında Ba3 seviyesinde notlayarak önceki yıllarda verdiği puanlarda değişikliğe gitmiştir. Bu tarihe kadar notlar genelde yatırım yapılabilir seviyesine çıkmasa bile, o seviyeye yaklaşan artış trendi içerisinde değişiklik

yapılmıştır. Türkiye’deki güçlü ekonomik göstergeler neticesinde Standart&Poor’s 2010-2012 yılları arasındaki tüm puanlamaları BB seviyesinde notlamış ve notları diğer yıllara göre bir basamak daha artırmıştır. Fitch ise.2009 yılından 2011 yılına kadar ülke notunu değiştirmeyerek BB+ olarak puanlamıştır. 2000’den 2012 yılına kadar spekülative olarak paunlayan Fitch, 2012 yılından sonra yatırım yapılabilir seviyesinde notunu BBB-’de tutmuştur. Moody’s de 2009-2012 yılları arasında Türkiye’yi spekülative seviyede puanlarken 2013 yılından sonra Baa3 seviyesinde puanlayarak yatırım yapılabilir seviyeye çıkartmıştır. 2013 yılında üç büyük kredi derecelendirme kuruluşlarından Fitch ve Moody’s Türkiye’nin notunu yatırım yapılabilir seviyeye çıkartmıştır.

2013-2015 yılları arasında Standart&Poor’s tekrar yatırım yapılamaz seviyede puanlarken 2016 yılında tekrar not düşürerek spekülative not skalasının baştan ikinci sırada yer alan BB’ye indirmiştir. Fitch ve Moody’s , Standart&Poor’s un tam tersi hareket ederek Türkiye’nin yatırım yapılabilir seviyede olduğunu düşenerek BBB-seviyesinde puanlamıştır. Moody’s 2016 yılına gelindiğinde üç yıl art arda yatırım yapılabilir olarak notladığı ülkeyi, Ba1 seviyesine düşürerek yatırım yapılabilir seviyenin hemen alt kısmında yer alan spekülative skalasının içinde puanlamıştır.

Tablo - 13: Üç Büyük Kredi Derecelendirme Kuruluşun 2000-2016 Yılları Arasında Türkiye’ye Verdiği Puanları

<b>Yıl</b>	<b>Standart and Poor's</b>	<b>Fitch</b>	<b>Moody's</b>
<b>2016</b>	BB (Durağan)	BBB- (Negatif)	Ba1 (Durağan)
<b>2015</b>	BB+ (Negatif)	BBB- (Durağan )	Baa3 (Negatif)
<b>2014</b>	BB+ (Negatif)	BBB- (Durağan )	Baa3 (Negatif)
<b>2013</b>	BB+ (Durağan)	BBB- (Durağan)	Baa3 (Durağan)
<b>2012</b>	BB (Durağan)	BBB- (Durağan)	Ba1 (Pozitif)
<b>2011</b>	BB (Pozitif)	BB+ (Durağan)	Ba2 (Pozitif)
<b>2010</b>	BB (Pozitif)	BB +(Pozitif)	Ba2 (Pozitif)
<b>2009</b>	BB- (Durağan)	BB+ (Durağan)	Ba3 (Pozitif)
<b>2008</b>	BB- (Negatif)	BB- ( Durağan)	Ba3 (Durağan)
<b>2007</b>	BB- (Durağan)	BB- ( Durağan)	Ba3 (Durağan)
<b>2006</b>	BB- (Durağan)	BB- (Pozitif)	Ba3 (Durağan)
<b>2005</b>	BB- (Durağan)	BB- (Pozitif)	Ba3 (Durağan)
<b>2004</b>	BB- (Durağan)	B+ ( Pozitif)	B1 (Durağan)
<b>2003</b>	B+ (Durağan)	B ( Pozitif)	B1 (Durağan)
<b>2002</b>	B- (Durağan)	B ( Durağan)	B1(Negatif)



2001	B- (Durağan)	B ( Negatif)	B1 (Negatif)
2000	B+(Durağan)	BB- (Durağan)	B1( Pozitif)

**Kaynak :** Trandingeconomics, 2018 ( Erişim Tarihi 10.12.2018 )

### 3.2. İLGİLİ LİTERATÜR

Erkan ve Demircioğlu (2011) yaptığı çalışmada, kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri puanların doğrudan yabancı yatırımları üzerindeki rollerini incelemiştir. Kredi derecelendirmede verilen puanların Türkiye'ye yatırım yapmak isteyen yabancı yatırımcının kararlarında etkileyip etkilemediği, çalışmalarında baz alınmıştır. Yapılan bu çalışmada derecelendirme kuruluşları eğer tarafsız ve objektif bir değerlendirme sunuyorsa Türkiye hakkında sunulan değerlendirmeler, kredi derecelendirme kuruluşlarının değerlendirmelerini çürüttüğünü açıklamaktadır. Türkiye'ye gelen yabancı sermaye sahipleri, kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği puanları dikkate almadığını belirtmiştir.

Kargı (2014) yaptığı çalışmada ABD merkezli üç büyük kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'nin kredi notu üzerinde (1998-2013 yılları arasında) inceleme yapmıştır. Bu çalışmada Standart&Poor's Türkiye'nin makroekonomik verilerini yakından takip etmesine rağmen ülkeyi olumsuz havada değerlendiren, kredi derecelendirme kuruluşları arasında değerlendirmektedir. Türkiye'ye verilen notların, kredi derecelendirme kuruluşlarının temel göstergelerle olan bağlantısı tartışılmıştır. Bu tartışmalarda Cari İşlemler Açığı, Enflasyon, GSYİH gibi değişkenler incelendiğinde Fitch ve Moody's'in kredi notları daha olumluyken Standart&Poor's'un notu olumsuz olmuştur ve ilk not düşüşü genelde Standart&Poor's'dan beklenmektedir.

Demir ve Eminer (2014) yaptığı çalışmada kredi derecelendirme kuruluşları üzerinde düşünceleri içeren tartışmalar içermektedir. Ülkelerin, kaynak sağlayabilmek için farklı finansman yollarına başvurduklarına değinmiş. Kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri puanlar borçlanma maliyetini belirlemektedir. Ayrıca verilen notların güvenilirliği sorgulanmış ve yeni bir dönüşüm içerisine girilmiştir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının şeffaf, adil ve tarafsız olmadıklarını, bunun sonucunda 2008'de tüm dünyayı etkisi altına alan krize neden olduklarına değinmiştir.

Ovalı (2014) yaptığı çalışmada, kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri puanların, ülkelerin finansal yükümlülüklerini yerine getirebilme kabiliyetini ölçmekte olduğunu belirtmiştir. Türkiye'nin kredi derecelendirme notu ve performansı arasındaki ilişkinin AB ülkeleriyle karşılaştırmalı olarak çalışmasına yansıtmıştır. Bu çalışmada Türkiye'nin makro ekonomik göstergeleri bir çok AB ülkelerinden (Yunanistan, Portekiz, Macaristan) iyi olmasına rağmen, kredi derecelendirme notu bu ülkelerden daha düşük konumdadır. Bunun genel sebebi ise cari açık ve işsizlik oranındaki yükseliş etkili olduğuna değinmiştir.

Akçayır ve Doğan (2015) yaptıkları çalışmada, kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'ye verdikleri puanlar neticesinde ülkeye giriş veya çıkış yapan sermayenin ekonometrik yöntemler kullanarak analizini yapmışlardır. Bu çalışma 1992-2015 yıllarını kapsamaktadır. Yapılan analizler sonucunda ülke puanlamalarının, ülkeye giriş yapan net sermaye üzerinde kesin etkisi olduğu ortaya çıkmıştır.

Kılıçaslan ve Giter (2016) yaptıkları çalışmada, kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği puanların ortaya çıkarttığı sorunlar üzerine durmuştur. Kredi derecelendirme kuruluşları asimetrik bilgi kirliliğini gidererek piyasaların işleyişlerini iyileştirmenin temel amaç olduğuna değinerek sermaye hareketliliğinin globalleşmesiyle birlikte kredi derecelendirme kuruluşlarının önemli bir role sahip olduklarını vurgulamıştır. Ülkelerin ya da şirketlerin maliyetlerini üç büyük kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri puanlara bağlı olduğuna değinmiştir. Bu çalışmada üç büyük kredi derecelendirme kuruluşlarının güvenilirliklerinin sorgulanması ve piyasada yarattıkları sorunlara ışık tutmaktadır. Kredi derecelendime kuruluşlarının yarattığı bazı skandallar ülkelerin, şirketlerin mikro ve makro ekonomik verileri üzerinde olumsuz etkiye neden olmuştur. Bu nedenlerden dolayı derecelendirme kuruluşlarının spekülasyon yaratmalarını engelleyerek önemler alınması gerektiğini, şeffaflık sorunlarının giderilmesi gerektiğini belirtmektedir.

Yenipazarlı, Bulut ve Kavak (2017) yaptıkları çalışmada, 2000-2015 yılları arasında çok sayıda ülkeyi içinde barındıran ülke ve ülke gruplarında kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri puanların yatırımları üzerinde etkisini ölçümlemişlerdir. Bu ölçümlenmelerde Moody's ve Standart&Poor's un yatırımları etkisi pozitif iken Fitch'in yatırımlara etkisi negatif olduğu gözlemlenmiştir.

Gelişmekte olan ülkeler ve az gelişmiş ülkeler, kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri puanlardan direkt olarak etkilenecek yatırımcıyı çekmektedir/çekmemektedir.

### **3.3. YÖNTEM**

Bu çalışmada kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği puanlar, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına etki etmekte midir yoksa etmemekte midir sorusuna cevap aranmaktadır. MIST ülkelerinin (Meksika, Endonezya, Güney Kore, Türkiye) verileri Dünya Bankası'nın websitesinden elde edilmiştir. Bağımlı değişkenimiz FDI (Doğrudan Yabancı Yatırımlar), bağımsız değişkenlerimiz ise GDP (Gayri Safi Yurtiçi Hasıla), INF (Enflasyon), TRADE (Dış Ticaret), LABORF(İşgücü), GFCF(Gayri Safi Sabit Sermaye Oluşumu) olarak belirlenmiştir. Ayrıca kukla değişken olarak üç büyük kredi derecelendirme kuruluşlarının (Standart&Poor's, Fitch, Moody's) verdiği puanlar kullanılmıştır. Bu puanlar sayısal veri olmadığı için kukla değişkenlere "1" ve "0" değerleri verilerek sayısallaştırılmıştır. "1" verilen puanlar yatırım yapılabilir seviyede olduğunu "0" verilen puanlar ise yatırım yapılamaz seviyede olduğunu belirtmektedir. Yapılan çalışmada gözlem sayısı 68 adettir. Bunlar, 4 ülkeye ait 2000-2016 yılları arasındaki verileri kapsamaktadır. Çalışmamızda panel veri analizi kullanılarak testler yapılmıştır. Panel veri kullanılmasının nedeni 4 farklı ülke, 17 yılı içermesinden kaynaklanmaktadır.

#### **3.3.1. Panel Veri**

Ekonometrik analiz yöntemlerinde farklı veri türleri baz alınarak analiz yapılabilmektedir. Panel veri analizi hem zaman hem de yatay kesiti içerisinde barındırarak ekonometrik analiz yapmaktadır. Bir örnek vermek gerekirse birden fazla ülkenin verilerini içeren farklı kesitteki verileriyle analiz yapma yöntemi olarakta adlandırılabilir (Güriş, 2018: 16).

1980'li yıllarda başlayıp günümüze kadar devam eden panel veriye karşı artan ilgi, ekonometrik analizin belli modeller kapsamında diğer değişkenlerle olan etkileşimini rahatlıkla gözlemleye yardımcı olmaktadır. Aşağıdaki regresyon modelinde N sayısında bireylerin, T periodlarında zaman serisi baz alınarak analiz yapılmaktadır (Akıncı vd. 2013: 85).

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_k X_{kit} + u_{it}$$
$$i = 1, \dots, N$$
$$t = 1, \dots, T$$

### 3.3.2. Panel Veri Analizinin Avantajları

Panel veri analizinde temel amaç olarak; değişkenlerin birbiriyle olan ilişkisini ve nedensellik ilişkisini açıklamaktır. Ekonometrik modellerde panel veri kullanılması aşağıdaki avantajları beraberinde getirmektedir (Güriş, 2018: 11):

- i. Kullanılan verilerde zaman ve birim baz alınarak tahminleme yapıldığı için, serbestlik derecesi artıp daha az kısıtlayıcılarla tahminleme yapılacağından dolayı yapılan tahminlerin sonuçları daha güvenilir çıkar.
- ii. Tahminler sonucunda alınan çıktılar etkin ve tutarlıdır.
- iii. Panel verilerde analizlerinde kullanılan verilerin heterojenlik kontrolü sağlanabilir.
- iv. Genellikle zaman serisi ya da yatay kesitle yapılan çalışmalarda gözlemlenemeyen değişkenler söz konusu olmaktadır. Bu durum bulguların sapmalı olmasına sebebiyet vermektedir. Panel veri kullanılması durumunda, bulguların sapmalı olma olasılığı da kontrol altına alınmış olur.
- v. Zaman serisiyle yapılan çalışmalar, çoklu doğrusal bağlantı problemini de beraberinde getirmektedir. Panel veri ile tahminlenen sonuçlarda çoklu doğrusal bağlantı problemi ortadan kaldırılmış olur.
- vi. Zaman serisinde ya da yatay kesitte gözlem dışında kalan veya ölçümlenemeyen faktörler panel veri analiziyle yakalanabilir.

### 3.3.3. Panel Veri Analizinin Dezavantajları

Panel veri analizinin yukarıda sayılan avantajlarının yanında dezavantajları da bulunmaktadır. Bu dezavantajlar aşağıdaki şekilde sıralanmıştır (Güriş, 2018: 13):

- i. Panel veri analizinde kullanılmak üzere verilerin toplanması ve verilerin bulunması hususunda zorluk çekilmektedir. Bu sebep nedeniyle araştırılması gereken konunun boyutunun üzerinde daralmaya gidilebilir.

- ii. Panel veri tahminlerinde birim ve zaman boyutu ayrı ayrı tahmin edilerek modelin doğruluğu kontrol edilmelidir.
- iii. Panel veri analizi ile yapılan tahminlerde serbestlik derecesi problemi ortaya çıkmaktadır. Bunun temel sebebi ise zaman boyutunun birim boyutundan kısa olmasıdır.

### 3.4. ANALİZ BULGULARI VE YORUMU

Bu konu başlığı altında, yapılmış olan testlerin teorileri ve analiz bulguları sırasıyla belirtilerek açıklanmıştır.

Modelin seçilmesi ve kurulması; panel veride uygun yöntemin seçilebilmesi zamanın yapısına göre değişiklik göstermektedir. Bu nedenden dolayı dengeli ve dengesiz veri olmak üzere iki ana başlık altında toplanmaktadır. Gözlem sayısında bir kayıp söz konusu ise dengesiz panel veri, söz konusu değil ise dengeli panel veri olarak adlandırılır. Çalışmada yer alan veri setinde herhangi bir gözlem kaybı olmaması nedeniyle dengeli panel veri ile tahmin edilmiştir.

Ayrıca panel veri analizi kullanılırken birim ve zaman etkisi konuları da önem arz etmektedir. Bu etkileri açıklamak gerekirse; yatay kesit içerisinde bulunan birimlerin etkisine birim etkisi adı verilirken zaman boyutunda bulunan dönemlerin etkisine zaman etkisi adı verilmektedir (Güriş, 2018: 6).

Kukla değişken ölçümlenmek istenen nitel verilerin nicel veriye çevrilerek, modele değişken olarak eklenmesi, olarak karşımıza çıkmaktadır. Modelde bir adet kukla değişken olabileceği gibi birden fazla kukla değişken de olabilmektedir. Yapılan bu çalışmada kredi derecelendirme kuruluşlarının yatırım yapılabilir harf puanlarına “1” yatırım yapılamaz harf puanlarına ise “0” verilerek modele eklenmiştir.

Modelin seçilmesinde doğrusal, yarı logaritmik ( doğrusal – logaritmik, logaritmik - doğrusal) ve tam logaritmik olarak ayrı ayrı tahminler yapılarak, tahmin edilen içerisinden en anlamlı olanın doğrusal logaritmik olduğuna karar verilmiştir. FDI ve kuklaların dışında kalan değişkenlerin logaritması alınarak model tahminleri yapılmış, çalışma bu şekilde ilerlemiştir. Çalışılan model aşağıdaki gibi kurulmuş ve STATA 13.0 programı yardımıyla tahmin edilmiştir.

$$FDI_{it} = \beta_1 + \beta_2 LGDP_{it} + \beta_3 LINF_{it} + \beta_4 LTRADE_{it} + \beta_5 LLABORF_{it} + \beta_6 LGFCF_{it} + \lambda_1 KSP_{1t} + \lambda_2 KFITCH_{2t} + \lambda_3 KMOODYS_{3t} + u_{it}$$

Ekonometrik modelin Stata çıktısında 68 gözlem sayımız bulunmaktadır. Modelin genel anlamlılık oranı (F testi kuyruk olasılık değeri)  $0.0000 < 0.05$  olduğundan dolayı anlamsızlığı ifade eden sıfır hipotezi reddedilerek modelin anlamlı olduğuna karar verilmiştir.  $R^2$  determinasyon katsayısı ise 0.6895 olarak tanımlanmıştır. Bu durum sonucunda bağımsız değişkenlerin, FDI bağımlı değişkenini açıklama oranı yaklaşık %69 olarak belirlenmiştir. Değişkenlerin sabit katsayılarına baktığımızda LTRADE, LGFCF, KFITCH ve sabit terimin katsayıları negatif yönlü iken bunların dışında kalan değişkenlerin katsayıları pozitif yönlüdür. Ardından modelin birim ve zaman etkisi test edilmiştir. Test sonucu olarak, modelin zaman etkili olduğu ortaya çıkmıştır.

Tesadüfi Etkili Model; Bu tür modellerde birime ve zamana göre oluşan değişiklikler, hata terimlerinin tüm bileşenleri olarak modele eklenmektedir. Bunun genel nedeni, sabit etkili modellerde bulunan serbestlik derecesinde yaşanan kaybı önlemektir. Tesadüfi etkiler modelinde baz alınan temel unsur, hata terimlerinin birim ve zaman çerçevesinde bulunmasıdır (Pazarlıoğlu ve Kiren Gürler, 2007: 38).

Tesadüfi etkiler modeli aşağıdaki gibi tahmin edilmiş, tahmin edilen modelin ekonometrik göstergeleri Tablo - 14'de gösterilmiştir:

Tablo - 14 : Tesadüfi Etkili Model

FDI	Coef.	Std. Err	t	P> t
LGDP	3.74e+10	6,90E+09	5,43	0.000
LINF	4.19e+09	1,87E+09	2,24	0.0025
LTRADE	-8,56E+09	4,77E+09	-1,8	0.072
LLABORF	4.58e+09	1,50E+09	3,06	0.002
LGFCF	-1,91E+09	6,07E+09	-3,14	0.002
KSP	4.80e+09	3,84E+09	1,25	0.212
KFITCH	-2,39E+09	3,58E+09	-0,67	0.506
KMOODYS	2.11e+09	3,21E+09	0,66	0.510
_cons	-5,67E+11	8,52E+10	-6,66	0.000
sigma_u	0			
sigma_e	5,44E+12			

Model tesadüfi etkiler olarak tahmin edildiğinde prob > F değeri 0.000 olarak çıkmaktadır. Bu değer 0.05'den küçük olduğu için model genel olarak anlamlıdır. LGDP, LINF, LLABORF, LGFCF ve sabit terim 0.05'den küçük olduğu için anlamlı bulunmuştur. Bunların dışında kalan LTRADE, KSP, KFITCH, KMOODYS değişkenlerinin  $P > |t|$  değeri 0.05'den büyük olduğu için anlamsız çıkmaktadır.

Sabit Etkili Model; Birimler ve zaman baz alınarak katsayılarının değiştiğini varsayan modellerin tümüne denilmektedir. Bir başka ifadeyle zaman ve birim zemininde eğim katsayılarının değişmediği, sabit katsayının değişim gösterdiği panel veri modellerine sabit etkili model adı verilmektedir (Şener, 2017: 212).

Sabit etkili model; bağımlı ve bağımsız değişkenlerimizle tahmin edildiğinde model aşağıda bulunan Tablo - 15'da gösterilmiştir:

Tablo - 15: Sabit Etkili Model

FDI	Coef.	Std. Err	t	$P >  t $
LGDP	-1,51E+10	1,35E+10	-1,12	0,266
LINF	1,72E+09	1,75E+09	0,98	0,0329
LTRADE	6,86E+09	5,73E+09	1,2	0,237
LLABORF	-6,10E+09	1,52E+10	-0,4	0,69
LGFCF	2,27E+10	1,07E+10	2,13	0,037
KSP	7,96E+08	5,57E+09	0,14	0,887
KFITCH	1,98E+08	4,00E+09	0,05	0,961
KMOODYS	6,91E+08	3,76E+09	0,18	0,855
_cons	-8,70E+10	2,33E+11	-0,13	0,71
sigma_u	1,30E+10			
sigma_e	5,44E+09			
Rho	0,85020932			

F test that all $u_i = 0$	$F(3, 56) = 7$
Prob>F = 0,0004	

Sabit etkili modelde Prob > F değeri 0.05'den küçük olduğu için model genel olarak anlamlı çıkmaktadır. Meksika, Endonezya, Güney Kore ve Türkiye olmak üzere 4 birim verisi ve 2000-2016 yılları arasındaki 17 zaman verisiyle toplamda 68 gözlem sayısı kullanılarak model tahmin edildiğinde bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkendeki etkisi yukarıda bulunan Tablo - 15'de gösterilmektedir.  $P > |t|$  sütunu bağımsız değişkenlerin anlamlılık oranını ifade etmekle birlikte 0.05'den küçük olanlar anlamlı, 0.05'den büyük olanlar anlamsız olduğu anlaşılmaktadır. Buna göre

LINF, LGFCF ve sabit terimin dışında kalan değişkenler istatistiksel olarak anlamsız çıkmaktadır.

Hausman Testi; Bu test, sabit etkili veya tesadüfi etkili modellerden hangisiyle devam edilmesi gerektiğini gösteren testler arasında yer almaktadır. Hausman testiyle tesadüfi etkili modelde yer alan hata terimlerinin modelde yer alan değişkenlerle ilişkili olup olmadığı sonucuna varılmaktadır (Pazarlıoğlu ve Kiren Güler, 2007: 39).

Hipotezler şunlardır;

$H_0$  : Tesadüfi etkili modeldir

$H_a$  : Tesadüfi olmayan etkili modeldir (Sabit etkili model)

Tablo - 16: Hausman Testi

	(b) FE	(B) RE	(b-B) Difference	$\sqrt{\text{diag}(V_b - V_B)}$ S.E
LGDP	-1,51E+10	3,74E+10	-5,25E+10	1,16E+10
LINF	1,72E+09	4,19E+09	-2,47E+09	-
LTRADE	6,86E+09	-8,56E+09	1,54E+10	3,19E+09
LLABORF	-6,10E+09	4,58E+09	-1,07E+10	1,52E+10
LGFCF	2,27E+10	-1,91E+10	4,18E+10	8,75E+09
KSP	7,96E+08	4,80E+09	-4,01E+09	4,03E+09
KFITCH	1,98E+08	-2,39E+09	2,58E+09	1,79E+09
KMOODYS	6,91E+08	2,11E+09	-1,42E+09	1,97E+09
b = constant under $H_0$ and $H_a$ ; obtained from xtreg				
B = inconsistent under $H_a$ , efficient under $H_0$ ; obtained from xtreg				
Test : $H_0$ : difference in coefficients not systematic				
Chi2 (8) = $(b-B)' [(V_b - V_B)^{-1}] (b-B)$				
= 21,83				
Prob > chi2 = 0,0052				
(V_b - V_B is not positive definite)				

Tablo - 16'da parametre katsayıları, standart hataları, Hausman ki-kare test istatistiği sonucu bulunmaktadır. Kuyruk olasılık değeri 0.05'den küçük (Prob: 0.0052 < 0.05) olduğu için sıfır hipotezi reddedilerek alternatif hipotez reddedilememektedir. Bu sonuçlar doğrultusunda tesadüfi etkili model varsayımlarının sağlanmaması, Genişletilmiş En Küçük Kareler Yöntemi tahmincisinin yansızlık ve tutarlılık unsurlarını barındırmaması nedeniyle sabit etkili model ile çalışılması kararına varılmıştır.



Panel Veri Varsayımları; Panel veri tahmin sonuçlarında sapmasızlık, etkinlik, tutarlılık ve yeterlilik özellikleri aranmaktadır. Bu özelliklerin sağlanabilmesi için varsayımlarda sapma olmaması gerekmektedir. Varsayımların herhangi birinde sapma olması halinde, karşılaşılan sapmanın düzeltilmesi gerekmektedir. Aksi takdirde elde edilen tahmin sonuçları tutarlılık ve sapmasızlık özelliklerini kaybetmekte ve elde edilen sonuç doğruyu yansıtmamaktadır. Bu varsayımlar aşağıdaki gibi gösterilmektedir:

- i. Sabit Varyans Olması
- ii. Otokorelasyon Olmaması
- iii. Yatay Kesit Bağımlılığı Olmaması
- iv. Hata Terimlerinin Normal Dağılıması

Sabit Varyans Sınaması; Değişen varyans testi uygulanarak, hata terimlerinde sabit varyans varsayımının karşılanıp karşılanmadığı test edilmektedir. Buna göre sabit varyans varsayımının karşılanmadığı durumda regresyon modelinin katsayıları tutarlılık özelliğini koruyacak fakat tahmin edilen sonuçlar etkinlik özelliğini kaybedecektir. Elde edilen standart hatalar ise sapmasızlık özelliğini yitirecektir. Değişen varyans probleminin bulunması durumunda, düzeltilmesi için dirençli (robust) standart hatalar üretilerek çözümlene yapılmalıdır.

Değişen varyans problemi sembolik olarak aşağıdaki şekilde gösterilmektedir:

$$E(\epsilon_{it}^2) \neq \sigma_{\epsilon}^2$$

Sabit etkili panel veri analizinde, değişen varyans probleminin sınanmasında, değiştirilmiş Wald testi kullanılmaktadır. Aşağıda bulunan Tablo - 17'de Değiştirilmiş Wald testi sonuçları gösterilmektedir:

Tablo - 17 : Değişen Varyans Testi

Modified Walt test for groupwise heteroskedasticity in fixed effect regression model
H0 : $\sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i
Chi2 (4) = 42.13 Prob > chi2 = 0.0000

Değiştirilmiş Wald Testi hipotezleri şunlardır;

$$H_0: \sigma_1^2 = \sigma^2$$

$$H_0: \sigma_1^2 \neq \sigma^2$$

Tablo - 17'de bulunan değiştirilmiş Wald testi olasılık değeri 0.0000 olarak bulunmuştur. Bu çıkan 0.05 anlam düzeyinden küçük olmasından dolayı sıfır hipotezi reddedilerek modelde değişen varyans problemi olduğu sonucuna varılmıştır. Bu problemin düzeltilebilmesi için dirençli (robust) standart hatalar tanımlanmıştır. Aşağıda bulunan Tablo - 18'de dirençli (robust) standart hataların sonuçları yer almaktadır:

Tablo - 18: Dirençli (Robust) Standart Hatalarının Elde Edilmesi

FDI	Robust S.E	Std. Err
LGDP	0,04478	-0.18
LINF	9.03e+07	-1.58
LTRADE	2.53e+07	-0.00
LLABORF	4.170.646	1 ,23
LGFCF	0.166563	0.29
KSP	8.48e+09	-0.27
KFITCH	5.56e+09	-0.08
KMOODYS	1.82e+09	-0.51
_cons	1.70e+10	-0.77

Otokorelasyon sınaması; Otokorelasyon probleminin düzeltilmemesi durumunda tahmin edilen regresyon katsayıları tutarlılık özelliğini koruyacak fakat etkinlik özelliğini yitirecektir. Ayrıca ulaşılan standart sapmalar, sapmasızlık özelliğini sağlamayacaktır.

Baltagi Wu (1999) sabit ve tesadüfi etkili modeller için kullanılabildiği gibi dengesiz panel veri analizinde de kullanılabilmektedir. Baltagi Wu LBI testi ile otokorelasyon sınaması gerçekleştirilmiş ve Tablo - 19'da sonuçları yer almaktadır.

Otokorelasyon testine ilişkin hipotezler şunlardır;

$H_0$  : 1. mertebe otokorelasyon yoktur

$H_a$  : 1. mertebe otokorelasyon vardır

Tablo - 19: Otokorelasyon Testi

FDI	Coef.	Std. Err	t	P> t
LGDP	-8,47E+09	1,55E+10	-0,55	0,586
LINF	3,12E+09	2,33E+09	1,34	0,186
LTRADE	9,07E+09	6,65E+09	1,36	0,178
LLABORF	-7,58E+09	1,70E+10	-0,45	0,658
LGFCF	1,85E+10	1,19E+10	1,55	0,128
KSP	-8,57E+09	7,60E+09	-1,13	0,264
KFITCH	-3,42E+08	4,06E+09	-0,08	0,933
KMOODYS	9,55E+08	3,60E+09	0,26	0,792
cons	-1,38E+11	2,22E+11	-0,62	0,536
sigma_u	1,37E+10			
sigma_e	5,28E+09			
rho_fov	0,87134597			
rho_ar	1,93E-01			

F test that all $u_i = 0$ $F(3,52) = 5.41$ Prob > F = 0.0026
modified Bhargava et al. Durbin- Watson = 1.646088
Baltagi - Wu LBI = 1.8155072

Yukarıda bulunan Tablo - 19'un sonunda yer alan Durbin-Watson ve Baltagi-Wu LBI test sonuçlarının ikiye yakın olması nedeniyle sıfır hipotezi reddedilememekte ve modelde birinci mertebe otokorelasyon probleminin olmadığı sonucuna varılmaktadır.

Yatay Kesit Bağımlılık Sınaması; Panel veri analizinde hata terimlerinin bağımsızlık özelliğini karşılaması beklenmektedir. Aksi takdirde elde edilen tahminin güvenilirliği azalmaktadır. Bu nedenden dolayı yatay bağımlılık sınaması yapılmaktadır. Yatay bağımlılık sınamasında Breusch – Pagan Lagrange Çarpımı Testi kullanılmaktadır. Bu teste göre Tablo - 20'deki sonuçlar elde edilmiştir ve yatay Bağımlılık Testi hipotezleri aşağıdaki gibi kurulmuştur;

$H_0$  :  $\rho_{ij} = \rho_{ji} = 0$  (Yatay kesit bağımlılığı bulunmamaktadır)  $i \neq j$

$H_a$  :  $\rho_{ij} \neq \rho_{ji} \neq 0$  (Yatay kesit bağımlılığı bulunmaktadır) bazı  $i \neq j$

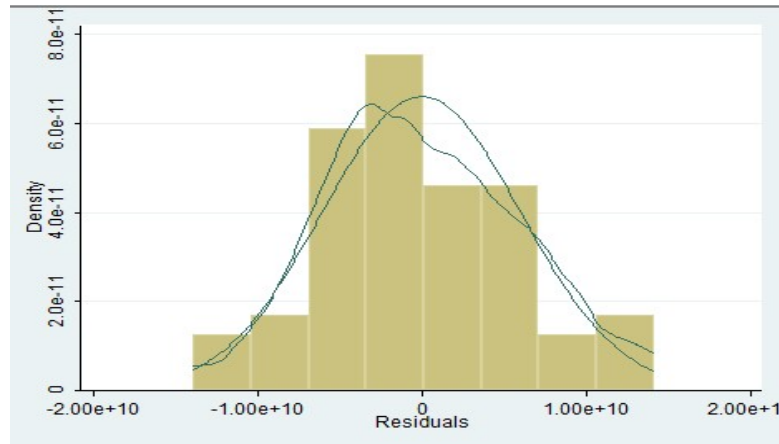
Tablo - 20 : Yatay Kesit Bağımlılık Testi

	e1	e2	e3	e4
e1	1			
e2	-0,1942	1		
e3	0,1209	0,1136	1	
e4	-0,265	-0,3996	0,0878	1
Bruesch-Pagan LM test of independence				
Chi2(6) = 5.149 Pr = 0.5249				
Based on 17 complete observations over panel units				

Tablo - 20'deki sonuçlar incelendiğinde kuyruk olasılığı değeri 0.5249 olmakla birlikte %5 anlam düzeyinden büyük olduğu için sıfır hipotezi reddedilemeyerek yatay kesit bağımlılığı bulunmadığı anlaşılmaktadır.

Hata Terimlerinin Normallik Sınaması; Bir diğer varsayım olan hata terimlerinin normal dağılması Grafik - 15'de gösterilmiştir. Bu varsayımın sınanmasında Jarque – Bera normallik testi kullanılmıştır. Bu teste göre çıkan JB istatistik değeri 1.372 olarak bulunmuş ve ki- kare değeri ise 0.5035 çıkmıştır. Elde edilen bu sonuçlara ve aşağıdaki grafiğe göre hata terimlerinin normallik sınaması varsayımı yerine getirilmiştir.

Grafik - 15: Normallik Testi



Birim Kök Analizi; Bir ekonometrik model tahmin edilirken serinin durağan olması elde edilecek sonuçların doğruluğunu yansıtmaktadır. Eğer seri durağan değilse, uzun dönem ortalamasını içerisinde barındıramamakta ve zaman sonsuza doğru yaklaşırken aynı anda varyans değeri de sonsuza doğru gitmektedir. Panel veri analizinde birim kök testi uygulamak için Fisher Tipi: Maddala Wu ve Choi, Breitung,

Levin Lin& Chu ve Im Pesaran ve Shin testleri uygulanmaktadır. Bu testlerin temel zemininde Dickey – Fuller ve ADF (Genişletilmiş Dickey- Fuller) oturmaktadır (Güven ve Mert, 2016: 140).

Birim kök analize geçilmeden öncesi homojenlik testi uygulanmış olup uygulanan bu teste göre kuyruk olasılık değeri 0.05’den büyük çıkmaktadır. Birinci dereceden farkları alınan verilerin homojen bir dağılım gösterdiği ortaya çıkmıştır. Tablo 21’de Birim kök analizini içeren sonuçlar bulunmaktadır. Buna göre serilerin birinci farkları alınarak Levin, Lin & Chu; Im, Pesaran ve Shin; Fisher Genişletilmiş Dickey – Fuller; Fisher Phillips ve Peron ; Breitung testleri ile test edilmiştir.

Birim kök analiziyle ilgili hipotezler şunlardır;

$H_0$  : Panel birim kök vardır

$H_a$  : En az bir panel durağandır

Tablo - 21: Birim Kök Analizi

Trend Eklenmemiş(1)					Trend Eklenmiş(2)				
	D1					D1			
FDI	Statistic	Prob	CS	Obs	FDI	Statistic	Prob	CS	Obs
Levin, Lin & Chu t*	-7,11	0.000	4	59	Levin, Lin & Chu t*	-6,394	0.000	4	59
Im, Pesaran and Shin W-stat	-5,4526	0.000	4	59	Breitung t-stat	-0,76	0,0224	4	55
ADF - Fisher Chi-square	39,931	0.000	4	59	Im, Pesaran and Shin W-stat	-4,071	0.000	4	59
PP - Fisher Chi - square	49,821	0.000	4	60	ADF - Fisher Chi-square	29,317	0,0003	4	59
					PP - Fisher Chi - square	30,652	0,0002	4	60

Trend Eklenmemiş(1)				
	D1			
LGDP	Statistic	Prob	CS	Obs
Levin, Lin & Chu t*	-5,056	0.000	4	60
Im, Pesaran and Shin W-stat	-4,0877	0.000	4	60
ADF - Fisher Chi-square	29,774	0,0002	4	60
PP - Fisher Chi - square	28,982	0,0003	4	60

Trend Eklenmiş(2)				
	D1			
LGDP	Statistic	Prob	CS	Obs
Levin, Lin & Chu t*	-6,689	0.000	4	59
Breitung t-stat	-2,169	0,015	4	55
Im, Pesaran and Shin W-stat	-4,274	0.000	4	59
ADF - Fisher Chi-square	29,889	0,0002	4	59
PP - Fisher Chi - square	41,044	0	4	60

Trend Eklenmemiş(1)				
	D1			
LGFCF	Statistic	Prob	CS	Obs
Levin, Lin & Chu t*	-4,3445	0.000	4	60
Im, Pesaran and Shin W-stat	-3,9742	0.000	4	60
ADF - Fisher Chi-square	29,236	0,0003	4	60
PP - Fisher Chi - square	29,163	0,0003	4	60

Trend Eklenmiş(2)				
	D1			
LGFCF	Statistic	Prob	CS	Obs
Levin, Lin & Chu t*	-5,178	0.00	4	59
Breitung t-stat	-1,654	0,049	4	55
Im, Pesaran and Shin W-stat	-3,783	0,0001	4	59
ADF - Fisher Chi-square	26,,8805	0,0007	4	59
PP - Fisher Chi - square	40,426	0.000	4	60

Trend Eklenmemiş(1)				
	D1			
LINF	Statistic	Prob	CS	Obs
Levin, Lin & Chu t*	-7,1277	0.000	4	60
Im, Pesaran and Shin W-stat	-6,3263	0.000	4	60
ADF - Fisher Chi-square	45,417	0.000	4	60

Trend Eklenmiş(2)				
	D1			
LINF	Statistic	Prob	CS	Obs
Levin, Lin & Chu t*	-5,271	0.000	4	58
Breitung t-stat	-2,685	0,0036	4	54
Im, Pesaran and Shin W-stat	-4,573	0.000	4	58

PP - Fisher Chi – square	60,034	0.000	4	60
--------------------------	--------	-------	---	----

ADF - Fisher Chi-square	31,968	0,0001	4	58
PP - Fisher Chi - square	55,881	0.000	4	60

Trend Eklenmemiş(1)

LLABORF	D1			
	Statistic	Prob	CS	Obs
Levin, Lin & Chu t*	-4,2281	0.000	4	60
Im, Pesaran and Shin W-stat	-3,2665	0,0005	4	60
ADF - Fisher Chi-square	24,72	0,0017	4	60
PP - Fisher Chi – square	24,553	0,0019	4	60

Trend Eklenmiş(2)

LLABORF	D1			
	Statistic	Prob	CS	Obs
Levin, Lin & Chu t*	-4,861	0.000	4	60
Breitung t-stat	-3,911	0.000	4	56
Im, Pesaran and Shin W-stat	-3,017	0,0013	4	60
ADF - Fisher Chi-square	21,793	0,0053	4	60
PP - Fisher Chi - square	24,418	0,0019	4	60

Trend Eklenmemiş(1)

LTRADE	D1			
	Statistic	Prob	CS	Obs
Levin, Lin & Chu t*	-7,5626	0.000	4	58
Im, Pesaran and Shin W-stat	-5,7714	0.000	4	58
ADF - Fisher Chi-square	42,466	0.000	4	58
PP - Fisher Chi – square	55,556	0.000	4	60

Trend Eklenmiş(2)

LTRADE	D1			
	Statistic	Prob	CS	Obs
Levin, Lin & Chu t*	-6,782	0.000	4	58
Breitung t-stat	-3,742	0.0001	4	54
Im, Pesaran and Shin W-stat	-4,298	0.000	4	58
ADF - Fisher Chi-square	30,623	0,0002	4	58
PP - Fisher Chi - square	41,728	0.000	4	60

Yukarıda bulunan Tablo – 21’de , birim kök analiz sonuçlarına göre, tüm kuyruk olasılık değerleri incelendiğinden 0.05 anlam düzeyinden düşük olduğu görülmektedir. Bu nedenden dolayı sıfır hipotezi reddedilerek alternatif hipotez reddedilememektedir. Sonuç olarak birinci farkları alınan FDI, LGDP, LGFCF, LINF, LTRADE, LLABORF değişkenlerinin durağan oldukları gözlenmektedir. Kukla değişkenlerin birinci farkları alınamadığından ve birim kök analizi yapılamadığından dolayı tabloya görsel olarak dahil edilmemiştir.

Panel Eşbütünleme Analizi; Değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkiyi açıklayabilmek için zaman serilerinde olduğu gibi panel veri serilerinde de eşbütünleme testi kullanılmaktadır. Eş bütünleme testleri arasında Pedroni ve Kao eşbütünleme testleri yer almaktadır. Bu çalışmada Kao panel eşbütünleme testi kullanılarak model tahmin edilmiştir. Kao eşbütünleme testi, Dickey – Fuller ve Genişletilmiş Dickey – Fuller (ADF) tipi test zeminine oturturulmuştur.

Kao eş bütünleme testine ait hipotezler şunlardır;

$H_0 : \rho = 1$  ( Eşbütünleme yoktur)

$H_a : \rho < 1$  ( Eşbütünleme vardır)

Sıfır hipotezinde bulunan “eşbütünleme yoktur” açıklaması uzun dönem ilişkinin olmadığını belirtmektedir. Alternatif hipotez ise; uzun dönem ilişkinin var olduğu belirtilmektedir.

Tablo - 22: Kao Eşbütünleme Testi ( Hata Terimleri )

	t-Statistic	Prob
ADF	-3,353424	0,0004

Residual Variance	3,86E+19
HAC Variance	1,20E+19

Augmented Dickey - Fuller Test Equation	
Dependent Variable	D(Resid)
Method	Least Squares
Sample	2001 – 2016
Included obs	64



Variable	Coefficient	S.E	t-Statistic	Prob
Resid(-1)	-0,896803	0,128312	-6,989257	0.000

R-squared	0,4367	Mean dependent var	39798209
Adj. R-squared	0,4367	S.D. Dependent var	6,58E+09
S.E of regression	4,94E+09	Akaike info criterion	47,49275
Sum squared resid	1,53E+21	Schwarz criterion	47,52648
Log likelihood	-1518,768	Hannan- Quinn criter	47,50604
DW	1,8204		

Tablo - 22’de bulunan sonuçlara göre Kao test istatistiği sonucu -3,353424 olarak bulunmuştur. Kuyruk olasılık değeri ise 0.0004 olup eşbütünlemenin olmadığını ifade eden sıfır hipotezi reddedilerek eşbütünlemenin olduğu sonucuna ulaşılmış ve böylece değişkenler arasında uzun dönemli ilişkinin olduğu kararı verilmiştir.

Granger Nedensellik Testi; Panel veri analizinde seçilen iki değişkenin arasındaki ilişkinin gecikmeli olarak nedensellik ilişkisinin kurulduğu testtir. Granger nedensellik testinde değişkenler bağımlı ve bağımsız değişken olarak kategorize edilmemektedir. Değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisi eşanlı şekilde test edilmektedir.

Granger nedensellik testinin hipotezleri şunlardır;

$H_0$  : İki değişken arasında nedensellik yoktur

$H_a$  : İki değişken arasında nedensellik vardır

Tablo - 23 : Granger Nedensellik Testi

Sample 2000-2016 Lags:1			
Null Hypothesis	Obs	F-statistic	Prob
KFITCH does not Granger Cause FDI	64	0,02774	0,8683
KMOODYS does not Granger Cause FDI	64	0,29922	0,5864
KSP does not Granger Cause FDI	64	0,42317	0,5178

Tablo - 23'te Granger Nedensellik testi uygulanmıştır ve sonuçlar yukarıdaki gibi çıkmıştır. Çıkan bu sonuçlara göre Fitch kredi derecelendirme kuruluşunun FDI üzerindeki nedensellik testi kuyruk olasılığı 0.8683, Moody's kredi derecelendirme kuruluşunun FDI üzerindeki nedensellik testi kuyruk olasılığı 0.5864 ve son olarak Standart&Poor's kredi derecelendirme kuruluşunun FDI üzerindeki nedensellik testi kuyruk olasılığı 0.5178 olarak bulunmuştur. Kuyruk olasılık değerlerinin 0.05'den küçük olmaması nedeniyle sıfır hipotezi her bir kredi derecelendirme kuruluşu puanları için reddedilememektedir. Değişkenlerin sadece birinci farklarına değil ikinci ve diğer farkları alınarak da test edildiğinde sıfır hipotezinin reddedilemediği ortaya çıkmıştır.

## SONUÇ

Yabancı sermaye iki farklı yolla ülkeye gelmektedir. Bundan ilki sıcak para girişlerinin yapıldığı kısa vadeli yabancı yatırımlar, ikincisi ise ülke sınırları içerisinde tesis kurarak ya da şirket evlilikleri gerçekleştirerek yapılan uzun vadeli sermaye akımlarıdır. Kısa vadeli yabancı yatırımlar, portföy yatırımları olarak anılırken uzun vadeli yabancı yatırımlar, doğrudan yabancı sermaye yatırımları olarak anılmaktadır. Bir yabancı yatırımcı bulunduğu ülke sınırları içerisinde üretim yapmak yerine gerek hammaddeye yakınlık gerekse işgücünün ucuz olduğu yerleri tercih etmektedir. Gelişmekte olan ülkeler, bu nedenden yabancı sermaye sahiplerinin tercihleri arasında yer almaktadır. Yabancı sermaye sahipleri, gelişmekte olan ülkeleri yatırım yapılacak saha olarak seçerken üç kriteri dikkate almaktadır. Bu kriterler ekonomik, sosyal ve yerel faktörler şeklinde kendini göstermektedir.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına yön veren kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkelere verdiği puanlar, piyasada bulunan aktörler için önem arz etmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşları ülke derecelendirmesini yaparken ekonomik, sosyal ve politik faktörleri dikkate almaktadır. Bunların yanı sıra ülkelerin geçmiş verilerinden yararlanarak geleceğe yönelik tahminlerde bulunmaktadır.

Kredi derecelendirme kuruluşları ve doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına ilişkini yapılan çalışmalarda, KDK'ların verdikleri puanların doğruyu yansıtmadığı ve tutarlı olmadığı ortaya koyulmuştur. Erkan ve Demircioğlu (2011) Türkiye'ye yatırım yapan yabancı sermaye sahiplerinin kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği puanları dikkate almadığını belirtmiştir. Demir ve Eminer (2014) derecelendirme kuruluşlarının şeffaf ve adil bir puanlama yapmadığı ve bunun sonucunda 2008'de yaşanan ve tüm dünyayı etkisi altına alan Mortgage Krizi'ne sebep olduklarını belirtmiştir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının analizleri, yabancı sermaye sahiplerine danışmanlık yapan ekonomistler tarafından da, yatırım yapılması düşünülen ülkenin makro ekonomik verilerini elde edilerek analiz edebilir ve yorumlayabilir.

2000 – 2016 yılları arasında yaşanan Enron Krizi, Lehman Brothers şirket iflası ve Mortgage kriziyle birlikte KDK'lar bir çok eleştiri almıştır. Bu eleştiriler içerisinde, yapılan derecelendirmelerin objektif olmadığına ilişkin iddialar ortaya atılmıştır. Bu

durum gerek yatırımcıları gerekse yatırıma ev sahipliği yapan ülkeleri doğrudan etkilemektedir. Ayrıca üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun oligopolistik yapıda olmaları da, eleştirilen konular arasında yer almaktadır.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerinde etkisini panel veri yöntemiyle araştıran bu çalışma için oluşturulan modelde, MIST ülkelerine verilen kredi puanlarının yatırım yapılabilir seviyelerine “1”; yatırım yapılamaz seviyelerine ise “0” değeri verilerek kukla değişken kullanılmıştır. Yatay kesit ve zaman serisi verileri kullanıldığından panel veri analizi tercih edilmiş; sırasıyla, doğrusal model, yarı logaritmik model ve tam logaritmik model tahmin edilmiştir. Bu üç model arasında determinasyon katsayısı en yüksek çıkan ve değişkenlerin anlamlılık oranları en iyi olan yarı logaritmik modelle çalışma sürdürülmüştür. Hausman Testi yardımıyla sabit etkili model ve tesadüfi etkili model arasında tercih yapılmış; elde edilen test istatistiği sonucuna göre sabit etkili modelle devam edilmiştir. Panel veri analiz varsayımları sınarak birim kök analizi, eşbütünlük ve nedensellik testi uygulanmıştır. Analiz için 2000 – 2016 dönemine ait, FDI, GDP, INF, LABORF, GFCF verileri Dünya Bankası'nın internet sitesinden elde edilmiştir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının MIST ülkelerine verdiği puanların doğrudan yabancı sermayeye etkisi araştırıldığında, çıkan Granger Nedensellik test istatistiği sonuçları dikkate alındığında, 2000 – 2016 dönemleri arasında, verilen puanların doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının nedeni olmadığı ortaya çıkmıştır. Bunun sebebi kredi derecelendirme kuruluşlarının seçilen dönem içerisinde ülkeleri yada şirketleri eleştirilecek şekilde puanlamış olmaları, kredi puanlarına duyulan güvenin azalması, analizlerinde doğruyu yansıtmadıkları ve krize sebep olmaları düşüncesi var olmaktadır. Bunun yanı sıra kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri puanların dışında ülkelerin CDS primleri de yabancı sermaye sahipleri için önem arz etmektedir. Yatırımcı, yatırım kararı alırken sadece verilen kredi notlarına bakmamaktadır.

Kredi derecelendirme kuruluşları, kaybettikleri güvenlerini tekrardan kazanması gerekmektedir. Ülkeleri ya da şirketleri derecelendirirken objektif, tarafsız, tutarlı, şeffaf davranmalıdır. Piyasadaki aktörlere bilgi akışı sağlamakta yetersiz kalmamalı, olası riskleri belirlemede daha etkin olmalıdır. Her ülke kendi milli kredi

derecelendirme kuruluşunu kurmalı, ulusal ve uluslararası piyasadaki aktörlere bilgi transferleri sağlaması gerekmektedir.



## KAYNAKÇA

- Acar, Merve (2016). "Doğrudan Yabancı Sermayenin Ekonomik Büyümeye Etkisi: Türkiye Örneği". Kastamonu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi (13) : 92-105.
- Agarwal, J. (1980). "Determinants of Foreign Direct Investment; A Survey". Weltwirtschaftliches 116 (4) : 739-773.
- Akay, Beyhan, Mehmet Zambak ve Şebnem Arık, (2014). "Doğrudan Yabancı Yatırımları Belirleyen Faktörler: Yükselen Piyasalar Örneği". Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 14 (2) : 97-110.
- Akbulut, M. (2009). "Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları; Büyüme ve İstihdam İlişkisi". Karaman, Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi.
- Akçayır, Ömer ve Zafer Yıldız, (2014). "Kredi Derecelendirme Notlarının Uluslararası Standardizasyonu ve Türkiye Analizi (1992-2013)". Akademik Bakış Dergisi, Uluslararası Hakemli Sosyal Bilimleri E- Dergisi (40) : 1-21.
- Akıncı, Gönül Y. , Merter Akıncı ve Ömer Yılmaz, (2013 ). "İktisadi Küreselleşme ve Finansal Özgürlükler Arasındaki İlişki: Bir Panel Veri Analizi". Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi (9) : 80-99.
- Akyol, Derya (2013). "Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Makroekonomik Etkileri; Türkiye ve Brezilya Karşılaştırılması". Atılım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi
- Alagöz, Mehmet, Savaş Erdoğan ve Nurgül Topallı, (2008)." Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Ekonomik Büyüme; Türkiye Deneyimi 1992-2007". Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 7(1) : 79-89.
- Ayaydın, Hasan (2010). "Doğrudan Yabancı Yatırımlar İle Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkinin İncelenmesi: Türkiye Örneği". Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi (26) : 133-145.
- Ayaz, M. Süheyb (2013). "Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları; Eleştirel Bir Bakış." Bilge Adam Stratejik Araştırmalar Merkezi: www.bilgesam.org (18.03.2019.)
- Aykan, Candemir. (2009). "Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarını Etkileyen Faktörler". Ege Akademik Bakış, 9 (2) : 659-675.
- Balıkçıoğlu, Eda. (2013). "Ülkelerin Finansal Açısından Kredi Notlarını Etkileyen Faktörler ve Kurallı Maliye Politikasının Etkisi; 2000 Sonrası Dönem Türkiye'de Uygulanan Maliye Politikalarının Kredi Notları Üzerindeki Etkisinin Karşılaştırmalı Analizi". Ankara: Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi.

- Batmaz, Nihat ve Sevinç Tekeli, (2009). Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkileri. Denizli: Ekin Yayınevi.
- Bayar, Yılmaz ve Ömer Faruk Öztürk, (2016). "Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Girişlerinin Belirleyicileri Üzerine Bir Literatür İncelemesi". International Journal of Applied Economic and Finance Studies, I (I) : 60-85.
- Bayraktar, Fulya (2003). "Dünyada ve Türkiyede Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları". Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş. Genel Araştırmalar, I (I) : 1-82.
- Bayraktar, F. (2003). "Dünya'da ve Türkiye'de Yabancı Yatırımları". Türkiye Kalkınma Bankası AŞ. Genel araştırmalar GA/03-1-1 Araştırma Müdürlüğü.
- Bocutoğlu, Ersan (2015). "Kredi Derelendirme Kuruluşları ve 2007 Küresel Finansal Krizi". Hak-İş Uluslararası Emek ve Toplum Dergisi 4-4 (10) : 67-113.
- Bostancı, Murat Can (2012). "Küresel Krizin Dinamikleri ve Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Kredibilitesi". Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi.
- Broadman, Harry G. (2005). From Disintegration to Reintegration " Eastern Europe and The Former Soviet Union in International Trade". The World Bank.
- Bulut, Erol ve Çağrı Coşkun, (2015). "Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Yerli Yatırımlar Üzerine Etkileri: Türkiye Uygulaması". Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 8 (4) : 1-27.
- Büyükşalvarcı, Ahmet (2007). "Türkiye'de Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Bankacılık Sektörü Örneği (1990-2005)". Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi Konya.
- Cantor, Richard ve Frank Packer, (1996). "Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings". FRBNY Economic Policy Review, 37-53. [https://faculty.nps.edu/relooney/3040\\_2.pdf](https://faculty.nps.edu/relooney/3040_2.pdf)
- Caves, Richard. (1974). "Causes of Direct Investment; Foreign Firms Share in Canadian and United Kingdom Manufacturing Industries". The Review of Economics and Statistics 56 (3) : 276-293.
- Cömert, Faruk (1998). "Yabancı Sermayenin Dünü Bugünü ve Geleceği". Hazine Dergisi (12).
- Çelik, Faik (2014). Kredi Talepleri. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Çiftçi, Alperen Tuğrul (2019). "Kredi Derecelendirme Notlarının Finansal Piyasalara Etkileri Borsa İstanbul Endeksleri Üzerine Bir Olay Analizi". Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi,
- Çinko, Levent (2009). "Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Etkileri". İstanbul: Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi (XXCI), 1.
- Demir, Murat ve Fehiman Eminer, (2014). "Kredi Derecelendirme Kuruluşları Üzerine Düşünceler". LAÜ Sosyal Bilimler Dergisi V:II.

- Demir, Y. "Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Olan Etkisinin Türkiye Bağlamında Test Edilmesi." MUFAD Journal (34) <http://journal.mufad.org.tr/attachments/article/375/16.pdf>
- Demirel, Özcan (2006). "Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları, Ekonomik Büyüme Etkileri ve Türkiye Uygulaması". Isparta Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
- Determinants, W. I. (1998). UNCTAD. [www.unctad.org](http://www.unctad.org): [https://unctad.org/en/docs/wir1998\\_en.pdf](https://unctad.org/en/docs/wir1998_en.pdf) / 01.10.2018.
- Doğan, Seyhun ve Halil Özekicioğlu, (2005). "Güney Kore ve Türkiye'de Uygulanan IMF Politikaları". C.Ü İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi 6 (1) : 147-176.
- Eğilmez, Mahfi (2016). "Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Türkiye." Kendime Yazılar: <http://www.mahfiegilmez.com/2016/08/dogrudan-yabanc-sermaye-yatrimlar-ve.html> / 01.11.2016.
- Elbasan, Pınar (2011). Bilgesam. Bilgesam: <http://www.bilgesam.org/incele/233/-yeni-bir-uluslararası-olusum--mist/#.XQNwSIgzbIU> / 01.11.2018.
- Emir, Mustafa ve Ahmet Kurtaran, (2005). "Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırım Kararlarında Politik Risk Unsuru." Karadeniz Teknik Üniversitesi İİBF İşletme Bölümü, <https://dergipark.org.tr/en/download/article-file/425947>
- Emir, Mustafa ve Melih Kutlu, (2015). "Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Portföy Yatırımları Volatilitesi Arasında Nedensellik İlişkisi." Dergi Park: <http://dergipark.gov.tr/download/article-file/202067>
- Erdal Tanas Karagöl ve Ülkü Mihçioğur, (2012). "Kredi Derecelendirme Kuruluşları; Alternatif Arayışlar." SETA Raporu <https://www.setav.org/kredi-derecelendirme-kuruluslari-alternatif-arayislar/>
- Eren, Erkan (2010). "Derecelendirme Kuruluşlarının Sorumluluğu". Ankara: Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi.
- Erim, Gizem (2018). "Türkiye Ekonomisine Katkıları Açısından Doğrudan Yabancı Yatırımlar". Konya Ticaret Odası Yayını, Konya
- Erkan, Mustafa ve M. Yaşar Demircioğlu, (2011). "Türkiye'ye Verilen Derecelendirme Notlarının Doğrudan Yabancı Yatırım Girişine Etkisinin Yıllar İtibariyle İncelenmesi". İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2(1): 209-239.
- FitchRatings. (2019). <https://fitchratings.com.tr/tr/> 01.10.2019.
- Göcen, Serdar (2017). "Türkiye'nin 1990-2015 Dönemindeki Ekonomik Performansı Üzerine Bir değerlendirme". Marmara İktisat Dergisi 1(1): 61-76.
- Görmezöz, Kılıç (2007). "Türkiye'ye Doğrudan Gelen Yabancı Sermaye Yatırımlarının İstihdam Üzerindeki Etkileri". T.C. Çalışma ve Sosyal Güvenlik Bakanlığı Uzmanlık Tezi



- Göz, Devlet (2009). "Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Türkiye". Adana: T.C. Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi.
- Güllü, Mustafa ve Harun Yakışık, (2017). "Karbon Emisyonu ve Enerji Tüketiminin Büyüme Üzerindeki Etkilei: MIST ülkeleri Karşılaştırması". Sosyo Ekonomi 25(32) : 239-253.
- Gülmez, Ahmet ve Hilal Gündoğan, (2014). "Uluslararası Politik İktisat Çerçevesinde Kresi Derecelendirme Kuruluşlarının Türkiye Uygulaması". Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırma Dergisi 2 (4) : 65-90.
- Gür, Timur Han ve Hüseyin Öztürk, (2011). "Ülke Riski, Derecelendirme Kuruluşları, Aksaklıklar ve Yeni Düzenlemeler". Sosyo Ekonomi 2/ 110204 <https://dergipark.org.tr/download/article-file/197708>
- Güriş, Selahattin (2018). Uygulamalı Panel Veri Ekonometrisi. İstanbul: DR Yayınları.
- Güven, Sabriye ve Mehmet Mert, (2016). "Uluslararası Turizm Talebinin Eşbütünlüşme Analizi: Antalya İçin Panel ARDL Yaklaşımı". C.Ü İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi 7(1) : 133 - 152.
- Haberler.com. (2011, Mayıs 19). Türkiye'nin de Dahil Olduğu "MİST" Grubunun Geleceği "Parlak": <https://www.haberler.com/turkiye-nin-de-dahil-oldugu-mist-grubunun-gelecegi-2736478-haberi/> 19.05.2011.
- Hasbi, Derya Tütüncü (2012). "Kredi Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Yapılan Not Değerlendirmelerinin Ülke Ekonomileri Üzerine Etkileri; Türkiye Örneği." Aydın: Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi
- Haspolat, Fatih Bahadır (2015). "Ülke Kredi Notlarının Belirleyicileri; Türkiye'nin Kredi Notunun Ülke Karşılaştırmalı Analizi". Kalkınma Bankanlığı Yayın No.2923 Uzmanlık Tezi.
- [https://unctad.org/en/docs/wir1998\\_en.pdf](https://unctad.org/en/docs/wir1998_en.pdf) /01.09.2018.
- İleri, Hüseyin "Ülke Risk Analizi". Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi 1302-4191 sbmyod.selcuk.edu.tr
- Kargı, Bilal (2014). "Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Türkiye'nin Kredi Notu Üzerine Bir İnceleme (1998-2013)". The Journal of Academic Social Science Studies International Journal of Social Science (24) : 351-370.
- Kaya, Abdulkadir ve Yusuf Kahreman, (2017). "Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Etkisi". ETÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi ( ETÜSBED) II(4) : 25-39.
- Kaya, Faruk (2017). "Coğrafi Potansiyelleri Temelinde Türkiye Jeopolitiği ve Dünya Siyasetindeki Yeri". Ağrı İbrahim Çeçen Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi 3(2) : 1-14.

- Kaymak, Hasan (2005). "Yabancı Doğrudan Yatırımları Artırmak için Teşvikler Gerekli ve/veya Yeterli Mi?" Maliye Dergisi (149) : 73-104.
- Kılıçaslan, Harun ve Mücahit Sefer Giter, (2016)." Kredi Derecelendirme ve Ortaya Çıkan Sorunlar". Research Journal of Public Finance 2(1) : 61-81.
- Koyuncu, Fatma Turan (2010). "Türkiye'de Seçilmiş Makroekonomik Değişkenlerin Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Üzerindeki Etkisinin Yapısal Var Analizi:1990-2009 Dönemi". Ekonomi Bilimleri Dergisi Anadolu Üniversitesi 2(1) : 55-62.
- Kurtaran, Ahmet (2007). "Doğrudan Yabancı Yatırım Kararları ve Belirleyicileri". <http://edergi.atauni.edu.tr/ataunisobil/article/viewFile/1020000446/1020000440>
- Melek, Sinem (2011). "Kredi Derecelendirmesi ve Kredi Derecelendirme Sisteminin S&P Sistemiyle Karşılaştırılması". İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi.
- Narin, Gökhan (2007). "Türkiye'ye Gelen Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Özellikleri ve Türkiye Ekonomi Üzerindeki Olası Etkileri". Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimleri Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi
- Organ, İbrahim ve Erdal Berk, (2016). "Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Döviz Kuru İlişkisi ve Türkiye için Tobin Vergisi Tartışması". Econworld Working 2016(005) : 1-14.
- Özcan, Burcu ve Ayşe Arı, (2010). "Doğrudan Yabancı Yatırımların Belirleyicileri Üzerine Bir Analiz Örneği". İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi (12) : 65-88
- Öztürk, L. (2004). "Serbest Bölgedeki Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları; Dünyadaki Uygulamalara Teorik Işığında Bir Bakış". Akdeniz Üniversitesi: [www.akdeniz.edu.tr/ibbf/dergi/sayi07/11Ozturk.pdf](http://www.akdeniz.edu.tr/ibbf/dergi/sayi07/11Ozturk.pdf)
- Pazarlıoğlu, M. Vedat ve Özlem Kiren Gürler, (2007). "Telekomünikasyon Yatırımları ve Ekonomik Büyüme: Panel Veri Yaklaşımı". Finans, Politik & Ekonomik Yorumlar 44 (508) : 35-43
- Sarısoy, İdris ve Selçuk Koç, (2010). "Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Kurumlar Vergisi Gelirleri Üzerindeki Etkisinin Ekonometrik Analizi". Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi 34 : 133-153.
- Selek, Duygu (2009). "Turizm Sektöründe Yabancı Sermaye Yatırımları;1980 Dönemi Sonrası Üzerine Bir İnceleme". Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi.
- Seval, Belkıs (2014, Ekim). Kredi Derecelendirmesi. Lisanslama Sınavları Çalışma Kitapları Kredi Derecelendirme Sınavı.
- Seyidoğlu, Halil (2003). Uluslararası İktisat. İstanbul: Güzem Yayınlar 15.Baskı.
- Seyidoğlu, Halil (2013). Uluslararası İktisat. İstanbul: Beta Yayıncılık 18. Baskı.

- SPK. T.C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu. Mart 19, 2016 tarihinde Sermaye Piyasası Kurulu: <http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&showmenu=yes&menuid=6&pid=10&subid=2&submenuheader=10>
- Sungur, Onur (2015). "2000 Sonrası Türkiye Ekonomisi: Büyüme, Enflasyon, İşsizlik, Borçlanma ve Dış Ticarete Gelişmeler". *Toplum ve Demokrasi* 9 (19-20) : 243-269.
- Şen, S. (2014). "Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Risk Analizi; Moody's Örneği". İstanbul: İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi.
- Şener, Volkan (2017). "Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Not Değişimlerinin Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Üzerindeki Etkiler: Seçilmiş G-20 Ülkeleri İçin Panel Veri Analizi". Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi, Doktora Tezi
- Şerbetçi, Ahmet ve Mahmut Yardımcıoğlu, (2017). "Yükselen Piyasa Ekonomileri ve BRİCS, MİST, Kırılgan Beşli Ülke Gruplarının Değerlendirilmesi". *Journal of Social and Humanities Sciences Research* 4 (9) : 105-122.
- Şişman, Mehmet ve Ozan Öztürk, (2010). "Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Uluslararası Vergi Rekabeti: Bir Literatür Araştırması". *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi* XXIV(II) : 47-75
- Toprak, Ahmet (2016). Endonezya Ülke Profili. İzmir Ticaret Odası Uluslararası İlişkiler Müdürlüğü, [izto.org.tr/](http://izto.org.tr/) 12.11.2016
- Toraman, Cengiz ve M. Fatih Yürük, (2014). "Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Finansal Krizlere Etkileri". *Bitlis Eren Üniversitesi SBE Dergisi* 3(1).
- Tutar, Erdinç, Filiz Tutar ve Mehmet Vahit Eren, (2011). "Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Rolü, Güvenirlilik Açısından Sorgulanması ve Türkiye". *Akademik Bakış Dergisi*, [akademikbakis.org](http://akademikbakis.org)
- Türkay, Kaan (2016). "BİST 100 Endeksi ile BRİCS ve MİST Ülkeleri Borsa Endeksleri Arasındaki Uzun Vadeli İlişkinin İncelenmesi". İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi
- Türkiye Cumhuriyeti Cakarta Büyükelçiliği. (2017, Mart 30). Endonezya Ekonomisi: <http://cakarta.be.mfa.gov.tr/Mission/ShowInfoNote/329347> / 30.03.2017
- Türkiye Cumhuriyeti Dışişleri Bakanlığı. (2018). Türk Ekonomisinin Genel Görünümü: <http://www.mfa.gov.tr/turk-ekonomisindeki-son-gelistmeler.tr.mfa> /01.05.2018
- Türkiye Cumhuriyeti Ticaret Bakanlığı. (2018). Genel Ekonomik Durum: <https://www.ticaret.gov.tr/yurtdisi-teskilati/guney-dogu-asya/endonezya/ulke-profilii/genel-ekonomik-durum> / 02.06.2018

- Türkiye Cumhuriyeti Ticaret Bakanlığı. (2018). Genel Bilgiler: <https://ticaret.gov.tr/yurtdisi-teskilati/dogu-asya/guney-kore-cumhuriyeti/ulke-profili/genel-bilgiler> / 06.07.2018
- Türkiye Cumhuriyeti Ticaret Bakanlığı. (2019). Doğrudan Yabancı Yatırımlar: <https://ticaret.gov.tr/yurtdisi-teskilati/orta-amerika/meksika/ulke-profili/dogrudan-yabanci-yatirimlar> / 01.10.2019
- Türkiye Cumhuriyeti Ticaret Bakanlığı. (2019). Genel Ekonomik Durum: <https://ticaret.gov.tr/yurtdisi-teskilati/orta-amerika/meksika/ulke-profili/genel-ekonomik-durum> /02.10.2019
- Türkiye Cumhuriyeti Ticaret Bakanlığı. (2019). Genel Bilgiler: <https://ticaret.gov.tr/yurtdisi-teskilati/orta-amerika/meksika/ulke-profili/genel-bilgiler> / 02.10.2019
- UİB. (2018, Ekim). Meksika İke Raporu ( Otomatik Sektörü Açısından. Uludağ İhracatçı Birlikleri Genel Sekreterliği <http://www.uib.org.tr/tr/kbfile/meksika-ulke-raporu> / 10.10.2018
- Ulusoy, Ahmet ve Hikmet Yılmaz, (2017). "Kredi Notu Eleştirilerini Test Eden Mekanizma: CDS Primleri". Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi 13(1) : 61-77.
- Üçler, Gülbahar (2017). "Doğrudan Yabancı Yatırımlar İçin Kurumların Önemi: Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerine Ekonomik Bir Analiz". Finans Politik Ekonomik Yorumlar 54 (627) : 73-85.
- Yavuz, Serkan (2018). "Uluslararası Ticaret Açısından Türkiye Güney Kore Karşılaştırılmasında İnovasyon Etkisi". Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi
- Yazıcı, Mehmet (2009). "Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Önemi ve Denetimi". [dergipark.org.tr](http://dergipark.org.tr). 1(82): 4-20