

**T.C.
ÇANAKKALE ONSEKİZ MART ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT BİLİM DALI**

**KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ NOT
DEĞİŞİMLERİNİN DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE
YATIRIMLARI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ:
SEÇİLMİŞ G-20 ÜLKELERİ İÇİN PANEL VERİ ANALİZİ**

Doktora Tezi

**Hazırlayan
Volkan ŞENER**

**Tez Danışmanı
Prof.Dr. Meliha ENER**

Çanakkale – 2017

TAAHHÜTNAME

Doktora Tezi olarak sunduğum 'Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Not Değişimlerinin Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Üzerindeki Etkileri: Seçilmiş G-20 Ülkeleri İçin Panel Veri Analizi" adlı çalışmanın, tarafımdan, bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden olduğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

Tarih
23/06/2017

Volkan ŞENER

Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü'ne


Volkan ŞENER'e ait Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Not Değişimlerinin Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Üzerindeki Etkileri: Seçilmiş G-20 Ülkeleri için Panel Veri Analizi adlı çalışma, jürimiz tarafından İktisat Anabilim Dalı, İktisat Bilim Dalında DOKTORA TEZİ olarak oybirliği/oyçokluğu ile kabul edilmiştir.




Üye Prof. Dr. Meliha ENER
(Danışman)



Üye Prof. Dr. Nazan YELKİKALAN



Üye Yrd. Doç. Dr. Mustafa TORUN



Üye Doç. Dr. Burak DARICI



Üye Yrd. Doç. Dr. Ahmet AYDIN

Tez No : 10159936
Tez Savunma Tarihi : 21.06.2017

ONAY

Doç. Dr. Şerif KORKMAZ
Enstitü Müdürü
06 2017

ÖZET

KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ NOT DEĞİŞİMLERİNİN DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: SEÇİLMİŞ G-20 ÜLKELERİ İÇİN PANEL VERİ ANALİZİ

Bu çalışmanın amacı, uluslararası derecelendirme kuruluşları; Moody's, S&P ve Fitch'in kredi notu kırılmasını da içeren değerlendirmeler neticesinde G-20 üyesi ülkelerden seçilmiş 14 ülke ekonomisine verdiği notların yine bu ülkelerin 1995-2015 yılları arasındaki Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları (DYSY) üzerindeki etkisini panel veri analizi yöntemi ile tahmin etmektir.

Birinci bölümde; kredi derecelendirme ve DYSY kavramı, gelişimi ve teorik çerçeve ele alınmış, İkinci bölümde; G-20'nin oluşumu, dünya ekonomisindeki yeri, seçilmiş G-20 ülkelerinde derecelendirme faaliyetleri ve DYSY akımları ortaya konulmaya çalışılmıştır. Ampirik bölümünde ise çeşitli kaynaklardan alınan değişkenler; Kredi Notları, Açıklık Endeksi, Yolsuzluk Algı Endeksi, Ticaret Dengesi, Faiz, Enflasyon ve Dış Borç Stoku'nun bağımlı değişken Net DYSY üzerindeki etkisi tanımlanan modeller ve panel veri analizi yöntemi ile tahmin edilmiştir.

Yapılan tahminler sonucunda; Fitch'e ait iki yıl gecikmeli notların DYSY'ler üzerinde etkili olduğu, Moody's kuruluşuna ait notlarda ise Hausman testi sonucunda içsellik sorunu nedeniyle etkisinin ortaya konulamadığı, S&P'ye ait notlarda ise DYSY'ler üzerinde etki olmadığı görülmüştür. Ayrıca, Ticaret Dengesi ile pozitif, Enflasyon ile negatif yönlü bir ilişkinin olduğu, Açıklık Endeksi, Yolsuzluk Algı Endeksi, Dış Borç Stoku ve Faiz ile ilişkinin olmadığı sonucuna varılmıştır.

Değerlendirmede doğruluğun ve tutarlılığın önemli olduğu küresel ekonomide, yatırımı ve yatırımcıyı daha doğru ve objektif yönlendirebilecek, mevcut oligopolistik yapıyı kırabilecek kredi derecelendirme kuruluşlarına duyulan ihtiyaç seçilmiş G-20 ülkeleri nezdinde görülmüştür. Ancak, ihtiyaç duyulan kuruluş veya kuruluşlar ister bölgesel ister uluslararası olsun, doğru ve etkin bir rekabet ortamının sağlanabilmesi için Türkiye'deki şirketlerin derecelendirilmeye hazır hale getirilerek, şeffaflığın sağlanmasının, alternatif kuruluş arayışlarına harcanacak zaman ve sarf edilecek çabadan daha öncelikli atılması gereken adım olduğu değerlendirilmektedir.

Anahtar Kelimeler: Kredi Derecelendirme Kuruluşu, Derecelendirme Notu, Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımı, G-20, Panel Data Analizi.

ABSTRACT

RATING CHANGES OF CREDIT RATING AGENCIES EFFECT ON FOREIGN DIRECT INVESTMENT: PANEL DATA ANALYSIS FOR SELECTED G-20 COUNTRIES

The aim of this study is to estimate international rating agencies; Moody's, S&P and Fitch's credit ratings given to 14 countries selected from the G-20 member countries as a result of the evaluation including their fragility, the effects of credit rating of these countries on the Foreign Direct Investment (FDI) between 1995 and 2015.

In the first part; the concept of credit rating and FDI, development and theoretical framework are handled. In the second part; the formation of G-20, its position in the World Economy and G-20 countries rating activities and FDI flows have been tried to put forward. In the empirical section; variables from various sources; The impact of Credit Rating Agencies' ratings, Openness, Corruption Perception Index, Trade Balance, Interest, Inflation and External Debt Stochield on dependent variable FDI was estimated with defined models and panel data analysis method.

As a result of the estimations; two-year lagged Fitch's ratings are effective on FDI. Moody's ratings' effect isn't measured on FDI, due to the internalization problem as a result of the Hausman test. Also, S&P's ratings are not effective on FDI. Moreover, there is also a negative relationship with inflation and positive relationship with Balance of Trade, there was no relationship with Openness Index, the Corruption Perception Index, External Debt Stoch and Interest Rate.

Evaluated that in a global economic environment, accuracy and consistency are so important, needs for credit rating agencies which should break the existing oligopolistic structure and can guide investments and investors more accurately and objectively. However, these needed agencies whether regional or international, instead of time spending on searching for an alternative enterprise, the steps should be taken first transparency principles should be regulated for Turkish firms.

Key Words: Credit Rating Agency, Rating Note, Foreign Direct Investment, G-20, Panel Data Analysis.

ÖNSÖZ

Türkiye ekonomisinde 24 Ocak 1980 Kararları ile birlikte 1980 yılına kadar uygulanmakta olan ithal ikameci büyüme stratejisi yerini ihracata yönelik büyüme stratejisine bırakmış, bu politika değişikliğine bağlı olarak 1990 yılların başından itibaren ekonominin dışa açılması ile yabancı yatırımcının yatırımlarını kolaylaştıracak adımlar atılmaya başlanmıştır. Kredi Derecelendirme Kuruluşları'nın tarihi 1900'lü yılların başlarına dayanmasına rağmen Soğuk Savaş'ın sona ermesi ile dünya ekonomisinde de gerçekleşen sermaye hareketlilikleri, 1990'lı yıllarda dünya geneline yayılan derecelendirme faaliyetlerinin başlamasına neden olmuştur. Türkiye'nin de üyesi olduğu ve dünya ekonomisine önemli ölçüde yön veren G-20 organizasyonu içerisinde seçilmiş yedi gelişmiş ve yedi gelişmekte olan ülkenin dünya derecelendirme piyasası pastasının neredeyse tamamına sahip üç kredi derecelendirme kuruluşu (Moody's, S&P ve Fitch) not değişimlerinin yine bu ülkelere yapılan doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerindeki etkisi araştırılarak bahse konu kuruluşların gerçekleşen yatırımlarda ne kadar etkili olduğu veya olmadığına ışık tutulmaya çalışılmıştır.

Tez çalışmamın hazırlanması sırasında desteğini esirgemeyen, yol gösteren, özverisi ve samimiyetiyle her zaman yanımda olan danışman hocam Prof. Dr. Meliha ENER'e, tez jürimde yer alan desteklerini ve samimiyetlerini her zaman hissettiğim hocalarım Prof. Dr. Nazan YELKİKALAN, Yrd. Doç. Dr. Mustafa TORUN, Doç. Dr. Burak DARICI, Yrd. Doç. Dr. Ahmet AYDIN ve bu tezin hayata geçirilmesindeki yönlendirmeleri ve gösterdiği sabrı ile Doç. Dr. Cüneyt KILIÇ'a teşekkürlerimi ve saygılarımı sunarım.

Ayrıca Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi personelinin vermiş olduğu destek ve yol gösterici tavırlarından dolayı, Biga İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dekan V. Sayın Prof. Dr. Erhan GÜMÜŞ ve Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü Sayın Doç. Dr. Şerif KORKMAZ hocalarıma da teşekkürlerimi ve saygılarımı sunarım.

Son olarak, tez çalışmam süresince sabırlarını benden esirgemeyen, haklarını hiçbir zaman ödeyemeyeceğim çok değerli ailem; eşim Gonca Şeyma, oğlum Mehmet Meriç, kızım Rukiye Beyza ve babam Yusuf Şener'e sonsuz sevgilerimi sunar, hakkın rahmetine kavuşan yüce makamın sahibi Annem Rukiye Şener'i özlem duygularım ve dua ile yad ederim.

İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	i
ABSTRACT.....	ii
ÖNSÖZ.....	iii
İÇİNDEKİLER.....	iv
KISALTMALAR CETVELİ.....	ix
TABLolar LİSTESİ.....	xi
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xv
GİRİŞ.....	1

BÖLÜM I

KREDİ DERECELENDİRMESİ, DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI KAVRAMSAL VE TEORİK ÇERÇEVE

1.1 Kredi Derecelendirme Kavramı ve Gelişimi.....	4
1.1.1 Kredi Derecelendirme Kavramı ve Genel Özellikleri.....	4
1.1.1.1 Kredi Derecelendirme Türleri.....	6
1.1.1.2 Kredi Derecelendirme Faaliyetlerinin Önemi ve Yararları.....	8
1.1.2 Derecelendirme Faaliyetlerinin Tarihsel Gelişimi ve Kredi Derecelendirme.....	
Kuruluşları.....	11
1.1.2.1 Derecelendirme Faaliyetlerinin Tarihsel Gelişimi.....	11
1.1.2.2 Küresel Ölçekte Faaliyet Gösteren Kredi Derecelendirme Kuruluşları.....	15
1.1.2.3 Piyasa Hakimiyeti Olan Kredi Derecelendirme Kuruluşları.....	18
1.1.2.3.1 Moody's Investor Service (1909) (ABD).....	18
1.1.2.3.2 Fitch Investor Service (1922) (ABD/İngiltere).....	21
1.1.2.3.3 Standart&Poors (1923) (ABD).....	22
1.1.3 Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Önemi.....	22
1.1.4 Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Çalışma Prensipleri.....	23
1.1.5 Meslek İlkeleri.....	24
1.1.6 Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına Yönelik Yapılan Eleştiriler.....	24
1.1.6.1 Metodolojilerinin Yeterince Şeffaf Olmaması.....	25
1.1.6.2 Oligopol Piyasa Yapısı.....	26
1.1.6.3 Ücretli Çalışmalarının Beraberinde Getirdiği Çıkar Çatışmaları.....	27

1.1.6.4 Piyasa Dinamiklerine Geç Cevap Vermeleri, Krizleri Öngörememeleri ve Oluşan Krizi Derinleştirmeleri.....	29
1.1.7 Ülke Riski ve Kredi Derecelendirme Notunu Belirleyen Faktörler	33
1.1.7.1 Standard and Poor's Şirketine Ait Ülke Kredi Derecelendirme Notu Belirleme Yaklaşımı.....	33
1.1.7.1.1 Politik Değerlendirme.....	35
1.1.7.1.2 Ekonomik Değerlendirme.....	36
1.1.7.1.3 Harici Değerlendirme	37
1.1.7.1.4 Mali Değerlendirme.....	38
1.1.7.1.5 Parasal Değerlendirme	39
1.1.7.2 Moody's Şirketine Ait Ülke Kredi Derecelendirme Notu Belirleme Yaklaşımı ...	41
1.1.7.2.1 Ekonomik Güç	41
1.1.7.2.2 Kurumsal Güç.....	42
1.1.7.2.3 Mali Güç	42
1.1.7.2.4 Krizlere Karşı Dayanıklılık.....	42
1.1.7.3 Fitch Ratings Şirketine Ait Ülke Kredi Derecelendirme Notu Belirleme Yaklaşımı.....	43
1.1.7.3.1 Makroekonomik Politikalar ve Performans	44
1.1.7.3.2 Yapısal Dinamikler.....	44
1.1.7.3.3 Kamu Mali Yapısı.....	44
1.1.7.3.4 Dış finansman.....	45
1.1.8 Kredi Derecelendirme Faaliyet Sürecinin Aşamaları	46
1.1.9 Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Hukuki ve Mali Yapıları	49
1.1.10 Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Not Verme Sistemlerinin Değerlendirilmesi.....	49
1.1.11 Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Kredi Notunu Yatırım Yapılabilir Seviyeye Yükseltmesinin Etkileri	50
1.1.12 Kredi Derecelendirme Faaliyetinin Yatırımla Olan İlişkisi	51
1.2 Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımı; Kavram ve Teorik Çerçevesi	54
1.2.1 Yatırım Kavramı, Yabancı Sermayenin Tanımı ve Çeşitleri.....	54
1.2.1.1 Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları	56
1.2.1.2 Uluslararası Portföy Yatırımları	57
1.2.1.3 Dış Borçlar.....	58
1.2.2 Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarına İlişkin Kavram ve Tanımlar	59
1.2.3 Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ortaya Çıkışı ve Gelişimi.....	59
1.2.4 Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarını Belirleyen Unsurlar	60

1.2.4.1 Ev Sahibi Ülke Açısından Belirleyici Unsurlar	61
1.2.4.2 Kaynak Ülke Açısından Belirleyici Unsurlar	61
1.2.5 Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları; Teorik Yaklaşımlar	62
1.2.5.1 Tam Rekabet Piyasasında Doğrudan Yabancı Yatırımlarına İlişkin Teoriler	65
1.2.5.2 Eksik Rekabet Piyasasında Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarına İlişkin Teoriler	67
1.2.6. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Türleri.....	74
1.2.6.1 Green Field (Yeşil Alan) Yatırımları	74
1.2.6.2 Ortak Girişim.....	74
1.2.6.3 Birleşmeler ve Satın Alma Yatırımları	75
1.2.6.4 Stratejik Birleşmeler.....	75
1.2.7 Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımı Kararlarını Etkileyen Unsurlar ve Nedenleri	75
1.2.8 Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Makro Etkileri	78
1.2.8.1 Üretim Kapasitedi ve İstihdamın Artması	78
1.2.8.2 Döviz Girişi ile Cari Açığın Finansmanının Sağlanması	78
1.2.8.3 İhracatı Arttırması	79
1.2.8.4 Vergi Gelirlerinde Gerçekleşen Artış.....	79

BÖLÜM II

G-20'NİN OLUŞUMU VE DÜNYA EKONOMİSİNDEKİ YERİ, TÜRKİYE VE SEÇİLMİŞ G-20 ÜLKELERİNİN KREDİ DERECELENDİRME NOTLARI, DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI GELİŞİMİ VE EKONOMİLERİNİN GENEL GÖRÜNÜMÜ

2.1 G-20 (Group of Twenty)'nin Oluşumu ve Dünya Ekonomisindeki Yeri.....	80
2.1.1 G-20'nin Üyeleri.....	81
2.1.2 G-20'nin Amaçları	82
2.1.3 G-20'nin Toplantıları, Gündemi ve İşleyişi.....	83
2.1.4 G-20'nin Dünya Ekonomisindeki Yeri.....	85
2.2 Seçilmiş G-20 Ülkelerinde Derecelendirme Faaliyetleri ve Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları	87
2.2.1 Türkiye.....	88
2.2.1.1 Türkiye'de Kredi Derecelendirme Faaliyetleri.....	88
2.2.1.1.1 Türkiye'de Derecelendirme Alanında Yapılan Düzenlemeler ve Denetim.....	92

2.2.1.1.2 Genel Olarak Hukuk Sistemlerinde Yer Alan Düzenlemeler	94
2.2.1.1.3 Türkiye'de Derecelendirme Faaliyetinde Bulunması Sermaye Piyasası Kurulunca (SPK) Kabul Edilen Uluslararası Derecelendirme Kuruluşları...	95
2.2.1.1.4 Türkiye'de derecelendirme faaliyetinde bulunması SPK tarafından kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşları için şartlar	96
2.2.1.2 Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları	97
2.2.1.2.1 Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Tarihsel Gelişimi..	98
2.2.1.2.2 Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Mevcut Durum Analizi	107
2.2.1.2.3 Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Girişi Bileşenleri	110
2.2.1.2.4 Sektörlere Göre Dağılım	111
2.2.1.2.5 Türkiye'deki Uluslararası Sermayeli Şirket Sayıları	113
2.2.1.2.6 Uluslararası Sermayeli Şirketlerin Yatırımcı Ülkelere Göre Dağılımı	114
2.2.1.2.7 Uluslararası Sermayeli Şirketlerin Bulunduğu İllere Göre Dağılımı.....	115
2.2.1.2.8 Türkiye'deki Yatırımcı Ülkeler	116
2.2.1.2.9 Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarını Arttırmaya Yönelik Faaliyetler.....	118
2.2.1.2.10 Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ile İlgili Düzenlemeler	119
2.2.2 Arjantin	121
2.2.3 Brezilya.....	126
2.2.4 Çin	131
2.2.5 Hindistan.....	135
2.2.6 Endonezya.....	139
2.2.7 Meksika	142
2.2.8 Avusturalya.....	147
2.2.9 Kanada	151
2.2.10 Fransa	155
2.2.11 Almanya.....	158
2.2.12 İtalya.....	161
2.2.13 Japonya.....	165
2.2.14 Rusya	168
2.3. Dünya'da Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı (UNCTAD) Dünya Yatırım Raporu'nun İncelenmesi	175

BÖLÜM III

SEÇİLMİŞ G-20 ÜLKELERİNİN KREDİ DERECELENDİRME NOT DEĞİŞİMLERİNİN DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI ÜZERİNE ETKİSİNİN ANALİZİ

3.1 Literatür	176
3.2 Veri Seti ve Ekonometrik Modeller	179
3.2.1 Veri Seti Olarak Kullanılan Değişkenler, Kısaltmalar ve Oluşturulan Hipotezler ..	182
3.2.2 Ekonometrik Modeller	186
3.3 Ekonometrik Metodoloji.....	186
3.3.1 Panel Data Analizinin Teorik Çerçevesi	189
3.3.1.1 Panel Birim Kök Testleri	189
3.3.1.2 Doğrusal Dönüşüm (Lineer Transformation).....	192
3.3.1.3 Panel Data Analiz Tekniği ile Eğim Katsayısının Tahmini	192
3.3.1.3.1 Panel Tabanlı Regresyon	193
3.3.1.3.1.1 Sabit Etkiler.....	194
3.3.1.3.1.2 Rassal Etkiler.....	197
3.3.1.3.2 Havuzlanmış (Pooled) Regresyon	200
3.3.2 Araştırmanın Ampirik Bulguları	200
3.3.2.1 Homojenlik Testi Sonuçları	201
3.3.2.2 Yatay Kesit Bağımlılığı Sınama Sonuçları.....	201
3.3.2.3 Birim Kök Testleri Sonuçları.....	202
3.3.2.4 İçsellik (Endojenite) Testi Sonuçları	204
3.3.2.5 Rassal Etkiler Regresyon Tahmincileri Sonuçları.....	206
3.3.2.6 Sabit Etkiler Regresyon Tahmincileri Sonuçları	212
3.4. Bugüne ve Geleceğe Yönelik Yapılacak Değerlendirme	215
SONUÇ.....	223
KAYNAKÇA	227
EK-1 VERİ SETİ	239

KISALTMALAR CETVELİ

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AET	Avrupa Ekonomik Topluluğu
APEC	Asya Pasifik Ekonomik İşbirliği
AR-GE	Araştırma ve Geliştirme
BRICS	Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Güney Afrika
BSTS	Batı Kökenli Alıntılar Sözlüğü
CAR	Cari Hesap Makbuzları
CDS RATES	Kredi Batık Riski Oranı
ÇHC	Çin Halk Cumhuriyeti
ÇUŞ	Çok Uluslu Şirketler
DB	Dünya Bankası
DTÖ	Dünya Ticaret Örgütü
DYSY	Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları
EDC	Export Development Corporation
EIU	Economist Intelligence Unit
G-20	20'ler Grubu
GATT	Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması
GEGP	Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı
GLS	Genelleştirilmiş En Küçük Kareler
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
ILO	Uluslararası İşçi Örgütü
IMF	Uluslararası Para Fonu
İTO	İstanbul Ticaret Odası
KBGSYİH	Kişi Başı Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
KDK	Kredi Derecelendirme Kuruluşları
KİT	Kamu İktisadi Teşebbüsü
KOBİ	Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
MB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
MERCOSUR	Güney Amerika Ortak Pazarı
NAFTA	Kuzey Amerika Serbest Ticaret Alanı
OECD	Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü
OPEC	Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü

POLS	Havuzlanmış En Küçük Kareler
R.G.	Resmi Gazete
RCEP	Bölgesel Kapsamlı Ekonomik Ortaklık
SPK	Sermaye Piyasaları Kurulu
S&P	Standart and Poor's
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TDK	Türk Dil Kurumu
TEPAV	Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı
TMSF	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TPP	Trans-Pasifik Ortaklığı
TTIP	Transatlantik Ticaret ve Yatırım Ortaklığı
TÜFE	Tüketici Fiyatları Endeksi
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
UDY	Uluslararası Doğrudan Yatırımlar
UNCTAD	Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı
UNDP	Birleşmiş Milletler Kalkınma Programı
WIR	Dünya Yatırım Raporu
YKTK	Yatırımların Karşılıklı Teşviki ve Korunması
YOİKK	Yatırım Ortamının İyileştirme Koordinasyon Kurulu

TABLolar LİSTESİ

Tablo 1.1 Not Düzeyleri	13
Tablo 1.2 Üç Büyük KDK'nın Not Tanımları	15
Tablo 1.3 Ülke Derecelendirmesi Yapan Önemli Derecelendirme Kuruluşları	16
Tablo 1.4 Piyasadaki Önemli Derecelendirme Kuruluşlarının Genel Durumu	17
Tablo 1.5 Moody's Yatırım Hizmetleri Şirketinin Kredi Not Skalası.....	20
Tablo 1.6 Fitch Ratings Şirketinin Kredi Not Skalası	21
Tablo 1.7 S&P Şirketinin Kredi Not Skalası	22
Tablo 1.8 Kriz Sürecinde Meksika'nın Not İndirimleri	30
Tablo 1.9 Kriz Sürecinde Japonya'nın Not İndirimleri.....	31
Tablo 1.10 Kriz Sürecinde Endonezya'nın Not İndirimleri.....	31
Tablo 1.11 Kriz Sürecinde Hindistan'ın Not İndirimleri.....	32
Tablo 1.12 Kriz Sürecinde Rusya'nın Not İndirimleri	32
Tablo 1.13 Ülke Kredi Değerliliği Ölçümünde Esas Teşkil Eden Temel Göstergeler.....	40
Tablo 1.14 S&P Derecelendirme Metodolojisi	41
Tablo 1.15 Moody's Derecelendirme Metodolojisi	43
Tablo 1.16 Fitch'in Derecelendirme Metodolojisi	45
Tablo 1.17 DYSY Üzerinde Etkisi Olan İtici ve Çekici Faktörler.....	61
Tablo 1.18 Çok Uluslu Şirketler için Piyasalara Girişin Alternatif Yolları	73
Tablo 1.19 DYSY'lerin Temel Belirleyicileri	76
Tablo 2.1 G-20 Gelişmiş Ekonomiler.....	80
Tablo 2.2 G-20 Gelişen ve Yükselen Ekonomiler	81
Tablo 2.3 G-20 Toplantı ve Zirveleri.....	84
Tablo 2.4 G-20 Ülkelerinin Seçilmiş Göstergeleri	86
Tablo 2.5 Türkiye'ye ait 2015 Yılı Genel Ekonomik Göstergeler.....	88
Tablo 2.6 Türkiye'nin 1992-2017 Yılları Arasında Almış Olduğu Kredi Notları	90
Tablo 2.7 SPK'nın Resmi Gazetede Yayımlanan Tebliğ ve Düzenlemeleri	92
Tablo 2.8 Türkiye'de Faaliyet Gösteren Derecelendirme Kuruluşları	96
Tablo 2.9 Cumhuriyet Öncesi Dönemde DYSY'lerin Sektörel Dağılımları	100
Tablo 2.10 Türkiye'de DYSY 1950-1979	102
Tablo 2.11 Türkiye'de DYSY 1980-2000	103
Tablo 2.12 Türkiye'de DYSY 2000-2015	105

Tablo 2.13 En Fazla DYSY Alan İlk On Ülke ve Türkiye (2012-2015)	108
Tablo 2.14 En Fazla DYSY Stoku Olan İlk On Ülke ve Türkiye (2014,2015)	110
Tablo 2.15 Sektörlere Göre DYSY Girişi (2014,2015)	112
Tablo 2.16 2014 Yılında En Büyük Beş Birleşme ve Satın Alma İşlemi	112
Tablo 2.17 2015 Yılında En Büyük Beş Birleşme ve Satın Alma İşlemi	113
Tablo 2.18 Yıllar İtibariyle Kuruluş Türlerine Göre U/A Sermayeli Şirketlerin Sayısı	113
Tablo 2.19 U/A Sermayeli Şirket Sayılarının Sektörlere Göre Dağılımı	114
Tablo 2.20 U/A Sermayeli Şirket Sayılarının Ülkelere Göre Dağılımı.....	115
Tablo 2.21 U/A Sermayeli Şirket Sayısının İllere Göre Dağılımı	116
Tablo 2.22 DYSY Girişi (2014,2015).....	116
Tablo 2.23 2006-2015 Yılları Arasında DYSY Girişi	117
Tablo 2.24 İlk On Ülkenin DYSY ve Şirket Sayıları (2014,2015).....	117
Tablo 2.25 Kronolojik Sırayla Türkiye Tarafından G-20 Ülkeleri ile İmza Edilen ve Yürürlüğe Giren YKTK Anlaşmaları	119
Tablo 2.26 Arjantin'e ait 2016 Yılı Genel Ekonomik Göstergeler	121
Tablo 2.27 Arjantin'e ait Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırım Giriş ve Çıkışları.....	123
Tablo 2.28 Arjantin'in İhracatındaki Önde Gelen Ülkeler	123
Tablo 2.29 Arjantin'in İthalatındaki Önde Gelen Ülkeler	124
Tablo 2.30 Arjantin'in 1985-2016 Yılları Arasında Aldığı Derecelendirme Notları	124
Tablo 2.31 Brezilya'ya ait 2016 Yılı Genel Ekonomik Göstergeler.....	126
Tablo 2.32 Brezilya'ya ait Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırım Giriş ve Çıkışları	128
Tablo 2.33 Brezilya'nın İhracatında Öne Çıkan Başlıca Ülkeler.....	129
Tablo 2.34 Brezilya'nın İthalatında Öne Çıkan Başlıca Ülkeler.....	129
Tablo 2.35 Brezilya'nın 1985-2016 Yılları Arasında Aldığı Derecelendirme Notları	130
Tablo 2.36 Çin'e ait 2016 Yılı Genel Ekonomik Göstergeler.....	131
Tablo 2.37 Çin'e ait Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırım Giriş ve Çıkışları	133
Tablo 2.38 Çin'in İhracatında Öne Çıkan Başlıca Ülkeler	133
Tablo 2.39 Çin'in İthalatında Öne Çıkan Başlıca Ülkeler	134
Tablo 2.40 Çin'in 1988-2016 Yılları Arasında Aldığı Derecelendirme Notları.....	134
Tablo 2.41 Hindistan'a ait 2016 Yılı Genel Ekonomik Göstergeler	135
Tablo 2.42 Hindistan'a ait Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırım Giriş ve Çıkışları	137
Tablo 2.43 Hindistan'ın İhracatında Öne Çıkan Başlıca Ülkeler	137
Tablo 2.44 Hindistan'ın İthalatında Öne Çıkan Başlıca Ülkeler	138
Tablo 2.45 Hindistan'ın 1988-2016 Yılları Arasında Aldığı Derecelendirme Notları	138

Tablo 2.46 Endonezya'ya ait 2016 Yılı Genel Ekonomik Göstergeler.....	139
Tablo 2.47 Endonezya'ya ait Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırım Giriş ve Çıkışları	140
Tablo 2.48 Endonezya'nın İhracatında Öne Çıkan Başlıca Ülkeler	140
Tablo 2.49 Endonezya'nın İthalatında Öne Çıkan Başlıca Ülkeler.....	141
Tablo 2.50 Endonezya'nın 1994-2016 Yılları Arasında Aldığı Derecelendirme Notları ..	141
Tablo 2.51 Meksika'ya ait 2016 Yılı Genel Ekonomik Göstergeler	142
Tablo 2.52 Meksika'ya ait Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırım Giriş ve Çıkışları	145
Tablo 2.53 Meksika'nın İhracatında Öne Çıkan Başlıca Ülkeler	145
Tablo 2.54 Meksika'nın İthalatında Öne Çıkan Başlıca Ülkeler	146
Tablo 2.55 Meksika'nın 1990-2016 Yılları Arasında Aldığı Derecelendirme Notları	146
Tablo 2.56 Avustralya'ya ait 2015 Yılı Genel Ekonomik Göstergeler.....	147
Tablo 2.57 Avustralya'ya ait Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırım Giriş ve Çıkışları	149
Tablo 2.58 Avustralya'nın İhracatında Öne Çıkan Başlıca Ülkeler.....	149
Tablo 2.59 Avustralya'nın İthalatında Öne Çıkan Başlıca Ülkeler.....	150
Tablo 2.60 Avustralya'nın 1957-2016 Yılları Arasında Aldığı Derecelendirme Notları ...	150
Tablo 2.61 Kanada'ya ait 2015 Yılı Genel Ekonomik Göstergeler	151
Tablo 2.62 Kanada'ya ait Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırım Giriş ve Çıkışları.....	153
Tablo 2.63 Kanada'nın İhracatında Öne Çıkan Başlıca Ülkeler.....	153
Tablo 2.64 Kanada'nın İthalatında Öne Çıkan Başlıca Ülkeler	154
Tablo 2.65 Kanada'nın 1949-2016 Yılları Arasında Aldığı Derecelendirme Notları.....	154
Tablo 2.66 Fransa'ya ait 2015 Yılı Genel Ekonomik Göstergeler	155
Tablo 2.67 Fransa'ya ait Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırım Giriş ve Çıkışları.....	156
Tablo 2.68 Fransa'nın İhracatında Öne Çıkan Başlıca Ülkeler	157
Tablo 2.69 Fransa'nın İthalatında Öne Çıkan Başlıca Ülkeler	157
Tablo 2.70 Fransa'nın 1975-2016 Yılları Arasında Aldığı Derecelendirme Notları.....	158
Tablo 2.71 Almanya'ya ait 2016 Yılı Genel Ekonomik Göstergeler.....	158
Tablo 2.72 Almanya'ya ait Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırım Giriş ve Çıkışları	160
Tablo 2.73 Almanya'nın İhracatında Öne Çıkan Başlıca Ülkeler	160
Tablo 2.74 Almanya'nın İthalatında Öne Çıkan Başlıca Ülkeler	160
Tablo 2.75 Almanya'nın 1983-2016 Yılları Arasında Aldığı Derecelendirme Notları	161
Tablo 2.76 İtalya'ya ait 2015 Yılı Genel Ekonomik Göstergeler.....	161
Tablo 2.77 İtalya'ya ait Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırım Giriş ve Çıkışları	163
Tablo 2.78 İtalya'nın İhracatında Öne Çıkan Başlıca Ülkeler.....	163
Tablo 2.79 İtalya'nın İthalatında Öne Çıkan Başlıca Ülkeler.....	164

Tablo 2.80 İtalya'nın 1986-2016 Yılları Arasında Aldığı Derecelendirme Notları	164
Tablo 2.81 Japonya'ya ait 2016 Yılı Genel Ekonomik Göstergeler	165
Tablo 2.82 Japonya'ya ait Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırım Giriş ve Çıkışları.....	166
Tablo 2.83 Japonya'nın İhracatında Öne Çıkan Başlıca Ülkeler.....	167
Tablo 2.84 Japonya'nın İthalatında Öne Çıkan Başlıca Ülkeler	167
Tablo 2.85 Japonya'nın 1959-2016 Yılları Arasında Aldığı Derecelendirme Notları.....	168
Tablo 2.86 Rusya'ya ait 2015 Yılı Genel Ekonomik Göstergeler	168
Tablo 2.87 Rusya'ya ait Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırım Giriş ve Çıkışları.....	172
Tablo 2.88 Rusya'nın İhracatında Öne Çıkan Başlıca Ülkeler	172
Tablo 2.89 Rusya'nın İthalatında Öne Çıkan Başlıca Ülkeler	173
Tablo 2.90 Rusya'nın 1996-2016 Yılları Arasında Aldığı Derecelendirme Notları	173
Tablo 2.91 DYSY'lerin Ülke Gruplarına Göre Dağılımı	175
Tablo 3.1 Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ile İlgili Çalışmalar.....	177
Tablo 3.2 Çalışma Kapsamına Dahil Edilen G-20 Gelişmiş Ekonomiler	180
Tablo 3.3 Çalışma Kapsamına Dahil Edilen G-20 Gelişen ve Yükselen Ekonomiler.....	180
Tablo 3.4 Üç Kredi Derecelendirme Kuruluşunun Not Skalasını Dönüştürme Cetveli....	181
Tablo 3.5 Kullanılan Değişkenler ve Kısaltmaları	182
Tablo 3.6 Seçilmiş G-20 Ülkeleri Yolsuzluk Endeksi 2015 ve 2016	183
Tablo 3.7 Pesaran and Yamagata (2008)'in Homojenlik Testi.....	201
Tablo 3.8 Ortalama korelasyon katsayıları ve Pesaran (2004) CD testi	201
Tablo 3.9 Panel Birim Kök Testleri	203
Tablo 3.10 Hausman (İçsellik (Endogeneity) Testi Sonuçları	205
Tablo 3.11 Fitch Kuruluşunu İçeren Tahmin Sonuçları	207
Tablo 3.12 S&P Kuruluşunu İçeren Tahmin Sonuçları.....	211
Tablo 3.13 Moody's Kuruluşunu İçeren Tahmin Sonuçları.....	213
Tablo 3.14 Türkiye Referans alınarak Ülke Etkilerinin Gözlemlendiği Ülkeler.....	217

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1 Derecelendirme Türleri.....	6
Şekil 1.2 KDK'ların Piyasa Hakimiyetleri	17
Şekil 1.3 KDK'ların İddia Edilen Menfaat İlişkisi Etkileşim Şeması	28
Şekil 1.4 S&P'nin Kredi Derecelendirme Notu Belirlemedeki Değerlendirme Yaklaşımı	34
Şekil 1.5 Moody's şirketine ait Kredi Derecelendirme Notu Belirleme Yaklaşımı	41
Şekil 1.6 Kredi Notunun "Yatırım Yapılabilir Seviyeye Yükseltilmesinin Etkileri	50
Şekil 1.7 Uluslararası Yatırım Çeşitleri	55
Şekil 1.8 Ürün Hayat Evreleri Teorisi.....	71
Şekil 2.1 G-20 Üye Haritası.....	82
Şekil 2.2 G-20'nin Ekonomik Büyüklük, Uluslararası Ticaret ve Nüfus'dan Aldıkları Pay.	85
Şekil 2.3 Bazı seçilmiş Büyük Organizasyonlara ait DYSY Girişleri.....	87
Şekil 2.4 1996-2015 Yılları Arası Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ...	111
Şekil 3.1 Regresyon Çeşitleri	192

GİRİŞ

İç tasarrufu yetersiz ülke ekonomileri için yabancı yatırımın öneminin giderek arttığı günümüzde, yabancı sermayenin bir ekonomiye girişine ve uzun dönemli kararlar alınabilmesine ilişkin en belirleyici kriterin çoğunlukla ABD kökenli uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkeler için verdikleri “Kredi Notu” ve buna bağlı olarak yayımladıkları raporlar olduğu varsayılmaktadır. Bir ülkenin kredi notu genellikle, ekonomik, politik, harici, parasal ve mali riskler/faktörlerin bileşenleriyle oluşmaktadır. Böylece oluşan ve kredi notu adı verilen bu değerlendirmeye o ekonomiye yatırım yapmak isteyen uluslararası yatırımcılar ve kaynaklarını dışarı yönlendirmek isteyen ve yüksek kredibilite beklentisi içindeki şirketler önem vermektedir.

19. yüzyılda, Amerika Birleşik Devletleri’nde borç talebinde bulunanlar ile bu kişilere fon temin edenler arasındaki ilişkilerin resmi bazda gelişmesini sağlamak amacıyla ortaya konulan derecelendirme kavramı ve sonrasında yatırımcıyı uluslararası piyasada bilgilendirme enstrümanı, iç piyasaların gelişmesine ve zamanla uluslararası alanda da sermaye piyasalarının hızlı bir şekilde büyüme ivmesi kazanmasına imkan veren Kredi derecelendirmesi, sermaye sahiplerinin yatırım yapmak istedikleri ülke ya da sektör ile ilgili riskin ortaya konulması sonucu kredi derecelendirme kuruluşlarının o ülkeyi veya firmayı “**yatırım yapılabilir**”, “**spekülatif**” veya “**yapılamaz**” seviyede belirlenen kriterler ışığında notlaması sonucu ortaya çıkan bir kavramdır.

Kredi derecelendirme kuruluşları, finansal piyasalarda borç alan ve borç veren taraflar arasındaki bilgi asimetrisine bağlı olarak oluşabilecek güven sorununu ve karmaşıklığı ortadan kaldırmak amacıyla kurulmuşlardır. Günümüzde yaklaşık 200 civarında KDK’nın olduğu, fakat bu derecelendirme kuruluşlarının piyasa hakimiyetiyle %95 civarına ulaşan üç şirket (S&P, Fitch ve Moody’s) kadar itibar görmediği, son zamanlarda KDK’ların güvenilirliğine yönelik artan eleştiriler, pastadan %5 kadar düşük bir pay alan diğer şirketlerin yararına olabileceğine yönelik değerlendirmeler çeşitli raporlarda ortaya konulmuştur.

Bir Derecelendirme Kuruluşu için yapılan değerlendirmenin doğruluğu ve tutarlılığı önemlidir. Çünkü Tahminlerin gerçekleşme ihtimalinin tespiti güç olmakla birlikte doğru planlanmayan bir risk derecelendirme kuruluşunun itibarı için telafisi olmayan hasarlara

sebebiyet verebilmektedir. Bu nedenle derecelendirme kuruluşlarının sıkı prensipler içinde olması ve bu kapsamda objektiflik, tarafsızlık, uluslararası erişebilirlik veya şeffaflık, açıklama yükümlülüğü, kaynak yeterliliği ve İtibar ilkelerine uygun davranma zorunluluğu vardır.

DYSY'ler girişimcilerin kendi ülkeleri dışında mal ve hizmet üretmek amacıyla meydana getirdikleri sabit kıymet yatırımları olarak ifade edilebileceği gibi, bir firmayı satın alması, yeni kurulan bir firma için kuruluş sermayesini sağlaması veya faaliyet gösteren bir firmanın sermayesini arttırması yoluyla yabancı ülkeye yapılan sermaye transferlerinin yanı sıra finansman, teknoloji, know-how, eğitim ve pazarlama konularında imkan sağlanması şeklinde de gerçekleşebilmektedir. DYSY'ler, ev sahibi ülkeye yaptığı katkılardan dolayı kalkınmanın devamlılığında en etkili unsurlardan biri olarak görülmektedir. Hem ev sahibi ülkeye ilişkin talep faktörleri hem de kaynak ülkeye ilişkin arz faktörleri tarafından belirlenmekte ve gerçekleşebilmesi için kaynak ülkenin yatırımı yapacak fırsat unsurlarını, ev sahibi ülkenin de yatırımı cazip kılacak çekici faktörlere haiz olması gerekmektedir.

Çok uluslu şirketler DYSY'ye karar verirken, aynı zamanda yatırım yapacağı uluslararası piyasaya giriş biçimine de karar vermek durumundadır. Belirtilen karar sürecinde ÇUŞ, yerel şirket veya şirketlerle ortak girişim kurma, tek başına mülkiyetine sahip olduğu yeni bir bağlı şirket oluşturma, hali hazırda işlem gören yerel bir firma ile birleşme veya onun mülkiyetini alma ya da stratejik birliktelik sağlama doğrultusunda ev sahibi ülkeye yatırımını gerçekleştirmektedir. DYSY'lerin gerçekleşmesinde yatırımın yapılacak ülkenin sosyo-kültürel ve ekonomik yapısı da önem kazanmaya başlamış, bu doğrultuda yatırımcının öncelikle sosyo-kültürel ve ekonomik açıdan kendi koşullarına benzer ülkelere yönelebileceği çeşitli çalışmalarda vurgulanmıştır. DYSY'lerin belirleyicileri hakkında yapılan çalışmalarda çoğunlukla bazı ekonomik değişkenlerin (Kâr, Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) ve/veya Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH), Ödemeler Dengesi, Ücret Düzeyi, Verimlilik, Döviz Kuru, Büyüme ve Enflasyon Oranı) etkileri üzerine çalışılmıştır.

Yabancı Sermaye, 4875 sayılı "**Yabancı Sermaye Kanunu**"nda evrensel hukuk ile benzer bir şekilde; yabancı yatırımcı tarafından getirilen, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasınca alım satımı yapılan konvertibl para şeklinde nakit sermaye, şirket menkul kıymetleri (Devlet tahvilleri hariç), makine ve teçhizat, sınai ve fikri mülkiyet hakları, yurt içinden sağlanan yeniden yatırımda kullanılan kar, hasılat, para alacağı veya mali değeri olan yatırımla ilgili diğer haklar, doğal kaynakların aranması ve çıkarılmasına ilişkin haklar gibi iktisadi kıymetler aracılığıyla yeni şirket kurmak ve şube açmak, menkul kıymet borsaları dışında hisse edinimi, menkul kıymet borsalarından en az %10 hisse oranı ya

da aynı oranda oy hakkı sağlayan edinimler yoluyla mevcut bir şirkete ortak olmayı ifade etmektedir. Yine aynı kanunda yabancı yatırımcı ise; yabancı ülkelerin vatandaşlığına sahip olan gerçek kişiler ile yurt dışında ikamet eden Türk vatandaşlarının yanı sıra, yabancı ülkelerin kanunlarına göre kurulmuş tüzel kişileri ve uluslararası kuruluşları ifade etmektedir.

Bu çalışmada yer verilecek Türkiye'yi derecelendirmesi SPK tarafından da kabul edilen ve dünya derecelendirme pastasının %95'ni alarak piyasa hakimiyetine sahip 3 ayrı uluslararası kredi derecelendirme kuruluşunun (S&P, Fitch ve Moody's) Türkiye'ninde üyesi olduğu G-20 ülkelerinden seçilmiş yedi gelişmiş ve yedi gelişmekte olan ülkeye verdiği kredi notlarının (1994-2014 Dönemi) yine bu ülkelere yapılan Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Üzerindeki Etkisi Panel Veri Analizi yöntemi yardımıyla tahmin edilip, değerlendirilecektir. Seçilen ülkelerin 3 ayrı Kredi Derecelendirme Kuruluşundan aldığı notlar bağımsız değişken ve Dünya Bankası'ndan yıllık bazda alınan net doğrudan yabancı sermaye yatırımları bağımlı değişken olarak veri setine eklenmiş, bununla birlikte diğer değişkenler olarak; Dışa Açıklık Endeksi (Openness), Ticaret Dengesi, Yolsuzluk Algı Endeksi Sırası, Faiz, Dış Borç Stoku ve Enflasyon Oranı ile panel veri metodolojileri kullanılarak, kredi notlarının ayrı ayrı dahil edildiği diğer değişkenlerin ortak olarak eklendiği modellerle analiz edilecektir.

BÖLÜM I

KREDİ DERECELENDİRMESİ, DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI KAVRAMSAL VE TEORİK ÇERÇEVE

1.1 Kredi Derecelendirme Kavramı ve Gelişimi

Küreselleşen dünyada gelişmekte olan ülke ekonomilerinin en önemli sorunlarından biri yatırıma dönüştüreceği tasarruf sıkıntısıdır. Bu sorunun üstesinden gelebilmenin yolu o ülke için uzun dönemde yatırıma yönlendirebileceği tasarruf yönlü politikalar üretmesidir. Ancak bu gibi politikaların meyveleri uzun dönemde alınabildiği için kısa dönemde gelişmekte olan ülkeler yatırım yapabilmeleri ve bu yatırımları finanse edebilmeleri doğrultusunda dış finansman ihtiyacına gereksinim duyarlar. Yabancı yatırımcının bilmediği bir piyasaya girebilmesi için alacağı riski ve bu riskle birlikte elde edeceği avantajları bilmesi, bu riskin altını da görebilmesi veya hesaplayabilmesi gerekmektedir.

1.1.1 Kredi Derecelendirme Kavramı ve Genel Özellikleri

Kredi derecelendirme, sermaye sahiplerinin yatırım yapmak istedikleri ülke ya da sektör ile ilgili riskin ortaya koyulması sonucu kredi derecelendirme kuruluşlarının o ülkeyi veya firmayı “yatırım yapılabilir”, “spekülatif” veya “yapılamaz” seviyede belirlenen kriterler ışığında notlaması sonucu ortaya çıkan bir kavramdır.

Kredi derecelendirmesi (credit rating) basit tanımıyla derecelendirilmeye konu olan tarafın bir devlet, finansal kuruluş, şirket veya ihraç edilen bir finansal varlık olduğu, borçlunun kredi riski hakkında kredi derecelendirme kuruluşları tarafından oluşturulan, bağımsız ve derecelendirilen tarafın kredi değerliliği hakkında nisbî (göreceli) bir görüşü ifade etmektedir (Seval 2014:7).

Türk Dil Kurumu BSTS¹/İktisat Terimleri Sözlüğü (2004) tarafından derecelendirmenin tanımı “Şirketlerin, taşınır değerlerinin ticari riskine, ülkelerin de siyasi risklerine göre güvenilirliğinin derecelendirme kuruluşları tarafından belirlenip sıralanması.” şeklinde yapılmaktadır. Derecelendirme kavramı İngilizce’de “rating” olarak karşılık bulmuş ve Oxford İngilizce Sözlükte “Bir şeyin veya bir kişinin kalitesi, standardı veya performansının nispi olarak değerlendirilmesine dayanan sınıflandırılma yada hiyerarşik olarak konumlandırılması” olarak tanımlanmıştır. Sözlük tanımından da anlaşılacağı üzere derecelendirme, bir şahsın (Tüzel/Gerçek) veya ülkenin genel güvenirliliği ve sahip olduğu finansal yükümlülüğün geri ödeme kapasitesinin çeşitli ekonomik, mali, politik ve yapısal göstergeler dikkate alınarak incelenmesi ve değerlendirilmesidir.

Sözlük anlamıyla derece: ‘Bir süreç içindeki durumlardan her biri, basamak, aşama, rütbe, mertbe anlamındadır. Derecelendirme: “Bir şeyin veya bir kimsenin sahip olduğu değerlerin kalite düzeylerinin ortaya konulması” işlemi; aynı zamanda “şirketlerin, taşınır değerlerinin ticari riskine, ülkelerin de siyasi risklerine göre güvenilirliğinin derecelendirme kuruluşları tarafından belirlenip sıralanması” olarak tanımlanmaktadır (TDK 2013).

Derecelendirme, bir ekonomik birimin kredi geçmişi ve kullandığı kredileri geri ödeme kapasitesinin saptanması için yapılan ölçme işleminin bütünüdür. Bu durumda derecelendirme, borçlunun ana para ve faiz yükümlülüklerini ödeme isteği ve kabiliyetinin zamanında ve tam olarak yerine getirilip getirilememesini hesaplayan bir araç olarak da ifade edilmektedir (Yaslıdağ 2007: 130).

Derecelendirme, işletmelerin veya sermaye piyasası kurumlarının risk durumları ve ödeyebilirliklerinin, borçluluğu temsil eden sermaye piyasası araçlarının, ana para, faiz ve benzeri yükümlülüklerinin vadesi geldiğinde karşılanabilme riskinin kredi derecelendirme kuruluşları tarafından belirli kriterler ışığında değerlendirilerek sınıflandırılması faaliyetidir. Bahse konu derecelendirme faaliyeti, işletmelerin veya ülkelerin, likiditesinin mali yükümlülüklerini karşılama gücünün, kârlılığının ve mali yapısının sektörel, ekonomik, mali, politik ve sosyal koşullar dikkate alınarak incelenmesi, değerlendirmesi ve sınıflandırması suretiyle yapılmaktadır (SPK² Mevzuatı 2007 : Md.5).

Kredi derecelendirme kavramı, açılacak kredilerin, zamanında ve tam olarak geri ödenebilme ihtimali hususunda uluslararası sermaye piyasalarındaki ölçütlere uygun ve objektif bir ölçü sağlamak amacıyla, borçlunun ihraç ettiği menkul kıymetlere yatırım

¹ BSTS : Batı Kökenli Alıntıların Sözlüğü.

² SPK : Sermaye Piyasaları Kurulu.

yapılması halinde, yatırımcının bundan dolayı yükleneceği riskin belirlenmesidir (Karagöz 1990).

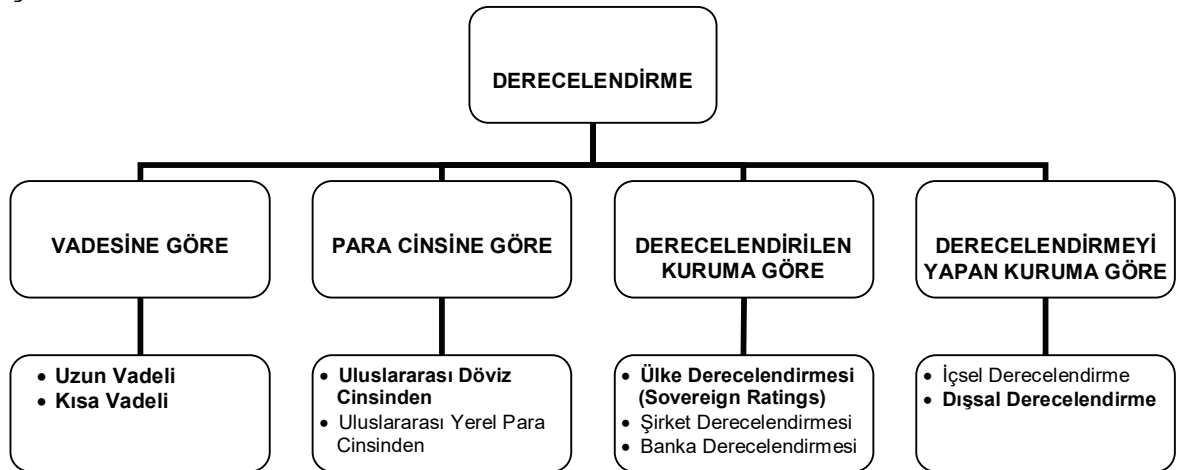
Kredi derecelendirmesi ilgili taraflara³ alınan risk konusunda önemli bir bilgi kaynağı teşkil eder. Bu da taraflar arası eşit bilgi sahibi olmamaktan kaynaklanan temsil maliyetlerini⁴ azaltır ve piyasaların daha etkin ve efektif çalışmasına katkıda bulunur (Seval 2014: 12). Finansal piyasalarda kredi arz ve talebinin küreselleşme ile birlikte artmasıyla, yatırımcılar, ihracatçı kuruluşlar ve diğer girişimciler için fırsatlar oluşmuş bu durum kredi pazarlayan kurumların yeni ulusal ve uluslararası pazarlara açılmasına yol açmıştır. Kredi Pazarlayan Kurumların bölgeyi tam olarak tanımamaları çeşitli zorlukları beraberinde getirmiş ve bu zorluklar kredi derecelendirilmesini ve kredi derecelendirme kuruluşlarına doğan ihtiyacı ortaya çıkarmıştır.

Derecelendirme kavramı üzerine küresel piyasa hâkimiyeti olan üç kuruluş; Moody's Investor Service, Standard&Poor's ve Fitch Ratings'in notu ifade eden farklı farklı tanımları olmasına rağmen derecelendirme faaliyetleri sonucunda hemfikir olunan yegane husus, verilen kredi notunun "**bir görüş, düşünce veya ifade**" olduğudur (Eren 2010:113).

1.1.1.1 Kredi Derecelendirme Türleri

Derecelendirme türlerini **vadesine, döviz cinsine, derecelendirilen kuruma ve derecelendirmeyi yapan kuruma göre** dört şekilde tasnif edebiliriz.

Şekil 1.1 Derecelendirme Türleri



Kaynak: Akçayır, Ömer, Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Güvenirliklerinin Sorgulanması: Türkiye'nin Kredi Derecelendirme Geçmişi ve Bugünü (1992-2012), Y.L.Tezi, Isparta, 2013: 14.

³ Yatırımcılar, ihracatçılar, girişimciler vb.

⁴ Agency costs.

Vadesine göre derecelendirme uzun vadeli derecelendirme ve kısa vadeli derecelendirme olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. **Uzun vadeli derecelendirme**, uzun vadede daha genel kriterleri göz önüne alarak yükümlülüklerin yerine getirilebilme olasılığını belirtmekle birlikte, **1 yıldan fazla** süreli anapara ve faiz gibi yükümlülüklerin tam olarak yerine getirilip getirilemeyeceğini ifade etmektedir. **Kısa vadeli derecelendirme** ise **bir yıl veya daha kısa** süreli anapara ve faiz gibi yükümlülüklerin yerine getirilmesinde para ve sermaye piyasalarına erişim, likidite ve sermaye elde edilmesi durumunu ölçmememize yarayan kredi derecelendirme türüdür (Akbulak 2012:175).

Para Cinsine göre derecelendirme, **uluslararası döviz cinsinden** ve ilgili para cinsinden olan yükümlülüklerin ilgili para cinsini yaratarak yerine getirebilme durumunun notlandığı **uluslararası yerel para cinsinden derecelendirme** olarak ikiye ayrılmaktadır.

Verildiği kuruma göre derecelendirme notları genelde ülke notu, şirket notu ve banka notu olarak üçe ayrılmaktadır. Ülke Notu, bir ülkenin borç yükümlülüğünü tam (anapara ve faiz ödemesiyle) ve zamanında yerine getirebilmesini ölçen nottur. Derecelendirmede temel kriter politik, mali, harici ve ekonomik riskleri içeren skorları oluşturmak için hükümet şekli, politik sistem, politik istikrar, uluslararası ilişkiler, uluslararası ekonomik durum, hayat standartları, nüfus ve işgücü yapısı, gelir dağılımı, borç göstergeleri, cari işlemler dengesi, enflasyon gibi çeşitli etkenler riskleri belirlemede göz önüne alınmaktadır. Şirket notu, banka notu, belediyelere verilen notlar ve sigorta şirketi notları ülkeye verilen notun daha üstünde olamamaktadır. Çünkü bu kuruluşlar genelde ülke sınırları içinde borçlanmakta ve dolayısıyla ilgili kuruluşların alabileceği en yüksek kredi derecelendirme notu, ülke derecelendirme notundan teşekkül etmektedir. İstisna olarak, kredibilitesi yüksek olan firmaların uluslararası piyasadan borçlanma imkanının olması durumunda, ilgili firmanın derecelendirme notu, ülke notundan daha yüksek veya daha iyi olabilmektedir. Şirket Notu, şirketlerin yatırımcılar açısından risk derecesini göstermektedir. Şirketlerin yükümlülüklerini yerine getirebilmesi hakkında görüş veren derecelendirmede şirketin yönetimi, stratejisi, faaliyetleri, finansal durumu, sektörün yapısı ve performansı gibi kriterler göz önüne alınmaktadır (Sipahi 2010).

Derecelendirme faaliyetini **derecelendirmeyi yapan kuruluşa göre** ayırdığımızda dışsal derecelendirme ve içsel derecelendirme olmak üzere iki farklı çeşidi bulunmaktadır: (Yazıcı 2009: 4) **Dışsal Derecelendirme**; Kredi Derecelendirme Kuruluşları tarafından, bildiğimiz anlamdaki derecelendirme işlemini ifade eder. Firmaların sermaye piyasalarından borçlanabilmesini sağlamak amacı ile yapılan gösterge niteliğindeki derecelendirme işlemidir. **İçsel Derecelendirme**; Bankaların, kendisinden borç talebinde

bulunan müşterilerine, kendilerine ait içsel değerlendirme kriterleri kapsamında verdikleri notları ifade etmektedir. Bankalar, içsel derecelendirmelerinde müşterilerin finansal tablolarını, resmi belgelerini, tüm içsel ve dışsal nitelik ve niceliksel referans kaynaklarını talep ederler. Sistemin sağlıklı çalışmasının temel esası, dışsal derecelendirmeye göre verilere kolay, somut ve standart biçimde ulaşılabilmesi ve geçmişe dönük arşiv kayıtlarının oluşturularak işlenebilir hale getirilmesi gerekmektedir.

Derecelendirme, derecelendirmenin yapıldığı kuruma göre tasnif edilmek istenir ise, derecelendirme notu “**Ülke Notu**”, “**Banka Notu**”, “**Sigorta Şirketi Notu**”, “**Şirket Notu**” ve “**Belediyelere Verilen Notlar**” gibi kategorilerde incelenebilir. Fakat bu çalışmada diğer derecelendirme notlarını da dolaylı veya dolaysız etkileyen, en üst derecelendirme notu olarak kabul edilen ve konumuzla birinci dereceden ilgili olan “**Ülke Notu**”⁵ kavramı ele alınacaktır.

1.1.1.2 Kredi Derecelendirme Faaliyetlerinin Önemi ve Yararları

19. yüzyılda ortaya çıkan ve ABD’den borç talebinde bulunanlar ile bu kişilere fon temin edenler arasında ilişkilerin resmi bazda gerçekleşmesini sağlamak amacıyla geliştirilen derecelendirme kavramı, sonrasında yatırımcıyı uluslararası piyasada bilgilendirme enstrümanı, iç piyasaların gelişmesine ve bu gelişimle beraber uluslararası alanda da sermaye piyasalarının hızlı bir büyüme ivmesi kazanmasına olanak sağlamıştır (Babuşcu; Hazar 2008: 349).

Kredi derecelendirmesi sonucunda alınacak not, şirketlerin ve hükümetlerin sermaye piyasalarında fon bulabilmeleri açısından önemlidir. Bankadan kredi almak yerine tahvil ihraç ederek, yatırımcıdan borç almak isteyen devletler ve şirketler verilen notlar sayesinde ihraç ettikleri tahviller için talepte bulunan yatırımcılara kredi değerlilikleri veya diğer bir ifade ile tahvilleri tekrar nakite döndürebilirlikleri hakkında bilgi vermiş olurlar. Kredi derecelendirmesi böylelikle etkin, geniş bir çevrede kabul görmüş, uzun vadeli bir nispi kredi risk ölçüsü olarak tahvil ihraç etme ve satın alma süreçlerini kolaylaştırmış bir unsur olarak ifade edilebilir. Yatırımcılar ve piyasadaki diğer katılımcılar yatırım kararı sürecinde yatırım yapabileceği ülke veya şirketin kredi notunu kendi risk tolerans seviyesi ile kıyaslamak suretiyle araç olarak kullanırlar. Böylelikle devletler ve belediyeler kamu projeleri, şirketler genişleme ve AR-GE faaliyetleri için piyasalardan fon sağlama imkânını sağlamış olurlar (Seval 2014:8).

Ülkeler günümüzde derecelendirme kuruluşlarından aldıkları notlar ölçüsünde dış borçlanma yoluna daha kolay gidebilmektedir. Derecelendirme notu yüksek olan ülkenin

⁵ Sovereign Rating : Ülke Derecelendirmesi

borcunu ödeme kapasitesi de yüksek olacağından, bu ülkeler yatırımlarının finansmanında daha kolay kredi bulabilmektedir.

Elde edilen daha kolay kredinin yanında derecelendirme faaliyetinin ekonomik hayata kazandırdığı yararlar incelendiğinde (Babuşcu ; Hazar 2008: 350);

- İktisadi anlamda güvenilir, istikrarlı ve gelişen mali piyasalara olanak sağlaması,
- Ülke ekonomilerinin yatırımlarında kullanabileceği dış kaynağa erişimin kolaylaşması,
- Piyasaların uluslararası ölçekteki diğer piyasalarla bütünleşmesi,
- Ülke Ekonomilerindeki genel olarak risk seviyesinin sınırlandırılması,

kredi derecelendirme faaliyetinin öne çıkan faydaları olarak sıralanmaktadır.

Diğer taraftan S&P Guide to Credit Rating Essentials (2010) adlı doküman kredi derecelendirme notlarını kimlerin kullandığı veya yararlandığına yönelik şu şekilde açıklık getirmektedir;

a. Yatırımcılar

Yatırım kararı alırken veya mevcut portföylerini yönetirken kredi riskini değerlendirmek maksadıyla yatırım yapacağı ülke veya şirket hakkında kredi derecelendirme notlarını kullanırlar. Böylece yatırımcılara, yatırım listelerini değerlendirirken verilen notlar baz alınarak daha güvenilir seçimler yapma imkanı sağlanmış olur.

Yatırımcılar, alacakları riskin getiri analizini yaparak, gerçekleştirecekleri yatırımın risk eğilimlerini incelemektir. KDK'lar çeşitli araştırmalar ve analizler sonucu ortaya koydukları veriler ile piyasadaki belirsizliği ve riski azaltmayı amaçlayarak, yatırımcılara daha şeffaf ve anlaşılır bir ortam sunmaya çalışırlar.

b. Aracı Kurumlar

Sermayenin yatırımcıdan ihracatçıya ulaşmasında aracılık yapan kuruluşlardır. Sermaye piyasasında aracılık faaliyetlerinde bulunan kuruluşlar için iki türlü işlevden söz edilebilir. Bunlardan ilki; birincil piyasa faaliyetleri yani menkul kıymetlerin ihracına aracılık etmeyi diğeri ise; ikincil piyasadaki faaliyetleri yani ihraç edilmiş olan menkul kıymetlerin alım ve satım işlemlerine aracılık etmeyi içermektedir. Diğer bir ifadeyle;

- Menkul kıymet ihraç edip fon talep edenler ile menkul kıymetler karşılığında fon arz edenler arasında aracılık etmek,

- Menkul kıymetleri elinde bulunduranlar arasında aracılık etmek, şeklinde açıklanabilir.

Aracılık faaliyetleri, sermaye piyasası araçlarının yetkili kurum ve kuruluşlar tarafından kendi nam ve hesabına, başkasının nam ve hesabına veya kendi namına başkasının hesabına ticari amaçla alım, satım işlemlerini kapsamaktadır. Belirtilen aracılık faaliyetlerini SPK'dan yetki belgesi almış kurum veya kuruluşların yürütmesi yasal olmakla birlikte, aracılık faaliyetleri; halka arza aracılık, alım ve satıma aracılık şeklinde gerçekleştirilebilmektedir.

c. Borç İhraç Edenler

Derecelendirme ile ilgili ihtiyaçların artarak piyasalara yönelik belirsizliklerin azaltılma çabalarının hız kazanması, 1980'li yılların ortalarına rastlamaktadır. 1970'lerdeki borç krizleri⁶ ve 1982 Meksika olayı⁷, uluslararası para sisteminin daha hızlı ve etkin bir kredi derecelendirmeye olan ihtiyacını gündeme gelmesine neden olmuştur. Bir taraftan IMF ve Dünya Bankası gibi kuruluşlardan beklenen performansın görülemeyişi, diğer taraftan da finans sistemindeki hızlı büyüme, küreselleşmeye giden yol ve farklılaşma, derecelendirme kuruluşlarının ön plana çıkmasına sebebiyet vermiştir.

Şirketler, finansal kuruluşlar, hükümetler ve belediyeler çeşitli borç enstrümanları piyasaya sunarken kredi değerliliklerini ve sundukları borç enstrümanlarının göreceli riskine ilişkin piyasaya bağımsız bir görüş olan kredi derecelendirme notlarını da beraberinde sunarlar. Böylelikle bu kuruluşlar piyasayı kendi göreceli kredi değerlilikleri hakkında bilgilendirerek daha geniş bir yatırımcı çevresine ulaşma imkanını da elde ederler. Ayrıca kredi derecelendirme notları, ihraç edilen borç enstrümanları neticesinde alacaklılara ödenecek faiz oranı konusunda da belirleyici olmaktadır. Çünkü genel bir ifade ile alınan yüksek not, yüksek kredi değerliliği anlamına geleceğinden ihraç edilen borcun faizi yani alacaklıya ödenecek faiz ödemesi de daha düşük olacaktır. Diğer taraftan düşük kredi notu, zayıf kredi değerliliği anlamına geleceğinden alacaklıya ödenecek faiz daha yüksek olabilecektir.

⁶ İlk önce 1973 ve ardından 1979 petrol krizleri ile birlikte başta az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler olmak üzere pek çok ülke dış ödeme güçlükleri ile karşı karşıya kalmış, Petrol İhraç Eden Ülkeler Birliği (OPEC)'in petrol fiyatlarına yaptığı yüksek oranlı zamlar nedeniyle bahse konusu ülkelerin ödemelerini dış borçlanma yoluyla karşılama çabası ve ardından borçların ödenmesinde karşılaşılan güçlük sonucu bunalım, dış borç krizi şeklinde ortaya çıkmıştır.

⁷ Bu kriz Meksika'da başlayan bir borç ödeyememe durumuyla ortaya çıkmıştır. Sonrasında sermaye'nin Latin Amerika ülkelerini terk etmesiyle meydana gelmiştir.

1.1.2 Derecelendirme Faaliyetlerinin Tarihsel Gelişimi ve Kredi Derecelendirme Kuruluşları

1.1.2.1 Derecelendirme Faaliyetlerinin Tarihsel Gelişimi

Kredi derecelendirme kuruluşlarının geçmişi 1800'lü yılların ikinci çeyreğine kadar dayanmaktadır. 1837 yılında ABD ekonomisinde gerçekleşen büyük bunalımın ardından, şirketler verdiği taahhütlerini yerine getirememiş, bunun neticesinde ise birçok yatırımcı mağdur duruma düşmüştür. Bu ekonomik bunalımdan etkilenen yatırımcılardan biri olan Lewis Tappan⁸ birçok yatırımcı adına yatırımların yönlendirilebileceği şirketleri izlemek ve değerlendirmek amacıyla "Mercantile Agency" şirketini kurarak bu alanda faaliyete başlamıştır. Bu şirket, başlangıçta derecelendirme simgeleri kullanmadan belirli dönemlerde sadece üyelerini bilgilendirme amacıyla faaliyetlerini yürütmüştür. O dönemde oldukça zarara uğrayan Tappan, kendisi ve arkadaşlarına ait müşteriler ile borçluların kredi değerliliğini belirlemede daha resmi bir yöntem geliştirmiştir. Bahse konu yöntemde Tappan, ABD'de doğu ve batı eyaletlerinde, genellikle avukat mesleğine haiz kendi bölgelerindeki işler ve kişiler hakkında bilgi toplayan 180 muhabir ile bir bilgi ağı kurmuş, bu ağ ile elde edilen bilgiler sözlü olarak müşterilere iletilmiştir (Karagöl ve Mihçioğur 2012: 2).

Risk, yatırımcı için ölçülmesi gereken bir kavram olarak ilk defa menkul kıymetler alanında gerçekleşmiştir. Amerika'da demiryolu yatırımlarının analizini yapan John Moody tarafından 1909 yılında kurulan Moody Yatırım Hizmetleri Şirketi Menkul kıymetlerin derecelendirilmesine ilişkin ilk verileri kamuoyuna duyurmuştur. Bu verilerini "Demiryolları Yatırımının Analizi" adlı eserinde yayımlamış, geliştirmiş olduğu derecelendirme sistemini 1924 yılına kadar kullanmış, 1924 yılından günümüzde harf ve rakamları içeren halihazır kullanılan derecelendirme skalasını piyasaya sunarak kullanmıştır. 1924 yılına kadar kullandığı sistemde (Moody's 1997:4);

- A-** En yüksek kalitedeki borç,
- B-** Orta kalitedeki borç,
- C-** Düşük kalitedeki borç,

olarak derecelendirme cetvelinde yer almıştır.

Moody Yatırım Hizmetleri Şirketini 1916 yılında yine kredi derecelendirme alanında faaliyetlerine başlayan Poor's Publishing şirketi izlemiş ve 1922 yılında Standard Statistics Company'nin kurulmasıyla bu şirket Poor's Publishing şirketi ile birleşerek Standard & Poor's ismi ile yoluna devam etmiştir (Dodd ve Setty, 2003). 1924 yılında yine bu alanda

⁸ **Lewis Tappan**, 1788–1873 yılları arasında yaşamış köleliğin kaldırılmasına öncülük etmiş bir yatırımcı.

hizmet göstermeye başlayan üçüncü şirket Fitch Publishing Company of New York adını alarak derecelendirme faaliyetlerine başlamıştır (Babuşcu, Hazar 2008: 349).

Kredi derecelendirme kuruluşları, bağımsız bir şekilde kredi değerliği görüşü sağlamak suretiyle verdikleri notlar ile yatırımcılar, ihracatçılar, kredi talep edenler ve hükümetler tarafından çeşitli nedenlere kullanılan kuruluşlar olarak tanımlanabilir. Bu kuruluşlar özel ve kamu sektörü ile bunlara ait menkul kıymetlerin risklerini ölçmekte ve ilgililer için belirli dönemlerde sonuçlarını yayımlamaktadır. Günümüze kadar bu alandaki bir çok girişim olmasına rağmen Moody's, Standard&Poor's ve Fitch Derecelendirme Kuruluşları piyasa hakimiyeti olarak yaklaşık %95'lik bir payı elinde bulundurmaktadır (Infrangilis 2012:12).

Bahse konu üç şirket yaptıkları risk analizleri ile hemen hemen tüm dünya piyasalarında etkili olmakla beraber, hiçbir ülke bu kuruluşlar tarafından verilmiş olan ülke puanından daha yüksek bir puanla değerlendirilememektedir. Dolayısıyla bu kuruluşların verecekleri yüksek notlar, borçlanacak olan ülkelerin daha rahat koşullarda ve daha çeşitli dış borç bulma imkanına erişmesini sağlayacak, aksi durumda bu kuruluşlar bahse konu ülkelerin kredi notlarını düşürdükleri takdirde ülkenin dış borç bulma imkanları zorlaşacak ve bu da temin ettikleri yabancı finansmanın yükümlülüklerini arttıracaktır.

Yatırımcılarını önemli ölçüde koruyan bir ülkenin sahip olduğu sermaye piyasasına, uluslararası nitelikteki yatırımcıları çekme ihtimali daha yüksek olacaktır. Sermaye piyasalarındaki bir çok yatırımcı, dış piyasalara girerken ihtiyaç duyulan bilgilere sahip olamamaktadır. İşte bu noktada derecelendirme kuruluşları devreye girerek yatırımcıların bu tür bilgi ihtiyaçlarını karşılamak ve kararlarında yardımcı olmak maksadıyla, sistemleştirilmiş ve her birinin belirli anlamları olan notlarla yatırımcıların aydınlatılmasına katkı sağlamaktadır (Babuşcu, Hazar 2008: 349).

Derecelendirme kuruluşları tarafından finansal kurumlar, bankalar ve ülkelerin derecelendirilmesi sonucunda elde edilen kısa semboller ile ifade edilen verilerin anlaşılması daha kolay ve pratik olmuştur. Derecelendirme faaliyeti sürecinde derecelendirmeye konu; firma, kurum veya ülke hakkında bilgiler toplanmaktadır. Toplanan bilgiler genel olarak kuruluş, kısa geçmiş, strateji, felsefe, faaliyet durumu, finansal yönetim, muhasebe politikası, gelecekte yapılması düşünülen projeler ve potansiyel kazançları içermektedir (Yaslıdağ 2007: 130).

Derecelendirme, ilgili firma veya ülkenin başvurusu üzerine veya başvuru olmaksızın derecelendirme şirketinin kendi değerlendirmesi ile de yapılmaktadır. Eğer ilgili ülkenin başvurusu olmaksızın derecelendirme işlemi yapılmışsa bu **“istenilmeyen**

derecelendirme” olarak adlandırılır. Örneğin; Moody’ s Investor Service şirketinin bir talep olmadan, kendiliğinden yaptığı değerlendirmelere istenilmeyen derecelendirme denir. Bu derecelendirme ile şirket veya ülkenin derecelendirme kuruluşuna belli bir ücret ve katkıda bulunmadığını gösterir, diğer taraftan bu derecelendirmenin şirketin bir inceleme yaptırıp bedelini ödemesi için bir çeşit baskı unsuru olarak da görülebilmektedir. Aynı şekilde ilgili ülke ve şirketin başvurusu ile derecelendirme yapılacaksa bu işlem “istenilen derecelendirme” olarak adlandırılmaktadır.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının çeşitli yatırım dinamikleri gerçekleştirebilecek farklı yatırımcı profilleri için kısa vadeli ve uzun vadeli yükümlülükleri içerecek şekilde ayrı ayrı not sistemleri mevcuttur. Kısa vadeliyi içeren notlar finansman bonusu piyasasında kullanılmakla beraber, uzun vadeli notlar daha önem arz ederek DYSY’ler üzerinde kullanılmaktadır. Çünkü DYSY’lerin daha kalıcı yatırımlar olması nedeniyle yatırımcı, kreditor veya diğer ilgili taraflar kredi değerliliği ölçüsü olarak daha ziyade uzun vadeli notları kendilerine referans olarak almaktadır (Seval 2014:13).

Bu kuruluşların her birinin kendi derecelendirme sistemleri bulunmakla birlikte, tahvillerin risk kategorilerini ifade etmek için benzer bazı semboller kullanılmaktadır. Bu sembollerin anlamları karşılaştırıldığında ise birbirinden farklılık göstermediği görülmektedir. Genel olarak, uzun vadeli derecelendirme semboljisi A, B, C ve D harfleri ile başlamaktadır (Bakdur, Gülyeter 1999).

Tablo 1.1 Not Düzeyleri

Not Düzeyi	Anlamı
A	Derecelendirilen şirketin ödeme gücünün çok iyi düzeyde olduğunu göstermektedir.
B	Şu an tanımlanan bir risk olmamasına karşın, gelecekte bir sorunla karşılaşılabilen anlamı taşımaktadır.
C	Belirli bir ödeme dengesi bozukluğu olduğunu belirtmektedir.
D	Tamamen istikrarsız, riskli, hakkında uzun vadede bir şey söylenemeyecek piyasa, kurum veya kuruluşlar için kullanılmaktadır.

Kaynak : Bakdur, A. ve Gülyeter D., Kredi Notu Uygulaması ve Bazı Ülkelerin Kredi Notları, DPT Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Ankara, 1999.

Üç büyük derecelendirme kuruluşunun not tanımları sembolize edilerek üç kategoriye ayrılmıştır. Bu kategoriler; “Yatırım Yapılabilir Seviye” , “Spekülatif Seviye” ve

“ÇÖP/Default (Borcunu Ödüyememe)” seviyesi olarak sınıflandırılmıştır. Yatırım Yapılabilir Seviyede olan bir notlama, şirketin borç aracının (bono,tahvil vs.) veya ülkenin kredi riskinin oldukça az, temerrüt ihtimalinin düşük ve büyük oranda şüpheli ve hileli piyasa hareketlerinden etkilenmediğini göstermektedir. Notun Spekülatif seviyede olması yatırım ihtimalinin bulunduğunu ancak şirket veya ülkenin sağlam bir altyapıya sahip olmaması nedeniyle manipülasyona açık olduğunu vurgulamaktadır. Çöp seviye ise yatırım yapılamayacak kadar riskli şirket veya ülke anlamına gelmektedir(Ayaz, 2012).

Kredi derecelendirme notlarının beraberinde sahip olduğu bazı ilave semboller mevcuttur. Kredi notları borçlunun temel derecelendirme kategorilerindeki görece durumunu belirtmek için (+) ve (-) işaretlerle güçlendirilebilir. Diğer bir ifade ile verilen kredi notunun bir uzantısı da bu notun görünümüdür (rating outlook). Bu görünüm ‘pozitif’, ‘durağan’ veya ‘negatif’ şeklinde gerçekleşebilmektedir. Çoğunlukla verilen notun dönem içinde ne yönde hareket edeceğine ilişkin yatırımcıya fikir veren simgelerdir. Pozitif görünümlü kredi notlarının kısa bir süre içinde yukarı yönlü, negatif görünümlü kredi notlarının ise aşağı yönlü hareket edeceği varsayımı ile verilmektedir (Seval 2014:14).

Derecenin yanında yer alan negatif sembolü, bu notun üç yıllık bir süre içinde düşürülebileceğini, pozitif sembol ise notun aynı süre içerisinde yükseltilebileceğini ifade etmektedir. Durağan (Stable) olarak belirtilen notların ise değişme ihtimalinin çok az olduğu ifade edilmektedir.

KDK⁹lar, ülkelere ve şirketlere ilişkin verdiği kredi notlarını risk seviyesinin düşük olarak kabul edildiği “prime” seviyesinden “iflas” seviyesine kadar pek çok not basamağından teşkil edilen bir ölçekte belirlemektedir. Kredi notları yerli ve yabancı para cinsinden verilebilmektedir, ancak küresel finansal piyasalarda bir ülkeye ait risk seviyesinin göstergesi olarak o ülkenin küresel sermayeye ulaşımında belirleyici nitelik taşıyan uzun vade ve yabancı para cinsinden verilen not ifade edilmektedir. “Yatırım yapılabilir” seviye olarak değerlendirilen kredi notları, Standard&Poor's (S&P) ve Fitch'in derecelendirme sistemine göre BBB- ve üstü, Moody's derecelendirme sistemine göre ise Baa3 ve üstündeki kredi notlarını içermektedir (Kanlı, Barlas 2011 :3).

⁹ KDK : Kredi Derecelendirme Kuruluşları.

Tablo 1.2 Üç Büyük Kredi Derecelendirme Kuruluşunun Not Tanımları

Moody's		S&P		Fitch		DERECE	SEVİYE	
Uzun Vadeli	Kısa Vadeli	Uzun Vadeli	Kısa Vadeli	Uzun Vadeli	Kısa Vadeli			
Aaa	P1	AAA	A1+	AAA	F1+	En Yüksek Deceli	Yatırım Yapılabilir Seviye	
Aa1		AA+		AA+		AA+		Yüksek Dereceli
Aa2		AA		AA		AA		Üst Orta Sınıf
Aa3		AA-	AA-	AA-				
A1		A+	A1	A+	F1			
A2	P2	A	A2	A	F2	Alt Orta Sınıf		
A3		A-		A-				A-
Baa1		BBB+		BBB+				BBB+
Baa2	P3	BBB	A3	BBB	F3	Yatırım Yapılamaz		
Baa3		BBB-		BBB-				BBB-
Ba1		Not Prime		BB+			B	BB+
Ba2	BB		BB	BB	Son Derece Spekülatif			
Ba3	BB-		BB-	BB-	Önemli Riskler Büyük Ölçüde Spekülatif Kurtarılması Beklenen İflası Yakın			
B1	B+		B+	B+				
B2	B		B	B				
B3	B-		B-	B-				
Caa1	C		CCC+	C	CCC	C	İflas	
Caa2			CCC		CC			CC
Caa3			CCC-		C			C
Ca			CC					
D		C						
D		D		DDD		ÇÖP / Default		
		DD		DD				
		D		D				

Kaynak : <www.moody's.com>, <www.standardpoors.com>, <www.fitchratings.com>

Yine aynı şekilde Tablo 1.2 yi incelediğimizde spekülatif seviye kredi notu Fitch ve S&P için "C" ve "BB+" aralığı iken, Moody's için "Ca" ve "Ba1" aralığında gerçekleşmektedir.

1.1.2.2 Küresel Ölçekte Faaliyet Gösteren Kredi Derecelendirme Kuruluşları

KDK'lar, sermaye piyasalarının etkin, efektif, istikrarlı ve güvenilir biçimde çalışmasını sağlamayı amaçlayan, piyasaya sunulan bilgilerin zamanında ve doğru biçimde analiz etme konusunda bazı yetersizlikleri bulunabilen, küçük tasarruf sahiplerini koruyan, kamuoyu aydınlatma fonksiyonunun işleyişini kolaylaştıran sermaye piyasalarının yardımcı ve tamamlayıcı bir unsurdur (Eren 2010:113).

Küresel ölçekte faaliyet gösteren kredi derecelendirme kuruluşlarını ele aldığımızda, ülke derecelendirmesi yapan önemli KDK'ları Stéphane Destraz ve Raphaël Lahaye'nin 2012 yılında yaptığı ve European Banking Authority kaynaklı çalışmasında göreceğimiz üzere üç büyük KDK'nın kredi derecelendirme yoğunluğu Tablo 1.3'te dikkat çekmektedir. Çoğunluğunu Avrupa Birliği üyesi ülkelerin oluşturduğu tabloda yer alan tüm ülkelerde Moody's , S&P ve Fitch kredi derecelendirme faaliyetlerinde yetkili kılınmıştır.

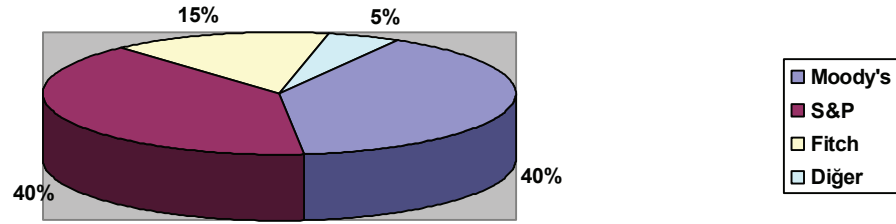
Tablo 1.3 Ülke Derecelendirmesi (Sovereign Rating) Yapan Önemli Derecelendirme Kuruluşları

Ülkeler	Kredi Derecelendirme Kuruluşları													
	Fitch Ratings	Moody's	Standard & Poor's	Dominion Bond Rating Service	Japan Credit Ratings Agency Ltd.	Rating & Investment Information Inc	Creditreform Rating AG	ICAP SA	COFACE	Lince	A.M. Best Company Inc	Egan-Jones Rating Company	Kroll Bond Rating Agency Inc	Realpoint LLC
Avusturya	*	*	*	*										
Belçika	*	*	*		*									
Almanya	*	*	*		*		*							
İspanya	*	*	*											
Fransa	*	*	*	*	*					*				
Macaristan	*	*	*	*	*					*				
İrlanda	*	*	*	*	*									
İtalya	*	*	*							*				
Lüksemburg	*	*	*		*									
Hollanda	*	*	*	*										
Portekiz	*	*	*					*	*					
İsveç	*	*	*	*										
İngiltere (U.K.)	*	*	*											
Türkiye	*	*	*		*									
ABD	*	*	*	*	*	*					*	*	*	*

Kaynak : Destraz, Stéphane; Raphaël, Lahaye. Are Credit Ratings Trustworthy, Empirical Study On The Dependence Of Corporate Defaults To Market Risk Within Investment Grade And Speculative Grade Range, Fransa, 2012 : 4.

Latince "Kırılmaz" anlamına gelen Infrangilis İngiltere'nin Manchester şehrinde bir kredi derecelendirme değerlendirme şirketi olup, Mayıs 2012 yılında hazırladığı raporda Moody's ve Standard&Poors şirketlerinin derecelendirme piyasanının %80'ine hakim olduğu ve bu iki şirketin bıraktığı küçük paya ise Fitch Ratings' in %15 ile sahip olduğu raporlanmıştır. Bu yayında görüleceği üzere Piyasada genellikle iki büyük şirketin hakimiyeti geçerli görülmekte, tamamlayıcı ya da üçüncü bir görüş olarak Fitch Ratings'in verileri kullanılabilmektedir.

Şekil 1.2 Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Piyasa Hakimiyetleri



Kaynak : Infrangilis, Rating Sovereign Raters Credit Rating Agencies - Political Scape goats or Misguided Messengers, Manchester, England, 2012: 12
<http://sustainabilityinausterity.files.wordpress.com/2011/08/rating-sovereign-raters.pdf>,
 Erişim Tarihi : 02.11.2014.

Yine bu raporda günümüzde yaklaşık 200 civarında KDK'nın olduğu belirtilmekte, fakat bu derecelendirme kuruluşları piyasa hakimiyetiyle % 95 civarına ulaşan üç şirket kadar itibar görmediği ifade edilmektedir. Son zamanlarda KDK' ların güvenilirliğine yönelik artan eleştiriler, pastadan % 5 kadar düşük bir pay alan diğer şirketlerin yararına olabileceğini göstermektedir (Kaymaz 2012: 29).

Tablo 1.4 incelendiğinde Dominion Bond Rating Service (Kanada) ve Japan Credit Ratings Agency Ltd. (Japonya) 'nın piyasa hakimiyeti olan üç şirketten sonra araştırmaya konu olan ülkeler içerisinde yoğun bir şekilde derecelendirme faaliyetinde bulunduğu görülmektedir.

Tablo 1.4 Piyasadaki Önemli Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Genel Durumu

Kredi Derecelendirme Kuruluşu	Merkezi	Ana Hissedarlar	Piyasa Payı	Toplam Çalışan Sayısı	Yıllık Hasılatı (Dolar)
Moody's Ratings Service	ABD	Berkshire Hathaway	~%40	6,126	2.3 milyar
Standard & Poor's Ratings Service	ABD	McGraw-Hill	~%40	6,300	1.8 milyar
Fitch Ratings	UK/ABD	Fimalac, S.A. & Hearst Corp	~%15	2,000	668.4 milyon
Dominion Bond Ratings Service (DBRS)	Kanada	-	<~%5	-	-
Japanese Credit Rating Agency (JCR)	Japonya	-	<~%5	90	-
Ratings & Investment Information (R&I)	Japonya	Nikkei Group	<~%5	-	55 milyon
Dagong Global Credit Rating	Çin	-	<~%5	500	-

Kaynak: Infrangilis, Rating Sovereign Raters Credit Rating Agencies - Political Scape goats or Misguided Messengers, Manchester, England, 2012:13
<http://sustainabilityinausterity.files.wordpress.com/2011/08/rating-sovereign-raters.pdf>,
 Erişim Tarihi : 02.11.2014.

Benzer şekilde Tablo 1.4'e bakıldığında Kanada ve Japonya'ya ait bahse konu iki şirketin yıllık hasılatları belirtilmemesine rağmen piyasa hakimiyetine sahip üç şirketten sonra geldiği fakat piyasa payının sadece kalan %5'lik dilimin içerisinde kaldığı görülmektedir.

1.1.2.3 Piyasa Hakimiyeti olan Kredi Derecelendirme Kuruluşları

Yukarıda tablolarda da belirtildiği üzere bu bölümde piyasa hakimiyetine sahip üç Kredi Derecelendirme Kuruluşu incelenecektir.

1.1.2.3.1 Moody's Investor Service (1909) (ABD)

Dünyanın en eski derecelendirme kuruluşu Moody's, uluslararası finans piyasalarındaki en büyük ve etkin derecelendirme kuruluşlarından biridir. Dünya çapındaki %40'lara varan etkinliği sebebiyle uluslararası faaliyet gösteren firmaların gerek kredi değerliliklerinin belirlenmesi gerekse firma değerinin tespit edilmesi konusunda özellikle tercih edilen bir kuruluştur.

Moody's, 1900 yılında demiryolu yatırımlarının analizini yapan John Moody¹⁰ tarafından kurulmuş, finansal kurumların, resmi dairelerin, imalat, madencilik, altyapı ve gıda şirketlerinin hisse senetleri ve tahvillerin istatistiklerini içeren detaylı bir kılavuz hazırlamış, iki ay içerisinde satılan bu kılavuz ile 1903 yılında dünya çapında bir etki yaratmıştır.

1907 yılında borsa çöktüğünde Moody's piyasada tutunabilmek için yeterli sermayeye sahip olmadığından kılavuzunu satması için ekonomik güç sahipleri tarafından baskı altına alınmıştır. 1909 yılında yepyeni bir fikirle derecelendirme alanına geri dönen Moody's, ABD demiryollarının hisse senedi ve tahvil analizi işine girerek menkul kıymet pazarında yeni bir öncülüğe imza atmıştır. Moody's, demiryolları yatırım analizi ile takipçilerine demiryollarının faaliyeti, yönetimi ve finansmanı konusunda analitik ilkelere dayanan tanımlamaları sağlamıştır.

Moody's firmaların yönetimi, sermayeleri ve hazırlanmalarında basit bilgileri içeren verileri toplamak yerine analizlerin daha güvenli ve anlaşılır olması için yatırımcılara yeni bir olanak sunarak demiryolları ve menkul kıymetlerinin analizini yapan bir kitap¹¹ yayımlamıştır. Bu kitap, nispi yatırım kalitesi hakkında yatırımcılara özet bilgi vererek, kısa zamanda yatırımcıların başlıca yatırım kılavuzu halini almıştır.

¹⁰ John Moody (2 Mayıs 1868 – 16 Şubat 1958) Amerikalı Finansal Analizci ve Yatırımcı.

¹¹ The Railroad Builders; a Chronicle of the Welding of the States(Son Basım Tarihi : 4 Şubat 2010)

1913 yılına gelindiğinde ise Moody's sanayi şirketleri ve yan kuruluşlarının analizlerini de değerlendirmeye başlayarak faaliyet alanını genişletmiş ve 1 Temmuz 1914 tarihinde Moody's Investors Service adıyla Moody's' in Yatırım Hizmetleri Şirketi olarak kurulmuştur. Aynı yıl içerisinde Moody's, ABD'nin şehir ve belediyelerinin tahvillerini değerlendirerek faaliyet alanını daha da genişletmiş, 1924 yılına gelindiğinde ise Moody's derecelendirme faaliyetleri, ABD tahvil piyasasının neredeyse tamamını kapsamıştır.

Moody's, 1929 yılında gerçekleşen büyük buhranda da ülkeleri izlemeye ve derecelendirmeye devam etmiş ve 1970'lerde, Moody's de dahil olmak üzere büyük derecelendirme kuruluşları derecelendirme hizmetleri için ihraççıların yanı sıra yatırımcıların da kredi derecelendirme sistemine dahil edilmesine yönelik uygulamalarına başlamıştır.

Moody's, yerel derecelendirme kuruluşları ile ortak girişimler veya anlaşmalar yoluyla tahvil piyasasında genişlemeye devam etmiştir. Diğer kredi derecelendirme kuruluşları gibi Moody's de kredi derecelendirme notlarını belirlerken analitik (niceliksel) yöntemlerin yanında niteliksel yöntemlere de ağırlık verilmektedir. Bunun altında yatan sebep ise, analitik yöntemlerin hızla değişen veriler ve eklenen yeni değişkenler nedeniyle tek başına notlamada yeterli olmaması ve sağlıklı sonuçlar vermemesidir.

Moody's, dünya genelinde 110'dan fazla ülkede sahip olduğu firmaları veya ortaklık kurduğu o ülkeye ait yerel derecelendirme kuruluşları ile 11.000 ihraç yapan şirket, 22.000 kamu finansmanı ihraççısı, 94.000 civarında yapılandırılmış finansal tahvili kapsayan borçları izlemekte ve derecelendirme faaliyetlerini bu doğrultuda devam ettirmektedir.

Moody's Corporation 2012 yılında 2.3 milyar dolar bir gelir ve dünya çapında yaklaşık 6.200 çalışanı ve 28 ülkede bölge temsilciliğine sahiptir (Karagöl, Mihçioğur 2012:11). Moody's şirketinin derecelendirme işlemi sonucu açıkladığı, Uzun ve Kısa Dönem yatırım seviyelerini gösteren harf ve rakamlardan oluşan Kredi Not Skalası Tablo 1.5 'de belirtilmiştir.

Tablo 1.5 Moody's Yatırım Hizmetleri Şirketi'nin Kredi Not Skalası

Seviye	Notlar	Uzun Dönem Notları	Kısa Dönem Notları
Yatırım Seviyesi	Aaa	Bu gruptaki ülkeler ekonomik riskin en az olduğu derecelendirme açısından en güvenilir ülkelerdir. Yabancı Yatırımcılar açısından bu ülkelere minimum risk seviyesinde yatırım yapılabilir ve birinci sınıf kredi notu ifade edilmektedir. Ülkenin anapara ve faiz ödemelerinde çok güçlü bir kapasiteye sahip olduğunu gösterir. Ekonomik yapısındaki bir değişiklik olsa bile bu notu alan ülkenin güçlü yapısının etkilenmeyeceği, ülkenin ana para ve faiz ödemelerinde bir sıkıntı ile karşılaşmayacağı kabul edilir. Verilebilecek en yüksek kredi notu bu not ile ifade edilmektedir.	Prime-1 (Kısa Dönem Borç Ödemesinde Olabilecek En İyi Kategoridir.)
	Aa1	Bu gruptaki ülkeler çok güçlü bir anapara ve faiz ödeme kapasitesine sahiptir.	
	Aa2	Aaa grubunda yer alan ülkeler ile birlikte güvenilir seviyede değerlendirilirler.	
	Aa3	Ancak bu ülkelerin koruma marjı Aaa grubundaki ülkelere göre daha düşük olduğu için veya koruyucu unsurlardaki dalgalanmalardan daha çok etkilenmesi veya uzun vadeli riskin belirli bir noktadan sonra yüksek olmasından dolayı Aaa derece grubunda yer alan ülkelere nazaran daha düşük derece notu olarak ifade edilir.	
	A1	Bu derece grubunda yer alan ülkeler de benzer şekilde yatırım yapabilmesi/yapılabilmesi açısından güvenilirdir. Orta düzeyin üzerinde bir derecelendirme not sahibi ülkelerin anapara ve faiz ödemelerinin yeterli seviyede güvenilir olduğu gösterir. Ancak, bu not seviyesi güvenilirliği bozabilecek bazı unsurların da ortaya çıkma ihtimalinin var olduğunu ifade eder. Yine de ekonomik şoklarda temkinli olunması gerektiğini gösterir.	Prime-1/ Prime-2 (Oldukça Yüksek)
	A2		
	A3		
	Baa1	Bu grupta yer alan ülkelerin orta derecede güvenilir olduğu kabul edilmiş, anapara ve faiz ödemelerindeki güvenilirliğinin ne son derece zayıf, ne de son derece güçlü olduğu ifade edilmektedir. Ancak, yine de anapara ve faiz ödemelerinde yeterli bir kapasite sahibidir. Yaşanabilecek ekonomik koşullara göre ödemede gecikme riskinin olabileceği bu ülkelere karşı göze alınmalıdır. Diğer bir ifade ile güvenilirliği sağlayan unsurların uzun dönemde azalması veya ortadan kalkması durumu söz konusudur. Bu nota sahip ülkelerin yatırımcılar açısından spekülasyon karaktere sahip olduğu söylenebilir.	Prime-2 (Yüksek)
	Baa2		Prime-2/Prime-3 (Yüksek/Normal)
	Baa3		Prime-3 (Kabul Edilebilir)
Spekülasyon Seviyesi	Ba1	Bu nota havi ülkeler spekülasyon unsurlarına sahiptir. Gelecekleri yönelik önceden bir tahmin yürütmek zordur. Anapara ve faiz ödemelerindeki güvenilirlik genelde orta düzeyde olup ılımlı bir yapıya sahiptir. Bu güvenilirlik gelecekte hem iyi hem de kötü koşullarda korunmayabilir.	Not Prime (Kısa Dönem Borç Ödemesinde Kabul Edilemez Kategorisidir.)
	Ba2		
	Ba3		
	B1	Bu gruptaki ülkelerde uygun yatırım imkanı genel olarak az olmakla birlikte borç ödeme kapasitesi zayıf karakterdedir. Anapara ve faiz ödemelerinin veya diğer şartların yerine getirilmesi hususları uzun dönemde zayıftır. Geleceğe yönelik risk seviyesi fazladır.	
	B2		
	B3		
	Caa1	Bu gruptaki ülkelerde uygun yatırım imkanı genel olarak az olmakla birlikte borç ödeme kapasitesi zayıf karakterdedir. Anapara ve faiz ödemelerinin veya diğer şartların yerine getirilmesi hususları uzun dönemde çok zayıftır. Geleceğe yönelik risk seviyesi çok fazladır.	
	Caa2		
	Caa3		
	Ca	Bu nota sahip ülkelerin genel özelliği spekülasyon karakterde olmalarıdır. Bu ülkeler genel olarak anapara ve faizleri geri ödemezler.	
C	Bu nota havi ülkeler ise en düşük borç ödeme kapasitesine sahip ülkelerdir. Bu ülkelerde yatırım yapılabilme özelliğinin olduğu kabul edilemez. Maksimum seviyede riski ifade eder.		
ÇÖP	D	Ülkenin iflası (temerrüd) kesindir ve borçlarını ertelemeden ödenebilmesi imkansız gibidir.	TEMERRÜD

Kaynak: Moody's Rating Symbols & Definition, 2009 <http://www.moodys.com>, Erişim Tarihi: 15.11.2015.

1.1.2.3.2 Fitch Investor Service (1922) (ABD, İngiltere)

1913 yılında John Knowles Fitch¹² tahvillerle ilgili yayımladığı kitapla¹³ ün kazanmıştır. 1975 yılında “Ulusal Olarak Tanınmış İstatistiksel Derecelendirme Şirketleri” olarak ilk defa Securities and Exchange Commission (SEC) tarafından ilan edilen üç şirketten biri olmuş ve Avrupa kökenli ilk kredi derecelendirme kuruluşudur. Günümüzde 668.4 milyon dolar bir geliri ile yaklaşık olarak 1200 şirket ve 90 ülkeyi değerlemektedir. 1997 yılında İngiltere merkezli önemli bir rakibi olan IBCA ile birleşmiş ve 2000 yılında ise yine önemli bir derecelendirme şirketi olan Duff&Phelps’i bünyesine katarak pazar payını arttırmıştır. 1998 yılından bu yana Fitch Ratings Finansal Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.¹⁴ olarak İstanbul/Türkiye’ de de faaliyet göstermeye devam etmektedir.

Fitch şirketinin derecelendirme işlemi sonucu açıkladığı, Uzun ve Kısa Dönem yatırım seviyelerini gösteren harf ve rakamlardan oluşan Kredi Not Skalası Tablo 1.6 ‘da belirtilmiştir.

Tablo 1.6 Fitch Rating Kredi Not Skalası

Seviye	Notlar	Uzun Dönem Notları	Kısa Dönem Notları
Yatırım Seviyesi	AAA	En yüksek kredi kalitesi: Kredi riskinde en düşük beklentiyi ifade eden bu not yalnızca finansal taahhüdün zamanlı ödenmesi doğrultusunda istisnai çok yüksek ödeme gücü kapasitesini gösterir. Bahse konu kapasitenin öngörülebilir olaylarla etkilenmesi yüksek seviyede ihtimal değildir.	F1+ (En Yüksek Kredi Kalitesi)
	AA+	Çok yüksek kredi kalitesi: Çok düşük kredi riski beklentisini ifade eden bu notlar finansal taahhütlerin zamanlı ödemeleri için yüksek kapasiteyi gösterir. Bu kapasitenin öngörülebilir olaylarla etkilenmesi büyük ölçüde ihtimal değildir.	F1 (Yüksek Kredi Kalitesi)
	AA		
	AA-		
	A+	Yüksek kredi kalitesi: Düşük kredi riski beklentisini gösteren bu notlar finansal taahhütlerin zamanlı ödenmesi kapasitesinin güçlü olduğu düşünülür. Buna rağmen bazı koşullarda ya da ekonomik şartlarda değişimlere veya etkilere açık olabilir.	F2 (İyi Kredi Kalitesi)
	A		F3 (Orta Kredi Kalitesi)
	A-	İyi kredi kalitesi: Halihazır durumda düşük kredi riski beklentisini ifade eden bu notlara sahip ülkelerin, finansal taahhütlerini zamanlı ödeme kapasitesinin yeterli olduğunu gösterir. Ancak, ekonomik koşullardaki değişimlerin bu kapasiteye zarar vermesi daha muhtemeldir. En düşük yatırım notu kategorisini ifade eder.	
	BBB+		
BBB			
Spekülatif Seviye	BBB-		
	BB+	Spekülatif: Özellikle ekonomik koşullardaki değişmeye bağlı olarak kredi riskinin artma olasılığının olduğunu ifade eder. Buna rağmen finansal taahhütlerin karşılanması için alternatiflerin var olduğunu gösterir.	B Spekülatif
	BB		
	BB-		
	B+	Önemli ölçüde spekülatif: Önemli ölçüde kredi riskinin var olduğu, fakat sınırlı bir emniyet marjının kaldığını gösterir. Finansal taahhütler halihazırda karşılanabilmektedir, ancak devam eden süreçte ödeme kapasitesinin sürdürülebilirliği iş ve ekonomi çevresine bağlıdır.	C Yüksek Ödememe Riski
	B		
	B-		
CCC	Yüksek Ödeme Riski: Ödeme bir olasılıktır. Finansal taahhütleri karşılama kapasitesi sadece sürdürülebilir; iş ve ekonomik gelişmeye dayanır. Bir çeşit borcunu ödememe olasılığı olduğunu gösterir.	Öde (ye)meme	
CC			
C			
ÇÖP	DDD	Temerrüd : Ülkenin iflası kesindir ve borçlarını ertelemeyen ödeyebilmesi imkansızdır.	
	DD		
	D		

Kaynak : Fitch Ratings–Definitions of Ratings and Other Forms of Opinion-August 2012.

¹² John Knowles Fitch (1880-1943).

¹³ The Fitch Stock and Bond Manual ve The Fitch Bond Book.

¹⁴ İş Kuleleri Kule 2 Kat:4 34330 4.Levent / İSTANBUL Tel: 0 (212) 279 10 65.

1.1.2.3.3 Standart&Poors (1923) (ABD)

1923 yılında "Standart Statistics Company" adıyla faaliyete başlayan şirket ilk olarak şirket tahvillerini değerlendirmiştir. 1941'de "Standard Statistics Company" ile "Poor's Publising Company" birleşerek günümüzdeki ismini alan "Standard and Poor's" finansal hizmetler şirketi olarak hizmet vermeye başlamıştır. Bu hizmetlerden bazıları; kredi derecelendirmesi, eşitlik araştırması, S&P endeksleri, para derecelendirmesi dahil risk çözümleri, yönetim hizmetleri, genel değerlendirmeler ve veri sağlama hizmetleridir (Standard And Poor's, www.standardandpoors.com, E.T.:20.12.2015).

Standard&Poor's diğer tüm kredi derecelendirme kuruluşları gibi, derecelendirme faaliyetleri sonucu oluşan şirket ve ülke risk düzeylerini AAA'dan başlayarak aşağıda Tablo 1.7'de belirtilen şekilde harfler ve bazı semboller ile belirtmektedir.

Tablo 1.7 S&P Kredi Not Skalası

Seviye	Notlar	Uzun Dönem Notları	Kısa Dönem Notları	
Yatırım Seviyesi	AAA	Bu nota sahip ülkeler borcunun anaparası ve faizini geri ödemede çok yüksek bir kapasiteye sahiptir.	A1+ En Yüksek	
	AA+	En iyi olarak ifade edilen bir önceki nota göre çok az farka sahip olan bu not grubuna sahip ülkeler yüksek geri ödeme kapasitesine sahiptir.		
	AA			
	AA-	Bu nota sahip olan ülkeler yüksek geri ödeme kapasitesine sahip olmalarına rağmen, ekonomik koşullarda gerçekleşebilecek değişimlere üst notlara kıyasla daha duyarlı olduğu ifade edilir.	A1 Çok Yüksek	
	A+		A2	
	A	Bu nota sahip ülkeler borcunu ödeme konusunda yeterli kapasiteye sahiptir. Ancak ortaya çıkabilecek ufak bir belirsizlikte üstteki nota sahip ülkelere nazaran daha fazla ve hızlı etkilenir.	İyi	
	A-		A3 Yeterli	
	BBB+			
Spekülatif Seviye	BBB	Bu ülke ekonomisinde var olan belirsizlikler, borç ödeme dengelerini etkileyebilecek özelliklere sahiptir.	B Ekonomik koşullara bağlı	
	BBB-			
	BB+			
	BB		Bu ülke gurubunda yer alanlar yüksek oranda risk taşımalarına rağmen, hali hazırda geri ödemelerini gerçekleştirebilecek seviyededirler .	
	BB-			
	B+			
	B		Bu ülke gurubunda yer alanlar büyük ihtimalle borç ödemelerini gerçekleştiremeyecek durumdadır.	C Zor,Zayıf,ciddi sorunlar olabilir, iflası an meselesidir.
	B-			
	CCC+			
CCC	Bu ülke gurubunun ekonomik tablosu çok kötü olduğu ve borcunu geri ödeyememe durumunu kesin olduğu görülmektedir.			
CCC-				
CC	İflasın eşiğindeki ülke gurubunu ifade eder.			
C	Ülkenin iflası (temerrüd) kesindir ve borçlarını ertelemeyen ödeyebilmesi imkansızdır.	TEMERRÜD		
ÇÖP	D			

Kaynak : Akbulak 2012: 180 ve <http://www.standardandpoors.com/> Erişim Tarihi: 15.12.2015

1.1.3 Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Önemi

Kredi derecelendirme kuruluşları, finansal piyasalarda borç alan ve borç veren taraflar arasındaki bilgi asimetrisine bağlı olarak oluşabilecek güven sorununu ortadan kaldırmak amacıyla kurulmuşlardır. Bu kuruluşlar tarafından belirlenen ülke kredi notları, ülkelerin finansal yükümlülüklerini yerine getirebilme kapasitelerinin, diğer bir ifade ile kredi riskliliklerinin bir göstergesi olarak kabul edilmektedir. Bu kapsamda, kredi notunun

yükselmesiyle beraber ülkenin daha bol, ucuz ve uzun vadeli dış finansmana ulaşım imkanının artması beklenir. Kredi notunun yatırım yapılabilir seviyeye yükselmesi, o ülkeye ait risklilik algılamalarında önemli bir değişim yaşanmasının yanı sıra, o ülkenin daha geniş bir potansiyel yatırımcı tabanına sahip olması anlamına gelmektedir (Kanlı, Barlas 2011: 1).

Gelişen finans piyasaları ve liberalizmin yaygınlaşması uluslararası sermaye hareketlerini önemli boyutlara ulaştırmıştır. Bu hareketlilik çok uluslu kuruluşların sağladıkları resmi fonlar yerine özel sermayenin bir alternatif olarak yükselmesine yol açmış ve kredi derecelendirme kuruluşlarının öneminin artmasına neden olmuştur. Yatırımcının bir şirket veya kuruma yatırım yapma kararlarını etkileyen en önemli göstergelerden biri derecelendirme kuruluşlarının düzenli olarak açıkladıkları notlardır. Yatırım yapılan şirketlere güven esas olmalıdır; çünkü yatırımcılar aldığı kararlar ile büyük risk altına girmektedir. Bu noktada KDK'lar devreye girerek spekülasyon nitelikli işlemlerin önüne geçmekte büyük rol oynamakta, bu da bu kuruluşların küresel piyasada ne denli öneme sahip olduğunu göstermektedir.

1.1.4 Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Çalışma Prensipleri

Derecelendirme Kuruluşları için yapılan değerlendirmenin doğruluğu ve tutarlılığı çok önemlidir. Çünkü tahminlerin gerçekleşme ihtimalinin tespiti ve bunların değerlendirilmesi oldukça güçtür. Doğru planlanmayan risk derecelendirme kuruluşunun itibarı için telafisi olmayan hasarlara sebebiyet verebilmektedir. Bu nedenle derecelendirme kuruluşlarının sıkı prensipler içinde olması kaçınılmazdır. Olması arzu edilen prensipler (Ökmen 2012);

- Borçluların geri ödeme kabiliyetlerinin bağımsız bir statüyle değerlendirilmesi,
 - Derecelendirme hizmetinin çeşitli sektörler ve değişik ülkeler arasında karşılaştırılabilir normlara göre verilmesi,
 - Borç veren yada yatırım yapanların üstlendikleri/üstlenecekleri risklerin tanınmasında aracılık etmek,
 - Derecelendirme işleminin, kredi verilmesi, menkul kıymet alınması/elde tutulması veya satılması yönünde bir öneri mahiyetinde olmaması,
 - Derecelendirme sonuçlarının harfler ve sayılarla sembollere dönüştürülmesi geleneğinin sürdürülmesi,
 - Derecelendirme Kuruluşlarının yapılarında şeffaflık sağlayarak güvenilirliklerinin artırılması,
- şeklinde oluşmaktadır.

1.1.5 Meslek İlkeleri

Derecelendirme kuruluşları, ortakları ve yönetim kurulu başkan ve üyeleri ile denetçileri, yöneticileri ve derecelendirme uzmanları benzer şekilde diğer tüm kurumlarda da olması gereken aşağıdaki ilkelere uygun davranmak zorundadır (Yaslıdağ 2007: 135-136).

- a. Objektiflik
- b. Tarafsızlık
- c. Uluslararası Erişebilirlik/Şeffaflık
- d. Açıklama Yükümlülüğü
- e. Kaynak Yeterliliği
- f. İtibar

1.1.6 Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına Yönelik Yapılan Eleştiriler

Güney Doğu Asya krizi sonrası bunu öngöremeyen ve önlem alamayan birçok politikacı ve ekonomistin yanında, yatırımcıların yatırımlarına yön veren kredi derecelendirme kuruluşları da prestij ve güven kaybına uğramışlardır. Güvenirlikleri ve mali piyasaların istikrarına olumlu mu yoksa olumsuz mu katkıda buldukları tartışılmaya başlanmıştır (Palalı 2005: 65). Derecelendirme şirketlerine olan güven kaybını, Asya Krizi öncesinde krize giren ülkelere kriz öncesinde verilen kredi notlarının yüksek olması oluşturmaktadır (Palalı 2005: 66). Bir ülkenin krize giden yolda ekonomik göstergelerinde meydana gelen kötüleşmelerin görülememesi ve kredi derecelendirme kuruluşlarının değerlendirme ölçütleri araştırılması ve sorgulanması gereken bir konu olmuştur.

1990'lı yıllardan itibaren gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasasına hızlı entegre olması, kredi derecelendirme kuruluşlarının **o döneme kadar gelişmiş ülkeler için uyguladıkları metodolojilerin gelişmekte olan ülkeler için uygun olmadığına dair tespitleri** beraberinde getirmiş ve gelişmekte olan ülkelere verilen notların güvenilirliği tartışma konusu olmuştur. Ayrıca, derecelendirmenin **mali piyasalara yeni bir bilgi sağlayıp sağlamadığı** da başka bir tartışma konusunu oluşturmaktadır. Bu konuda genel olarak, derecelendirme kuruluşlarının **yeni bir bilgi sağlamasalar bile piyasaya, mevcut bilgilerin yararlı bir özetini sundukları** düşünülmektedir.

Derecelendirme kuruluşlarına yöneltilen dört temel eleştiri ise şu şekildedir (Bakdur, Gülyeter 1999):

a. Derecelendirme kuruluşlarının **ücretlerini ihraççı şirketlerden alması**, bu kuruluşların **bağımsızlığını tartışma konusu** yapmaktadır.

b. Derecelendirme kuruluşları **açıkladıkları derecelerden sorumlu olmamakta, yanlış verdikleri kararlardan dolayı herhangi bir yaptırım görmemektedirler**. Tek yaptırım, verdikleri derecelere başvuran kaynakların uzun vadede yok olmasıdır.

c. Mali piyasalar, verilen derecelendirme notlarını körü körüne takip etmektedirler.

ç. Verilen kredi derecelendirme notları sürü psikolojisi yaratmakta ve gelişen ekonomilere olan nakit akımında değişkenlik yaratmaktadır. Ancak bu eleştirinin geçerliliği, kredi derecelendirme not değişikliğinin piyasadaki bir olayı mı takip ettiği, yoksa piyasadaki olayın derece değişikliğini mi takip ettiği sorularına verilen cevaba bağlıdır.

KDK'lara yönelik eleştirilerin ortak noktası kredi notlarının verilme sürecinin şeffaf olmaması ve piyasa dinamiklerine geç cevap vermeleri konusunda yoğunlaşmakla birlikte, KDK'lara yönelik başlıca eleştiriler (Kaymaz 2012:37-38).

- Metodolojilerinin Yeterince Şeffaf Olmaması,
 - Oligopol Piyasa Yapısı içerisinde olmaları,
 - Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Ücretli Çalışmasının Getirdiği Çıkar Çatışması,
 - Piyasa Dinamiklerine Geç Cevap Vermeleri, krizleri öngörememeleri ve oluşan krizleri derinleştirmeleri,
- şeklinde oluşmaktadır.

1.1.6.1 Metodolojilerinin Yeterince Şeffaf Olmaması

KDK'ların nihai karar süreçlerinin nasıl işlediği, kredi notunu etkileyen faktörlerin nasıl ağırlıklandırıldığı, benzer ülkelerle karşılaştırmaların nasıl ve ne ölçüde yapıldığı, niteliksel kriterlerin kredi değerliliğini belirlemede ne derece etkili olduğu, değerlendirilen ülkelerin niteliksel unsurlarının borç ödeme kabiliyeti ile arasında nasıl bir ilişki kurulduğu ve ülkelerin siyasi durumu gibi niteliksel hususların karar aşamasında ne derece etkili olduğu yeterince şeffaf değildir (Öztürk, Gür 2011).

KDK'lar faaliyetlerinde belirli veri analiz ve yöntemler kullanmaktadır. Bu kuruluşların elde edilen verilerin analizleri üzerinden gelirlerini kazanmaları nedeniyle kullanılan yöntemler açık bir şekilde ortaya konulamamaktadır. Bu durum KDK'ların şeffaflıktan ve anlaşılabilirlikten uzaklaşmasına neden olmaktadır. Tüm ticari kuruluşlarda olduğu gibi ticari sır anlayışı nedeniyle bu kuruluşların derecelendirme faaliyetlerinde hangi değişkenlerin

göz önüne alındığının açıklanmaması, hem kredi notu alan kurum/kuruluş ve ülkeler hem de yatırımcılar tarafından eleştiri konusu olmaktadır.

Derecelendirme metodolojisinde kullanılan nicel ve nitel verilerin nasıl kullanıldığının ve ne ölçüde önem arz ettiği noktasındaki belirsizlik eleştirilerin temel kaynaklarından birini teşkil etmektedir. KDK'lar gelen bu eleştirileri azaltma gereğiyle zaman zaman kullandıkları derecelendirme yöntemlerini açıklamaya yönelik raporlar yayımlamaktadır. Yayımlanan bu raporlarda siyasi istikrar ve beklentiler gibi benzeri sübjektif konuların nasıl ölçüldüğü ve kredi derecelendirme faaliyetlerine nasıl ve ne ölçüde dâhil edildiğine dair bilgilerin yer almaması da bu kuruluşların şeffaflığına yönelik diğer bir eleştiriyi teşkil etmektedir. Bu konuda ülkemiz liderlerinden de zaman zaman gelen eleştirilere benzer şekilde, Japonya Başbakanı Junichiro Koizumi'nin Japonya'nın notunun düşürülmesinin akabinde ülkesinin yardım ettiği Afrika ülkeleriyle benzer ve yakın notlar almasının haksızlık olduğunu ifade etmesi bu kuruluşların şeffaflığına yönelik gelen eleştirilere örnek gösterilebilir (Alexe ve ark., 2003 :2-3).

Verilen örneğin de bir neticesi olarak kredi derecelendirme faaliyetlerinde kullanılan yöntemlerin açık bir şekilde kamu ile paylaşılması ile bu kuruluşların daha tutarlı, anlaşılır ve güvenilir bir yapıya kavuşması sağlanacaktır.

1.1.6.2 Oligopol Piyasa Yapısı

Önceki bölümlerde kredi derecelendirme alanında yer alan üç büyük firmanın küresel piyasanın % 95'ine varan piyasa hakimiyeti ifade edilmiştir. Kredi derecelendirme piyasasındaki bu oligopolistik yapı bazı düzenlemeler ve lisanslama kurallarıyla birlikte derinleşmiştir. Örneğin derecelendirmeye konu ülke, kurum veya kuruluşların en az bahse konu iki KDK tarafından notlandırılma zorunluluğuyla oligopolistik yapının şiddeti iyice artmaktadır. Piyasa hakimiyetine sahip bu kuruluşlara rağmen diğer KDK'lar çeşitli yöntemlerle pazar paylarını arttırmaya çalışmaktadır. S&P tarafından not verilen 15 ülkedeki 265 şirket üzerinde yapılan bir çalışmada, talep üzerine yapılmayan kredi notlarının talep üzerine yapılan kredi notlarına göre daha düşük olduğu sonucuna varılmıştır (Poon ve Han 2003). Bunun neticesi olarak tahvil ihraç eden şirketler talep etsin yada etmesin piyasa hakimiyeti olan bu KDK'lar ile yatırımcıyı çekebilmek adına bu kuruluşlar ile işbirliği yapmak zorunluluğunda kalabilmektedir. Söz konusu oligopolistik yapı neticesinde piyasa hakimiyetine sahip KDK'lar payın tamamını almaya çalışarak diğer firmaların kredi derecelendirmeye konu şirketten pay almasını engellemeye çalıştıkları ekonomik sistemin kaçınılmaz bir gerçeği olarak çalışmalarda belirtilmektedir.

Derecelendirme Kuruluşları verdikleri notla “**Yatırım yapılabilir**” şartından dolayı, **bir çok ülkeye fonların girişi engellenmektedir**. Dünyadaki “finans muslukları” bu lobilerin elinde olunca, doğal olarak siyasi ve ekonomik bir silah olarak kullanılmaktadır. Artık **kriterlerin değişmesi gerektiği, gelişmekte olan ülke ekonomilerinin sağlıklı bir şekilde izlenemediği ve değişen dünya gerçekleriyle doku uyumsuzluğu yaşandığı** özellikle Türkiye ve benzer ülkeler tarafından yüksek sesle dile getirilmeye başlamıştır (Yardımcıoğlu, Bora 2013:112).

Ülke kredi notlarının hangi kriterlere göre verildiği tam kestirilememektedir. **Oligopol bir rekabet piyasası** olması, derecelendirme şirketlerini rekabetten uzak tutmakta, güvenilir olmalarını ve sağlıklı işlemlerini engellemektedir. Gelir kaynaklarının çoğunluğunu derecelendirme yaptıkları kuruluşlardan sağlamaları nedeniyle objektiflikleri konusunda şüpheler taşımaktadır. Bu kuruluşları IMF ve Dünya Bankası benzeri lobiler olarak algılamak gerekmektedir. Batan şirketlere ve ülkelere en üst seviyede pozitif notlar verilmesi bu suistimallere en büyük örnektir. Örneğin 15 Eylül 2008’de batan **ABD Yatırım Bankası Lehman Brother’s a verilen AAA+ notu ve Yunanistan’ın iflas bayrağı çektiği zamandaki kredi notlarının**, Türkiye’ye verilen nottan daha iyi olması bu kuruluşlara duyulan şüpheyi arttırmaktadır (Yardımcıoğlu, Bora 2013:117-118).

1.1.6.3 Ücretli Çalışmasının Beraberinde Getirdiği Çıkar Çatışması

KDK’ların ücretli çalışmalarında getirdiği çıkar çatışmaları ve bunlara yönelik yapılan eleştiriler aşağıda sunulmuştur.

a) KDK’ların menkul kıymet ihraç eden şirketler tarafından finanse edilmesi;

Kredi derecelendirme faaliyetlerinin ortaya çıktığı 1900’lü yılların başından 1970’li yıllara kadar KDK’lar gelirlerini yayımladıkları not ve raporların asıl müşterisi olan menkul değer yatırımcılarından elde etmekteydiler. Fakat 1970’li yılların başında KDK’lar gelir stratejilerini değiştirerek müşteri olarak yatırımcıları değil, menkul değer ihraççıları görmeye başlamışlardır. Bunun neticesi olarak KDK’ların gelirlerini not verdikleri kurum ve firmalardan elde ediyor olmaları, “daha fazla paraya daha yüksek not” düşüncesini akıllara getirmektedir. KDK’ları özellikle not düşürmede yavaş davranma ve kredi notunu yatırım yapılabilir seviyenin altına düşürme durumlarında etkilemektedir (Covitz ve Harrison,2003:2). Çoğu kurumsal anlayışa sahip kuruluş gibi meslek ilkelerine sahip olması gereken bu kuruluşların asıl sermayelerinin güvenilirlikleri ve itibarları oldukları kendilerince ifade edilse de bu konudaki eleştiriler en başta ülke liderlerinden gelmek üzere artan bir şekilde devam etmektedir.

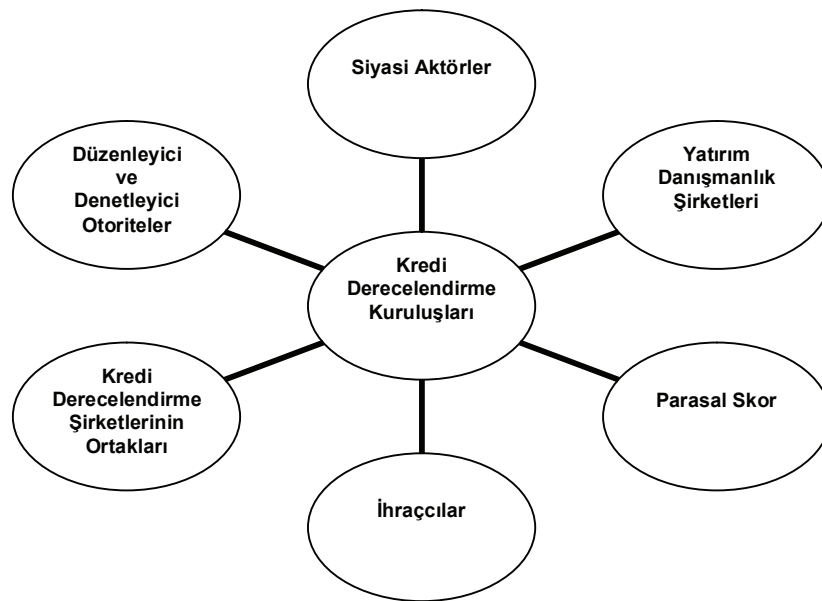
b) KDK’lar ve diğer kuruluşlar arasındaki personel geçişleri;

Çalışma hayatının gereği olarak KDK'larda çalışan personel de zaman zaman çeşitli kuruluşlara transfer olabilmektedir. Çalışma hayatının gerekliliği bu durum her ne kadar doğal bir süreç olarak görülse de bir takım çıkar çatışmalarını da beraberinde getirmektedir. Özellikle, kredi derecelendirme alanında çalışan birisinin daha sonra ayrılmış olduğu kuruluş tarafından not verilen başka bir kuruluşta geçmesi durumunda menkul kıymet ihraç eden bu kuruluş için bazı bilgi avantajları transfer olan personel tarafından sağlanabilmektedir. ABD'de Securities and Exchange Commission (SEC) tarafından yapılan önemli düzenlemeler ile çıkar çatışmalarını önlemek için KDK'lar ve not verdikleri kuruluşların mümkün olduğunca birbirinden uzaklaşması amaçlanmıştır (Haspolat 2015:27-28).

KDK'ların **analistlerinin sıklıkla değişmesi** de bu kuruluşlara yöneltilen eleştirilerden bir diğerini teşkil etmektedir. Analistlerin sıklıkla değişmesinden kaynaklanan tecrübesizliği derecelendirme faaliyetinde büyük öneme sahip olan **sübjektif faktörlerin derecelendirme notuna yanlış yansımaya sebep olabilmektedir**. Bu doğrultuda ülkeyi ve ekonomik koşullarını tanımayan yeni analistler gelişmekte olan ülkeyi **oryantalist bir yaklaşımla** değerlendirebilmektedir (Karagöl, Mihçioğur 2012).

Finansal Sistemde yatırımcılar, Kredi Derecelendirme Kuruluşları, İhracatçılar, Siyasetçiler, yatırım fonları gibi birçok taraf bulunmaktadır. Söz konusu olgu para olduğunda sayılan taraflar arasında çıkar çatışmalarının gündeme gelmesi kaçınılmaz olmaktadır (Bostancı 2012:132).

Şekil 1.3 Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının İddia Edilen Menfaat İlişkisi Etkileşim Şeması



Kaynak : Bostancı 2012:132'ye istinaden yazar tarafından oluşturulmuştur.

Kredi Derecelendirme Kuruluşları verdikleri notlarla yatırımcılarına satın almak istedikleri yatırımın güvenilir olup olmadığını değerlendirirler. Yani kredi derecelendirme şirketleri piyasadaki güven sorununu asimetrik bilgiyi ortadan kaldırarak gidermeye çalışır. Ancak Son yıllarda yaşanan krizlerin çoğunda kredi derecelendirme kuruluşlarının da yoğun olarak krize neden olanlar arasında bulunduğu değerlendirmelerde yer almaktadır. Benzer şekilde 2008 Krizi'nin de tek sorumlusu bu kuruluşlar olmamakla birlikte, literatürde yapılan çalışmaların büyük bir kısmı bu kuruluşları yanan ateşin altına benzin koymakla suçlamışlardır. Özellikle 1970'li yıllarla birlikte fiyatlandırma politikalarını değiştirerek mali açıdan ihraççı ödemeli sisteme bağımlı hale gelen derecelendirme şirketleri, kredi notunu tahsis ederken gerçekleştirdikleri derecelendirme sürecinde tarafsız, objektif ve önyargısız bir yaklaşım ile karar vermemişlerdir. Diğer taraftan kredi derecelendirme şirketleri çıkar ilişkisi ağının içinde ve sektörde var olan rekabetçi monopol yapı ile üç büyük şirketin sektördeki payını %95'ler düzeyinde kalmasını sağlamış ve bu oligopol yapıyı ayakta tutmuştur (Bostancı 2012:164-165).

c) KDK'ların not verdikleri şirkete aynı zamanda danışmanlıkta bulunması;

KDK'lar, verdiği kredi notu hizmetlerinin yanı sıra özellikle risk analizi ve yönetimi konusunda da hizmet sağlamaktadır. Bu konuda şirket ve ülkelere bazı risk hesaplama modelleri satan KDK'lar çıkar çatışması adı altında bir KDK'nın danışmanlık sağladığı ya da risk yönetimi sistemleri sattığı bir şirkete veya ülkeye verdiği notun düşme ihtimalini azaltabilmektedir (Covitz ve Harrison 2003: 3).

1.1.6.4 Piyasa Dinamiklerine Geç Cevap Vermeleri, Krizleri Öngörememeleri ve Oluşan Krizleri Derinleştirmeleri

KDK'lar, 2008 finansal krizi hemen öncesinde Yunanistan'ın kredi notunda gerçekleştirdiği artış ve akabinde Yunanistan'ın iflasın eşiğine gelmesi örneğinde olduğu gibi krizleri öngörme işlevini yerine getirememeleri nedeniyle çok sık bir şekilde eleştirilmektedir. KDK'lar verdiği notların krizleri öngörme gücünün olmadığı bunun yanı sıra ortaya çıkan krizleri yaptıkları not değişiklikleriyle daha da derinleştirmektedirler (Reinhart, 2002). KDK'lar tarafından meydana gelen ufak çaplı krizler derecelendirme kuruluşları tarafından mercek altına alınarak krizin etkisiyle ülkeler için ani kredi notu düşüşlerine sebebiyet verebilmektedir. Bahse konu not düşüşleri ile krizin etkisi azaltılmak yerine krizden kurtulmak için krediye ihtiyacı olan ülkeyi daha fazla krizin içine sürükleyebilmekte bu durum mevcut krizin daha da derinleşmesine ve krizi azaltma sürecinin süresini uzatarak krizin etkilerinin yayılmasına neden olabilmektedir. Belirtildiği şekli ile derinleşen ekonomik krizleri örneklemek gerekirse; yakın geçmişte yaşanan finansal krizlerin derecelendirme kuruluşlarının hem performansları hem de gelişmekte

olan piyasaları doğru ve zamanında değerlendirememeleri üzerine ciddi eleştiriler ve endişeler beraberinde gelmiştir. Örneğin yakın zamanda gerçekleşen Lehman Borthers'ın iflasının ardından, KDK'ların erken uyarı mekanizmalarının işlevinin aksaması ve ülkelerin kredi not değişimlerinin piyasa göstergelerini geriden takip etmesi eleştirilerin odağını teşkil etmiş ve öngörülemeyen nedenlerle 2008 yılında Küresel Finansal Kriz yaşanmıştır.

a) 1994 Yılı Meksika krizi:

Meksika'nın 1988'de başlayan ekonomisindeki liberalleşme programı neticesinde makroekonomik istikrarını geliştirmiş, kendisi gibi gelişmekte olan ülkelere rol model olabilecek sağlıklı bir büyüme trendi yakalamıştır. Meksika ekonomisinde bu dönemde yaklaşık 100 milyar ABD doları yabancı sermaye girişi kaydedilmiş ve Meksika borsasında yaklaşık on kat büyüme görülmüştür (Kübalı 2000). Belirtilen gelişmelere rağmen, cari işlemler açığındaki artış, özel sektör kredilerinin de hızlı bir şekilde artması ile çıpaya dayalı döviz kuru politikasının sürdürülme çabaları, uluslararası faiz oranlarındaki önlenemez yükseliş, dönem içerisinde yaşanan politik belirsizlikler gibi nedenlerle Meksika ekonomisine duyulan güven uluslararası anlamda zayıflamaya başlamış, bu durum karşısında Meksika hükümetine artan baskılar neticesinde ulusal para birimi olan pesonun dalgalanmaya bırakılarak önemli ölçüde değer kaybetmesine neden olmuş, bu sarmal içerisinde faiz oranlarında önemli artışlar ve ülkenin finansal piyasalarında önüne geçilemez bozulmaları beraberinde getirmiştir. Belirtilen olumsuz ekonomik gelişmeler ile Meksika krizin içerisine girmiş, uluslararası yatırımcılar fonlarını geri çekmiş, durumu öngöremeyen S&P'nin peşi sıra not indirimlerine gitmesi krizin alevlenmesine neden olmuştur. Bu not indirimleri, panik havasını iyice artırmış ve sermaye kaçışlarının daha da hızlanmasını beraberinde getirmiştir (Haspolat 2015).

Tablo 1.8 Kriz Sürecinde Meksika'nın Not İndirimleri

S.No.	Tarih	FITCH	MOODY'S	S&P
1	23 Aralık 1994	-	-	BB+
2	10 Şubat 1995	-	-	BB+*
3	23 Mart 1995	-	-	BB+***
4	30 Ağustos 1995	BB	-	-
5	28 Şubat 1996	-	-	BB***
6	03 Eylül 1996	-	-	BB*
7	02 Eylül 1997	-	-	BB**
8	03 Eylül 1998	-	Ba2****	-
9	02 Ekim 1998	-	-	BB*
TOPLAM (Derecelendirme Sayısı)		1	1	7

*Durağan Görünüm

**Pozitif Görünüm

***Negatif Görünüm

****Negatif İzleme

*****Pozitif İzleme

Kaynak : <http://www.tradingeconomics.com/mexico/rating> (Yalnızca Artış-Azalışlar)

b) 1997 Yılı Güney Doğu Asya Mali Krizi

1994 Yılı Meksika Krizi ile benzer şekilde makroekonomik dengenin özel sektöre açılan kredilerdeki hızlı artış ve buna paralel olarak özel sektörün bankalara olan borçlarını geriye ödeyememesi bunun sonucu olarak borçlarının artması, artan sermaye girişleri nedeniyle ulusal paranın değerinin aşırı yükselmesi ve bu durum ile cari işlemler açığının yoğun şekilde artması ile krize yol açan önemli nedenler olarak görülmektedir. Krizin ivmelenmesiyle beraberinde gelen hızlı sermaye kaçışları ulusal para birimlerinin dolar karşısında yüksek değer kayıplarına yol açması ve hisse senedi fiyatlarında şiddetli düşüşleri beraberinde getirmiştir. Kriz, Tayland'da başlayarak benzer ekonomik durumdaki diğer ülkeleri de içine alarak bölgesel krize dönüşmüş ve birçok Güney Asya ülkesini etkilemiştir (Birdiqli 2012). Kriz sırasında bölge ülkelerinden Japonya, Endonezya ve Hindistan'ın yaşadığı sert kredi notu düşüşleri aşağıda Tablo 1.9-11'de sunulmuştur.

Tablo 1.9 Kriz Sürecinde Japonya'nın Not İndirimleri

S.No.	Tarih	FITCH	MOODY'S	S&P
1	02 Nisan 1998	-	Aaa***	-
2	23 Temmuz 1998	-	Aaa****	-
3	01 Eylül 1998	AAA****	-	-
4	16 Kasım 1998	-	Aa1***	-
5	21 Eylül 2000	AA+*	-	-
TOPLAM (Derecelendirme Sayısı)		2	3	-

*Durağan Görünüm

**Pozitif Görünüm

***Negatif Görünüm

****Negatif İzleme

*****Pozitif İzleme

Kaynak : <http://www.tradingeconomics.com/Japan/rating> (Yalnızca Artış-Azalışlar)

Endonezya'ya ait not düşüşlerinin "yatırım yapılabilir" seviyeden "spekülatif" seviyeye düştüğü Tablo 1.10'da görülmektedir.

Tablo 1.10 Kriz Sürecinde Endonezya'nın Not İndirimleri

S.No.	Tarih	FITCH	MOODY'S	S&P
1	04 Haziran 1997	BBB-	-	-
2	17 Aralık 1997	BBB-****	-	-
3	21 Aralık 1997	-	Ba1*	-
4	22 Aralık 1997	BB+	-	-
5	08 Ocak 1998	BB-	-	-
6	09 Ocak 1998	-	B2*	-
7	21 Ocak 1998	B+****	-	-
8	16 Ocak 1998	B-****	-	-
9	20 Mart 1998	-	B3*	-
TOPLAM (Derecelendirme Sayısı)		6	3	-

*Durağan Görünüm

**Pozitif Görünüm

***Negatif Görünüm

****Negatif İzleme

*****Pozitif İzleme

Kaynak : <http://www.tradingeconomics.com/indonesia/rating> (Yalnızca Artış-Azalışlar)

Hindistan'a Moody's tarafından verilen notlarda "yatırım yapılabilir" seviyeden "spekülatif" seviyeye düşüş Tablo 1.11'de görülmektedir.

Tablo 1.11 Kriz Sürecinde Hindistan'ın Not İndirimleri

S.No.	Tarih	FITCH	MOODY'S	S&P
1	06 Ekim 1997	-	-	BB+*
2	08 Ocak 1998	-	Baa3****	-
3	22 Mayıs 1998	-	-	BB+***
4	19 Haziran 1998	-	Ba2*	-
5	22 Ekim 1998	-	-	BB*
6	06 Ekim 1999	-	Ba2**	-
7	08 Mart 2000	BB+	-	-
TOPLAM (Derecelendirme Sayısı)		1	3	3

*Durağan Görünüm

**Pozitif Görünüm

***Negatif Görünüm

****Negatif İzleme

*****Pozitif İzleme

Kaynak : <http://www.tradingeconomics.com/india/rating> (Yalnızca Artış-Azalışlar)

Kriz ile aniden ortaya çıkan likidite darlığı ve yüksek devalüasyonlar, mali kurumların ve firmaların bilançolarını bozarak büyük zararlara ve güven kayıplarına neden olmuş, üretim ve istihdamda da büyük kayıp ve düşüklere sebebiyet vermiştir (Celasun 2002: 169).

c) 1998 Rusya krizi

Sovyet Bloğu'nun 1991 yılında dağılmasının ardından Rusya ekonomisi hızlı bir dönüşüm yaşanarak, 1992 yılından itibaren piyasa ekonomisine geçiş için önemli adımlar atılmaya başlanmıştır. Bu dönemde serbest piyasa ekonomisi gereği fiyatlar dalgalanmaya bırakılmış, dış ticarete kısıtlamaların kaldırılması yoluna gidilmiştir. 1997 yılı sonu itibarıyla Rusya'daki işletmelerin yaklaşık % 80'inin özel sektöre ait işletmeler olduğu liberalleşme sonucunda özelleştirmenin geldiği noktayı göstermektedir(Burhan ve Mustafaoglu 1998:7). Bununla birlikte aynı dönemde Rusya ekonomisinin en önemli sorunlarından birisi % 8'leri aşan bütçe açıklarının kısa vadeli borçlanma yoluyla finanse edilmesidir. Eski borçlarını ve ücretleri ödeyebilmek için Rus Hükümeti 1995 yılından itibaren yoğun bir şekilde kısa vadeli borçlanmaya gitmiştir(Karluk ve diğerleri, 1999).

Tablo 1.12 Kriz Sürecinde Rusya'nın Not İndirimleri

S.No.	Tarih	FITCH	MOODY'S	S&P
1	07 Ekim 1996	BB+	Ba2*	BB-*
2	19 Aralık 1997	-	-	BB-***
3	03 Şubat 1998	-	Ba2****	-
4	12 Şubat 1998	BB+****	-	-
5	10 Mart 1998	BB+	-	-
6	11 Mart 1998	-	Ba3*	-
7	27 Mayıs 1998	-	-	BB-****
8	29 Mayıs 1998	-	B1***	-
9	05 Haziran 1998	BB+****	-	-
10	07 Haziran 1998	BB****	-	-

S.No.	Tarih	FITCH	MOODY'S	S&P
11	09 Haziran 1998	-	-	B+*
12	30 Temmuz 1998	BB-	-	-
13	13 Ağustos 1998	-	B2***	B-***
14	17 Ağustos 1998	B-****	-	CCC***
15	21 Ağustos 1998	-	B3***	-
16	27 Ağustos 1998	CCC	-	-
TOPLAM (Derecelendirme Sayısı)		8	6	6

*Durağan Görünüm

**Pozitif Görünüm

***Negatif Görünüm

****Negatif İzleme

*****Pozitif İzleme

Kaynak : <http://www.tradingeconomics.com/russia/rating> (Yalnızca Artış-Azalışlar)

1.1.7 Ülke Riski ve Kredi Derecelendirme Notunu Belirleyen Faktörler

Ülke kredi notunu belirlenmesinde ülke riski kavramı, uluslararası işlemlerden elde edilen gelirlerin birçok faktör nedeniyle kararsızlık göstermesi anlamına gelmektedir. 1980'lere kadar daha çok özel sektör kuruluşlarının ve devlete ait işletmelerin ihraç ettikleri tahviller üzerine kredi derecelendirmesi faaliyeti yapılırken bu tarihten itibaren ülke kredi notu kavramı öne çıkmaya başlamıştır. Bu dönem sonrasında ise çok uluslu şirketler ve KDK'lar ülke riski kavramı üzerinde durmaya ve bu riskin ölçülerinde yeni yöntemler geliştirme yoluna gitmişlerdir. Daha önceleri piyasa çeşitlendirmesi ve riskten korunma (hedging) teknikleri üzerine yoğunlaşan finansal kuruluşlar, ülke riskini ölçmek için daha özellikli ve kapsamlı (ekonomik, finansal ve politik) risk ölçüm teknikleri üzerinde durmaya başlamıştır. KDK'lar ve bazı büyük yatırım bankaları ülke riski için modeller oluşturmuşlar ve oluşturdukları modelleri zamanın koşullarına göre güncellemeye çalışmışlardır (Haspolat 2015).

1.1.7.1 Standard and Poor's Şirketine Ait Ülke Kredi Derecelendirme Notu Belirleme Yaklaşımı

Küresel olarak ihraç edilen tahvil stoklarının %40'dan fazlasını oluşturan devlet tahvilleri, günümüzde yatırımcıların elinde önemli bir yatırım seçeneğini oluşturmaktadır. Bu nedenle, yatırımcıların yatırım kararlarına yardımcı olabilecek, dünyaca kabul gören ve tutarlı kredi derecelendirme kıstaslarının mevcut olması çok önemlidir. Finans piyasalarındaki liberalleşmenin ve ekonomilerdeki küreselleşme zorunluluklarının, bu tarz kredi analizi kıstaslarına olan talebi geçmişe göre daha da artırdığını bilinmektedir (Dimitrijevic, Holmes 2012: 2).

Alınan notlar, derecelendirme komitesinin uzman görüşleri ve kantitatif bazı değerlendirmeleri de yansıttığı için derecelendirme faaliyetini açıklayan resmi kurallar ve veri setine ulaşmak mümkün olmamaktadır (Seval 2014 :7). Fakat Kriterler, kredi derecelendirme analizlerinde temel alınan beş ana faktörün nasıl değerlendirildiği ve bu

faktörlerin ne şekilde birleştirilerek ülkelerin kredi derecelendirmesinde yardımcı olduğu, kriterlerin özellikle ülkelerin finans sektörüyle bağlantılı koşullu yükümlülüklerinin geliştirilmiş bir ölçütünü içermektedir.

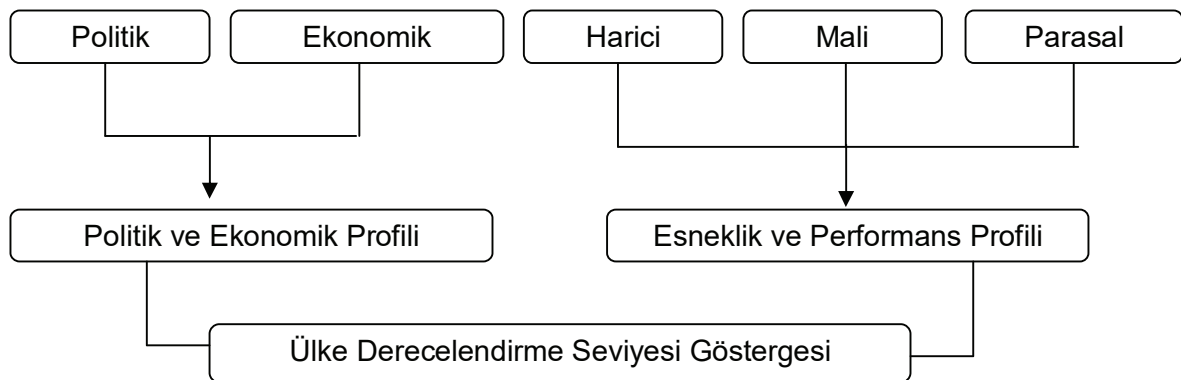
S&P, Moody's ve Fitch Ülkeleri derecelendirirken benzer kriterleri kullanırlar. Ülke kredi derecelendirme metodolojisi aynı zamanda ülke derecelendirme kriterleri olarak bir birlerinin yerine kullanılabilir. Birbirine bağlı olarak S&P'nin temel kredi derecelendirme kriteri 5 faktöre dayanır. Bu faktörler;

- a. Politik Değerlendirme, Kurumsal verimliliği ve politik riskleri,
- b. Ekonomik Değerlendirme, ekonomik yapı ve gelişim olasılığını,
- c. Harici Değerlendirme, harici nakit akışını ve uluslar arası yatırım pozisyonunu,
- ç. Mali Değerlendirme, Borç yükünü, mali performans ve esnekliği,
- d. Parasal Değerlendirme, parasal esnekliği yansıtır.

S&P, dünyadaki ekonomik, politik ve mali gelişmelere istinaden ülkelerin notunu belirlemede kullandığı kriterleri zaman zaman güncellemekte ve güncellediği bu kriterleri kamu ile paylaşmaktadır. Son güncellemesini 24 Ocak 2013 tarihinde yapan S&P yayımladığı "Rating's Direct" isimli ülke kredi notu belirleme rehberinde ülke riskini beş ana kriter altında toplamaktadır. S&P ülke kredi notları, analistler tarafından teşkil edilen kredi derecelendirme modeli ile belirlenmekte ve müteakiben Şekil 1.4'de belirtilen ana başlıklar altında yer alan uyarılama faktörlerini de dikkate alarak yabancı para cinsinden gösterge ülke kredi notu elde edilmektedir. Ülkelerin içinde bulunduğu özel şartlar ve beklentiler göz önüne alındığında, kredi notlarında değişim kaçınılmaz olmaktadır. Bu kapsamda, S&P beklentiler doğrultusunda kalıcı olmayan sosyal ve ekonomik gelişmelerin etkilerini uyarılama faktörleriyle hesaba kattığı düşünülmektedir (Haspolat 2015).

Şekil 1.4 S&P'nin Kredi Derecelendirme Notu Belirlemedeki Değerlendirme

Yaklaşımı



Kaynak: www.standardandpoors.com Erişim Tarihi: 17.12.2015

1.1.7.1.1 Politik Değerlendirme

Politik değerlendirme hükümetin ekonomik büyüme dengesi, ekonomik ve politik şoklara cevap verebilmesi ve sürdürülebilir kamu finansmanının politika yapıcıların ve hükümet politikasının nasıl etkilediğinin bir analizini kapsamaktadır.

Politik değerlendirme faktörleri;

- Egemen güç politika yapıcıların, kurum ve kuruluşların etkinliği, genel denge ve öngürüsü (temel faktör),
- Kurum ve Kuruluşların verilerinin, istatistiki bilgilerinin güvenilirliği şeffaflığı ve hesap verebilirliği (ikincil faktör),
- Ülkenin borcunu ödeyebilme kültürü (potansiyel ayarlanabilir faktör),
- Harici Güvenlik Riskleri (potansiyel ayarlanabilir faktör),

Kurumlara ait sürdürülebilir kamu maliyesinin sağlanması, dengeli ekonomik büyümenin desteklenmesi, ekonomik ve politik şoklara karşı direnç göstermedeki genel başarı olarak tanımlanmaktadır. Bu kavramın altında dört ayrı uyarlama faktörü yer almaktadır (S&P Ratings Direct 2003).

a) İstikrar çerçevesinde politikaların öngörülebilirliği, resmi kurumlar ve sivil toplum arasındaki işbirliği:

- Ülkenin geçmiş dönemlerde politik, ekonomik ve finansal krizlerden çıkma başarı ve tecrübesi ile dengeli büyümeyi gerçekleştirebilme kapasitesi, o ülkenin ekonomik kriz dönemlerinde doğru tedbirler almalarını sağlamakta ve uzun dönem büyüme performansının sürdürülebilirliğini artırarak bu gibi durumlarda ülke notunun olumsuz etkilenmesinin engellemesi,

- Güçlü ve istikrarlı kurumların varlığı ile siyasi erkin değişmesi durumunda bile ilkeli bir şekilde istikrarı sağlayarak belirsizliklerin sınırlaması,

- Kurumlara yönelik fiili veya potansiyel direniş olması ve kurumların etnik, dini veya politik nedenlerden ötürü meşruiyet problemleri yaşamaması, kurumsal istikrar risklerinin artması,

- Sosyal hareketlilik, düzen ve politik kurumların sosyal devlet öncelikleriyle hareket ederek politik riskleri azaltması ve kurumsal devamlılığı artırması,

kredi notlarında önemli değişikliklere sebebiyet vermektedir.

b) Ülkeye ait Şeffaflık;

- Kurumlar arası kontrol mekanizması ile hem olası yolsuzlukların önüne geçilmesi hem de kurumların yetki aşımalarının engellenmesi,
- Ülkenin yolsuzluk algı düzeyi,
- İdarenin eylemlerinden dolayı hesap verme yükümlülüğünün olması,
- İstatistik kurumları ve medyanın bağımsızlığı,

ülke notunun belirlenmesinde olumlu yada olumsuz etkilere neden olmaktadır.

c) Ülkenin Borç Ödeme Öyküsü;

- Önemli miktarlarda ve uzun süreli biriktirilmiş borç stoku ve ülkenin borç ödeme konusundaki isteksizliği,
- Önceki dönemlerde yapılan borçlanma gerekliliğinin kamuoyunda meşruiyetinin sorgulanması,

kredi notunu olumsuz etkileyebilmektedir.

ç) Dış güvenlik riski;

Ülkelerin dış dünya ile, özellikle de komşularıyla olan olumsuz ilişkilerinin ulusal güvenliği etkilediği, bu durumun ise politik istikrarı, mali disiplini, yatırım seviyesini ve ödemeler dengesini etkileyebildiği, Ülkenin diğer bir ülkeyle yaşadığı uzun süreli yüksek tansiyonlu krizin savaş ihtimali taşımasa bile dolaylı olarak kredi notunu etkileyebilmektedir. Fakat, tansiyon kısa zaman içerisinde yükselmiş ve savaş riski taşıyor ise ülke kredi notu doğrudan etkilenebilmektedir.

1.1.7.1.2 Ekonomik Değerlendirme

Sürdürülebilir bir ekonomi, büyüme potansiyeli birleştiğinde güçlü bir gelir tabanı ile ülke not değerlendirmesine katkı sağlar. Maliye ve para politikası esnekliğini artırarak zengin, çeşitlendirilmiş, esnek, pazar odaklı ve uyarlanabilir ekonomi sonuç olarak borç taşıma kapasitesini artırır. Ekonomiler sürdürülebilir ve uzun vadeli ekonomik büyümeyi teşvik ederek, kaynaklarını daha verimli tahsisini sağlarlar. Bu nedenle piyasa odaklı ekonomilerin yüksek refah seviyelerini üretme eğiliminde olduğu gözlemlenmektedir.

Ekonomik değerlendirmede anahtar faktörler;

- Gelir Seviyesi
- Büyüme Beklentisi,
- Ekonomik Çeşitlilik ve Oynaklık

Ülke kredi notunun ekonomik değerlendirmede temel belirleyicilerinin; Gelir Seviyesi, Büyüme Beklentisi, Ekonomik Çeşitlilik ve İstikrar olduğu görülmektedir.

a) Gelir Seviyesi

Gelir seviyesinin ölçüsü olarak, kişi başına düşen milli gelir verileri kullanılmaktadır. Kişi başına düşen gelirin artışının, ülkenin daha refah ve yüksek vergi potansiyeline, hane halklarının ise tasarruf miktarlarının artması ile daha geniş bir fon arzına sahip olması anlamına gelmektedir.

b) Ekonomik büyüme beklentileri

Ülkenin var olan kişi başına gelir seviyesinin korunması veya artması için potansiyel büyümeye yakın bir seviyede sürdürülebilir büyümenin sağlanması gerektiği belirtilmektedir. Reel ekonomik büyümenin istikrarlı olmaması ülkenin mali yapısını, finansal durumunu ve ülkenin borç ödeme kapasitesini olumsuz yönde etkilemektedir. Bu kapsamda, ülkenin geçmişinde istikrarlı ve sürdürülebilir bir büyüme oranına sahip olunması ile ülke kredi notunu belirleyen en önemli ekonomik faktör sağlanmış olacaktır.

c) Ekonomik çeşitlilik ve istikrar

Ekonomik çeşitliliği sağlayamayan kısıtlı alanlarda üretim yapısını yoğunlaştıran ülkeler bu alanlarda yaşanabilecek problemlerden çeşitliliği sağlamış olan ülkelere göre daha fazla etkilenmektedirler. Bununla birlikte, üretim yapısı doğal koşullara bağlı olan ülkeler sel, felaket, kuraklık vb. doğal afetler oluşması durumunda büyük ekonomik kayıplara uğramakta, bu ülkelerin gelir seviyelerinde doğal koşullara göre oynaklık görülmektedir.

1.1.7.1.3 Harici Değerlendirme

Harici değerlendirme, yerleşik olmayanlara olan kamu ve özel sektör yükümlülüklerini yerine getirmede yurt dışında gerekli fon elde etmek için bir ülkenin yeteneğini yansıtır. Bir ülkenin rekabet gücünü, döviz kuru gelişimini etkileyen akışların ve stokların toplamıdır.

Ülkelerin harici değerlendirmesini belirleyen üç faktör:

- Ulusal paranın uluslararası işlemlerdeki durumu,
- Ülkenin hemen paraya çevirilebilir harici likitedesi,
- Ülkede yerleşik olanların diğer dünya ile ilişkilerindeki varlıkları ve yükümlülüklerini gösteren harici pozisyonu,

Ülkenin aldığı dış borçları çevirebilmesi ve gerektiği takdirde yerleşik olmayan gerçek ve tüzel kişilere karşı yükümlülüklerini yerine getirebilmesi için dışardan borç bulabilme kapasitesini ifade etmektedir. Ülkenin dış finansal ilişkilerindeki başarısı ülkenin rekabetçiliğini, döviz kurunu, yatırımcıların ülkeye bakışını ve dolayısıyla da ülkenin alım ve ödeme gücünü etkilemektedir. S&P ülkenin dış finansal ilişkilerini üç temel başlık altında değerlendirmektedir:

- a) Para biriminin uluslararası konvertibilitesi,
- b) Dış likidite ve dış borç miktarı,
- c) Ödemeler dengesi,
- d) Para birliklerine üyelik,
- e) Resmi finansman kaynakları,
- f) Dış ticaret kısıtlamaları,

1.1.7.1.4 Mali Değerlendirme

Mali değerlendirme bir ülkenin açıkları ve borç yükünün sürdürülebilirliğini, mali esnekliği, uzun vadeli mali eğilimlerini, güvenlik açıklarını, borç yapısını, finansman erişimini ve koşullu yükümlülüklerden kaynaklanan potansiyel risklerini göz önünde bulundurur.

Bu değerlendirme birçok açıdan göz önüne alındığında, ayrı ayrı değerlendirilerek "mali performans ve esneklik" ve "borç yükü" olarak ikiye ayrılmıştır. Bu değerlendirme faktörü genel değerlendirmeye katılırken ayrı ayrı değerlendirilen iki değerlendirme ölçütünün ortalaması alınmaktadır.

a) Mali Performans ve Esneklik

Genel devlet borçlanma ihtiyacının gayri safi yurt içi hasılaya oranını ifade eden kavramın yüksek olması ülke notunu olumsuz etkilemektedir. Kamu harcamalarının gelirlerinden fazla olmasıyla ortaya çıkan borçlanma ihtiyacı, başka bir ifade ile bütçe açığı ülkenin borç yükünü ve faiz ödemelerini artırmaktadır. Kredi notuna etki eden diğer bir konu ise mali esnekliktir. S&P için mali esneklik, ülkelerin ekonomik kriz dönemlerinde veya ekonomik şoklarda o ülkeye ait mali dengeyi tekrar kurma kapasitesini anlamına gelmektedir.

b) Borç Yükü

Borç yükünün fazla olması ülkenin elde ettiği gelirlerinin önemli bir bölümünü faiz ödemelerine ayırması anlamı taşımaktadır. Ayrıca, borç yükünün fazla olması ekonomik

kriz dönemlerinde devlet gelirlerinin azalmasına bununla birlikte borçların ödenebilmesini zorlaştırmaktadır. Genel devlet net borç stokunun gayri safi yurtiçi hasılaya oranının fazla olması ülke kaynakları ve milli gelirin önemli bir kısmının faize gitmesi anlamına gelmektedir.

Kamu Sektörü borç yüküne ilişkin yapılan analizler, Merkez Bankası döviz rezervlerinin yeterliliği, para ve maliye politikalarının rezervler üzerindeki etkisi ve uygulanabilirliği, uzun vadeli borçlanma olanakları ve kamu sektörü net dış borç yükü, finansal sistemin sağlamlığı ve esnekliği çerçevesinde yapılmaktadır (Ertürk 2012: 1).

1.1.7.1.5 Parasal Değerlendirme

Para değerlendirmesi, bir ülkenin para otoritesinin yani Merkez Bankasının sürdürülebilir ekonomik büyümeyi desteklerken büyük ekonomik ve mali şoklarda hafifletici yanının veya görevini yerine hangi ölçüde getirebildiğini yansıtmaktadır. Para politikası ekonomik büyüme potansiyeli olduğunda kredi koşullarını kolaylaştırarak ve ekonominin aşırı istikrarsızlığı durumunda kredi koşullarını zorlaştırarak ulusal ekonomi için yardımcı ve önemli bir istikrar aracı olabilir.

Parasal değerlendirme aşağıda belirtilen analizlerin sonucunda ortaya çıkmaktadır.

- Sürdürülebilir bir ekonomik büyümeyi desteklemek için maliye ve diğer ekonomik politikalarla para politikasını birlikte yürütmek,
- Diğer faktörlerin yanı sıra , ekonomik döngü üzerinde enflasyon eğilimleri ile ölçülen para politikasının kredibilitesi,
- Büyük ölçüde reel ekonomi üzerindeki piyasa odaklı parasal mekanizmanın etkisiyle yerleşik mali sistem ve sermaye piyasalarının derinlik ve çeşitlendirilmesinin fonksiyonudur.

Bu kapsamda, para politikası ülke notunu üç şekilde etkilemektedir:

- a) Ülkenin para politikası ve döviz kuru rejimini yönetme kabiliyeti,
- b) Finansal sistemin ve sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyi,
- c) Enflasyon ve para politikasının kredibilitesi ve etkinliği,

Bir ülkenin kredi değerliliğinin ölçülürken kullanılan bazı göstergeler vardır. Bunlar ölçüm yapan kuruluştan kuruluşa değiştiği gibi zaman içinde de bu referans göstergeler kendini yenileyebilmekte, kendi içinde ağırlıkları artmakta veya azalabilmektedir. Böyle olmakla birlikte bu göstergeleri Tablo 1.13'de özetleyebiliriz (Eğilmez 2010: 265).

Tablo 1.13 Ülke Kredi Değerliliği Ölçümünde Esas Teşkil Eden Temel Göstergeler

Gösterge Kategorisi	Anahtar Risk Faktörü	Karşılaştırma Değişkeni
Siyasal İstikrar	Siyasal Olaylar	-
Ekonomik Yapı	Ekonomik Farklılık, Gelişme ve Dayanıklılık	Kişi Başına Nominal GSYİH
Ekonomik Büyüme	Ekonomik Büyüme Eğilimleri	Kişi Başına Reel Büyüme
Gelir ve Giderler Açısından Mali Esneklik	Bütçe Esnekliği	Bütçe Dengesi/GSYİH
Borç ve Faiz Yükü Açısından Mali Esneklik	Kamu Kesimi Bilançosunun Güçlülüğü	Kamu Kesimi Net Borcu/GSYİH
Parasal İstikrar	Para ve Döviz Politikalarının Sürdürülebilirliği	Çekirdek Enflasyon
Dış Dengeye Likidite Esnekliği	Yeterli Rezerv Miktarı ve Piyasaya Giriş Yeteneği	Brüt Dış Finansman Gereği/Brüt Kullanılabilir Rezervler
Kamu Kesimi Net Dış Borcu	Kamu Kesimi Dış Dengesinin Güçlülüğü	Kamu Kesimi Net Dış Borcu/Cari Denge Gelirleri
Bankalar ve Özel Kesimin Net Dış Borcu	Mali Sistem ve Reel Kesimin Dış Denge Bilançolarının Güçlülüğü	Mali Kesim ve Reel Kesimin Net Dış Borcu/Cari Denge Gelirleri

Kaynak: Eğilmez, Mahfi, Makro Ekonomi Türkiye'den Örneklerle, 3. Basım, Remzi Kitabevi, 2010: 265.

Bir kuruluş ekonomik yapıya ve siyasi istikrara daha fazla ağırlık verirken, diğer bir kuruluş kamu kesimi dış borcuna ve parasal istikrara daha fazla ağırlık verebilir (Eğilmez 2010:266). Bunun sonucu olarak bir ülke farklı kuruluşlardan aldığı farklı değerlendirmelere istinaden yatırım yapılır, spekülasyon veya yatırım yapılamaz seviyede notlama ayrılığında düşebilir.

S&P'nin değerlendirmede kullandığı metodoloji kurumsal internet sitesinde Tablo 1.14 'da olduğu gibi sunulmuştur.

Tablo 1.14 S&P Derecelendirme Metodolojisi

Ekonomik ve Parasal Skor Göstergeleri	Harici Skor Göstergeleri
Kişi Başına Düşen GSYİH (USD)	Cari Hesap Makbuzları (CAR ¹⁵)
Kişi Başına Düşen Reel GSYİH (%)	Resmi Rezervler (Altın Miktarını da içerecek şekilde, Parasal Yetkili Kuruluşlara ait likidite)
Tüketici Fiyatları Endeksi (%)	Kullanılabilir Rezervler (Banka rezervlerini de içerecek şekilde resmi rezervler dışında kalan)
Özel Sektör Mevduat Teminatları (%)	Net Dış Borç / Cari Hesap Makbuzları (%)
Parasal Taban	Dış Finansal İhtiyaçlar (Kısa ve Uzun Dönem Borçlar)
Mali Skor Göstergeleri	Cari Hesap Dengesi/CAR (%)
Devletin Genel Mali Durumu (Sosyal Güvenlik ve Emeklilik Sistemi durumu dahil)	Net Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları/ GSYİH (%)
Devletin Genel Borç değişiminin GSYİH'ya oranı (%)	Net Dış Yükümlülükler/CAR (%)
Net Devlet Borcu/GSYİH (%)	Dış Ticaret Hadleri (İhracat ve İthalat ilişkisi)
Genel Devletin Likit Finansal Varlıkları	
Gayri Safi Genel Devlet Borçları/GSYİH (%)	
Genel Devlet Faizi/Genel Devlet Gelirleri (%)	

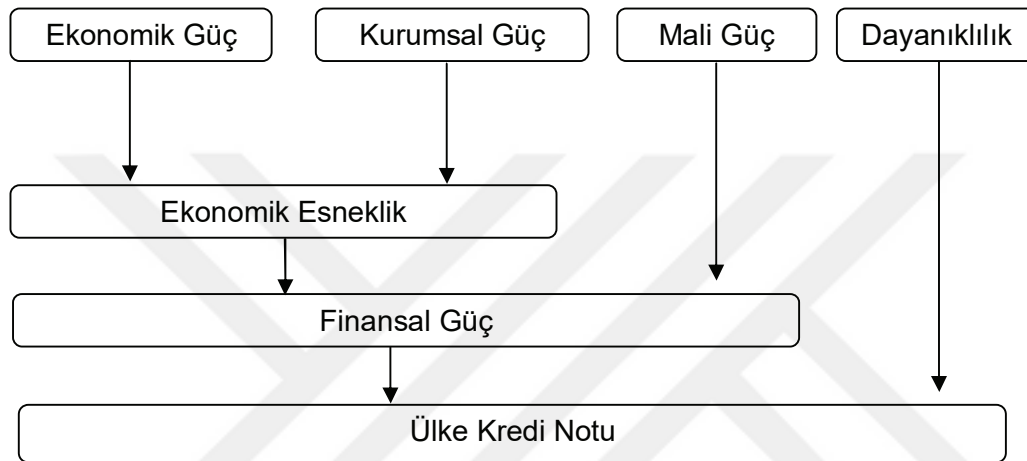
Kaynak : S&P <https://www.standardandpoors.com> Erişim Tarihi : 15.12.2015.

¹⁵ Current Account Receipt.

1.1.7.2 Moody's Şirketine Ait Ülke Kredi Derecelendirme Notu Belirleme Yaklaşımı

Ülke kredi notlarını nasıl belirlediğine yönelik son olarak 12 Eylül 2013 tarihinde güncellenen Kredi Derecelendirme Metodolojisi (Rating Methodology) başlıklı bir kılavuzu kamuoyuna duyurmuştur. Yayımlanan son kılavuza göre Moody's ülke **kredi** notlarını ekonomik, kurumsal güç, mali güç ve krizlere karşı duyarlılık olmak üzere dört ana faktöre bağlı olarak değerlendirmelerini yapmaktadır.

Şekil 1.5 Moody's şirketine ait Kredi Derecelendirme Notu Belirleme Yaklaşımı



Kaynak: Moody's Rating Methodology 2013.

Moody's şirketi de S&P ile benzer şekilde ekonomik, politik, mali ve finansal göstergelere dayanarak kredi notunu belirlemekte ve dünya ekonomisinde yaşanan değişiklikleri dikkate alarak yöntemlerini zaman zaman güncellemektedir.

1.1.7.2.1 Ekonomik güç

Ekonomik güç kapsamında ilk olarak değerlendirmeye alınan kriterler büyüme beklentisi, ekonomik çeşitlilik, rekabetçi yapıya sahip olma ve milli gelir ele alınmaktadır. Ekonomik güç, kısa ve orta vadede ülkenin gelir oluşturma ve borcunu geri ödeme kapasitesini de göstermektedir. Ekonomik gücün olmayışı geçmiş dönemlerde yaşanmış olan temerrüt durumlarının ana nedenini oluşturmaktadır. Ayrıca ekonomik durgunluğun neden olduğu gelir seviyesinin düşmesi nedeniyle borç yükünün sürdürülebilirliği zayıflamaktadır. Ekonomik güç üç ana alt başlık altında değerlendirilmektedir;

- Büyüme dinamiklerinin var oluşu,
- Ekonominin Büyüklüğü ve büyüme beklentisi,
- Milli Gelir,

1.1.7.2.2 Kurumsal Güç

Kurumsal güç, ülkenin borçlarını ödeme noktasında hükümetin ve devlet kurumlarının ekonomik büyümeyi destekleyecek, refahı arttıracak sağlam politika oluşturma kapasitesini sağlaması olarak tanımlanmaktadır. Ayrıca Kurumsal Güç, Merkez bankasının kredibilitesi, hükümetlerin kredi ödeme geçmişi olarak ifade edilmektedir. Ülkedeki yönetim şekli de kredi notunda belirleyici rol oynamamakla birlikte, hukukun üstünlüğü, şeffaflık, köklü demokratik geçmişe sahip olunması ve enflasyonu önlemede gösterilen performans, yüksek kredi notu anlamına gelmektedir.

1.1.7.2.3 Mali Güç

Mali güç hükümetlerin veya kamu kesiminin genel olarak kamu maliyesini sağlaması olarak tanımlanmaktadır. Kamunun borç yükü ve borçların sürdürülebilirliği alt başlıkları altında incelenmiştir.

- **Kamunun Borç Yükü:** Ülkelerin borç miktarının yanı sıra, ülkeler için risk teşkil eden esas olarak genel kamu borç stokunun gayri safi yurtiçi hasılaya oranını ifade etmektedir. Her yüksek borç oranı, temerrüde yol açmamakla birlikte temerrüte giden yolun çıkış noktası olarak kabul edilmektedir. Borçların GSYİH'ya oranı ülkenin borcunu ödeme kapasitesi hakkında da önemli bilgiler sunmaktadır. Bu oranın yüksek olması ülkenin mali yetersizliğini göstermekte ve bütçe üstünde ve dolayısıyla vergi mükellefleri üzerinde baskı oluşturmaktadır.

- **Borçların Sürdürülebilirliği:** Dış Borç yükünün doğurmuş olduğu geri ödemelerin vaktinde ve tam gerçekleştirilebilmesi için ülkelerin gelir oluşturma kapasitelerinin yeterli olması gerekmektedir. Bu oranın yüksekliği, bütçe açığını tetiklemesinin yanı sıra kamu yatırımlarının da kısıtlanmasına neden olarak uzun dönemli ekonomik büyümeyi negatif yönde etkilemektedir.

1.1.7.2.4 Krizlere Karşı Dayanıklılık

Ülkelerin krizlere karşı dayanıklılıklarının değerlendirildiği bu faktörde;

- **Politik Risk:** Kamu hizmetlerindeki şeffaflık düzeyi ve hesap verilebilirliğin ve ifade özgürlüğünün sağlanıp/sağlanamamasına göre artan politik risk seviyesi ile hesaplanmaktadır. Bunların yanı sıra, bölgesel problemlerden kaynaklanan jeopolitik risk unsurları, hem yerel hem de bölgesel risk unsurları da kredi notunu olumsuz etkileyebilmektedir.

- **Likidite Riski:** Likidite riski genel olarak hükümetlerin finansman bulma sıkıntısını ifade etmektedir. Bankacılık yapısının dayanıklılığı, ölçeği ve finansman yapısı ülkelerin likidite riskini etkileyen diğer önemli unsurlar olarak öne çıkmaktadır.

• Dış kırılganlık riskleri: Borçların ödenmesi için yerel kaynakların kullanılarak ödenmesi bazen tek başına yeterli olmamaktadır. Döviz cinsinden borçlanmaların yükümlülüklerini yerine getirebilmek için ülkeler dövize ihtiyaç duymaktadır. Bu kapsamda cari açık ve net dış finansman ülke riskini etkileyen önemli faktörler arasında yer almaktadır. Moody's şirketinin ülke kredi notunu belirleyen yaklaşımları dört başlık altında ana göstergeler halinde Tablo 1.15'de gösterilmiştir.

Tablo 1.15 Moody's Derecelendirme Metodolojisi

Ekonomik Güç	
Büyüme Dinamikleri	Önceki 4 yıl ve sonraki 5 yılı içeren ortalama GSYİH'daki büyüme, Büyümenin 9 yıllık standart sapması
Milli Gelir	Kişi Başına Düşen Milli Gelir (SAGP'ye göre Cari Fiyatlarla Dolar)
Ekonomik Büyüklük	GSYİH (Cari Fiyatlarla ABD Doları)
Uyarılma Faktörleri	Ekonomik Çeşitlilik, Kredi Balonu
Kurumsal Güç	
Kurumsal Çerçeve ve Etkinlik	Dünya Bankası Yönetim Göstergeleri
Politikaların kredibilitesi ve etkinliği	Enflasyon düzeyi ve oynaklığı
Uyarılma Faktörleri	Temerrüt Geçmişi
Mali Güç	
Borç Yükü	Genel Yönetim Borç Stokunun GSYİH ve gelirlere oranı
Borç finansmanı gücü	Genel yönetim faiz harcamalarının GSYİH ve gelirlere oranı
Uyarılma Faktörleri	Borçlanma Eğilimi, döviz borcunun toplam borca oranı, kamu borcunun GSYİH'ya oranı
Dayanıklılık	
Politik Risk	Siyasi riskler ve jeopolitik riskler
Likidite Riski	Likidite riski ölçüm yöntemleri ve finansman riski
Bankacılık Sektör Riskleri	Sektörün gücü ve dayanıklılığı ve finansal açıklar
Dış Kırılganlık Riskleri	Cari Denge ve DYSY'nin GSYİH'ya oranı, dış kırılganlık göstergesi, uluslararası dış yatırım pozisyonunun GSYİH'ya oranı

Kaynak : Moody's Ratings Metodology, 2013.

1.1.7.3 Fitch Şirketine Ait Ülke Kredi Derecelendirme Notu Belirleme Yaklaşımı

Fitch Ratings ülke kredi notunu belirlerken çeşitli nitel ve nicel değerlendirmelerin kullanıldığını belirtmekle birlikte;

- Makroekonomik performans ve tahminler,
- Ekonominin dış şoklara dayanıklılığı ve makroekonomik ve mali istikrarın sağlanması konusunda politik ve yapısal riskler,
- Dış ticaret ve cari dengenin sürdürülebilirliği, sermaye akımları ve dış borcun yapısı bağlamında dış finansman durumu, göz önüne almaktadır.

1.1.7.3.1 Makroekonomik Politikalar ve Performans

Fitch tarafından değerlendirmenin en önemli faktörü, kamu sektörünün ekonomik durumu görölmektedir. Güvenilir politikalar kapsamında para ve maliye politikalarının istikrarlı bir şekilde yürütülmesi, sürdürülebilir büyümenin ve ekonomik istikrarın sağlanmasında önemli unsurlar olarak görölmektedir. Makroekonomik çalkantılar tasarruf ve yatırımları sınırlaması, finansal sektörün gelişimini engellemesi ve uzun dönemli yatırım kararlarına mani olması nedeniyle, ülkenin şoklara karşı duyarlılığının artmasına fayda sağlarken borç ödeme kapasitesini azaltmaktadır. Fitch Ratings, makroekonomik dalgalanmaları ölçmek ve tahminler yürütmek için GSYİH, TÜFE ve reel döviz kurunun son on yıllık veriler için artışlara yönelik standart hatalar kullanmaktadır.

1.1.7.3.2 Yapısal Dinamikler

Fitch, makroekonomik istikrarın yanında ülke riskinin belirleyicisi olarak ekonominin yapısal dinamiklerini ve siyasal riskleri de hesaplamalarında dikkate almaktadır. Dayanıklı ekonomilerin genellikle yüksek tasarruf oranlarına sahip, uluslararası sermaye akımları ve dış ticarete açık olan bununla beraber etkin hukuki ve kurumsal altyapısı ile kaynaklarını doğru alanlara yönlendirebilen ekonomilerden oluştuğu görölmektedir. Bu çerçevede işgücünün verimliliği ile üretilen yüksek katma değer bakımından kişi başına düşen milli gelir yapısal özellikleri açıklamada önemli bir değişken olarak öne çıkmaktadır.

Politik risk kavramı ise ülkenin borçlarını ödemek için siyasal kapasite ve kaynaklarını kullanma istekliliğini ifade etmektedir. Ekonomik ve sosyal politikalar üzerinde görüş birliğinin sağlanması politikaların uygulanabilirliğini artırmakla birlikte, bunun aksi durmunda gelir dağılımı eşitsizliği, din, ırk ve bölgesel ayrımcılık ülkeye ait kredi notu üzerinde olumsuz baskı unsuru olarak belirlemektedir.

Fitch, ülkenin siyasal durumu ve yönetim kapasitesini hesaplarken Dünya Bankası verilerini (Hukukun üstünlüğü, yönetim kalitesi, yolsuzluğun önlenmesi, politik istikrar ve kamu hesap verebilirliği) baz almaktadır.

1.1.7.3.3 Kamu Mali Yapısı

Kamu mali yapısı; vergilendirme, harcama ve borçlanma kanallarıyla ülke ekonomilerinin mali işlerliğini sağlamaktadır. Maliye politikalarının uygulamadaki zayıflığı makroekonomik dengesizliklere hatta daha da ileri seviyede krizlere yol açabilirken, yüksek ve artan kamu borçları ülkenin faiz ödemelerinin artmasına ve şoklara karşı dayanıklılığını azaltmaktadır. Fitch, ülke ekonomisinde kamu mali yapısını ölçerken brüt ve net borç stoku verilerini ana gösterge olarak ele almaktadır.

1.1.7.3.4 Dış Finansman

Dış yükümlülüklerin yerine getirilebilmesi için ülkeler dış ticaret gibi yollarla döviz geliri elde etme zorunluluğu taşırlar. Ödemeler dengesi bilançosu, ülkelerin dış finansman yapısı hakkında bilgi veren en önemli kaynak olarak görülmektedir. Dış Ticaretini çeşitlendirememiş ülkeler dış şoklara ve ticaret hadlerine daha duyarlı olmakla birlikte daha yüksek riskleride beraberinde taşımaktadır. Kısa vadeli ve istikrarsız dış finansmanla karşılanan yüksek cari açık sorunu ülke riskini artıran diğer önemli unsurlardan biridir. Ayrıca, dış borç stokunun fazlalığı, yüksek faiz ödemelerine sebebiyet verdiğiinden ülkenin dövize talebini artırmakta bu durumda ülkenin yerel parasındaki değer kayıpları peşi sıra gelmektedir.

Fitch, ülke kredi notunu belirlerken diğer kuruluşlar ile benzer göstergeler kullanmakla birlikte, ülke kredi notu değerlendirme kriterleri Tablo 1.16'da sunulmuştur. Fitch, kişi başına düşen milli geliri ve para arzını ekonominin beşeri ve fiziki sermayesini göstermesi bakımından yapısal etkenleri açıklamada önemli bir değişken olarak görmektedir.

Tablo 1.16 Fitch'in Derecelendirme Metodolojisi

Makroekonomi	
TÜFE	Önceki ve sonraki yılı içeren 3 yıllık ortalama yüzde değişimi
Reel Büyüme	Önceki ve sonraki yılı içeren 3 yıllık ortalama
GSYİH Büyüme Dalgalanması	Reel GSYİH yıllık ortalama değişiminin 10 yıllık standart sapması
Kamu Maliyesi	
Bütçe Dengesi	Bütçe Dengesinin GSYİH'ya oranının önceki ve sonraki yılı kapsayan 3 yıllık ortalaması
Brüt Borç Stoku	Brüt Borç Stokunun GSYİH'ya oranının önceki ve sonraki yılı kapsayan 3 yıllık ortalaması
Kamu Dış Borcu	Devletin Brüt faiz ödemelerinin genel devlet gelirlerine oranının önceki ve sonraki yılı kapsayan 3 yıllık ortalaması
Faiz Ödemeleri	Döviz cinsi veya dövize endeksli kamu dış borcunun toplam kamu borcuna oranının önceki ve sonraki yılı kapsayan 3 yıllık ortalaması
Dış Finansman	
Emtia Bağımlılığı	İşlenmemiş Ürün ihracatının dış gelire oranı
Cari Denge+Net Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları	Cari denge+Net DYSY'lerin GSYİH'ya oranının önceki ve sonraki yılı kapsayan 3 yıllık ortalaması
Uluslararası Resmi Rezervler	Aylık ithalat ödemelerinin teminatı olarak uluslararası rezerv stoku
Dış Faiz Ödemeleri	Dış faiz ödemelerinin dış gelire oranının önceki ve sonraki yılı kapsayan 3 yıllık ortalaması
Brüt Dış Borç	Devletin brüt dış borcunun toplam dış borca oranının önceki ve sonraki yılı kapsayan 3 yıllık ortalaması
Yapısal Etkenler	
Kişi Başına Düşen Milli Gelir	Cari fiyatlarla Dolar cinsinden kişi başına düşen gelirin sınıflamam yüzdesi
Para Arzı	Geniş para arzının GSYİH'ya oranının logaritması
Yönetim Göstergelerinin Bileşimi	Dünya Bankası yönetim göstergelerinin ortalaması
En son Temerrüt	Son yaşanan temerrüt durumundan sonra geçen yıl sayısının doğrusal olmayan fonksiyonu
Rezerv Para	Para biriminin rezerv para olarak kullanılma durumu

Kaynak : Fitch, Sovereign Ratings Criteria, 2012.

1.1.8 Kredi Derecelendirme Faaliyet Sürecinin Aşamaları

Standard & Poor's analistlere dayanan notlama sürecinin aşamalarını(Seval 2014:19);

- (1) İhraççıdan kuruluşa kredi derecesi almak için gelen talep,
- (2) Başlangıç düzeyinde analiz,
- (3) İhraççı kurumun yönetimiyle görüşme,
- (4) Analiz,
- (5) Rating komitesinin gözden geçirmesi ve not için oylama,
- (6) İhraççıya bildirim ve notun kamuya açıklanması,

gibi açıklamaktadır.

Derecelendirme süreci, derecelendirme şirketince derecelendirme kararının alınmasından itibaren başlayan ve derecelendirme sonuçlarının ilânına kadar devam eden bir süreçtir (Halıcı 2005). Kredi derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme süreçleri benzerlik taşımakla birlikte bu süreçte genel olarak beş aşamadan söz edilebilir. Derecelendirme faaliyetinin başlatılması kararının verilmesi sonrasında, derecelendirme şirketi tarafından bir uzman, bir yardımcı analist ve yardımcı personel olmak üzere üç kişilik bir kadro teşkil edilmektedir. Belirlenen kadro derecelendirme faaliyetine tabi olacak kurumun faaliyet raporlarını gerekli gizlilik seviyesinde incelemektedir.

Kredi derecelendirme kuruluşları kredi notlarına ilişkin kararlarını alırken çoğunlukla birbirlerine benzer yöntem kullanılmaktadır. Fakat birbirlerinden bağımsız faaliyet gösterdiklerinden yaklaşımlarında ve derecelendirme sonuçlarında farklılıklar görülebilmektedir.

Kredi Derecelendirmede Standart Belirleyici Unsurları ve Yöntemleri kapsamında genel olarak kredi derecelendirme kuruluşları kredi riskine ilişkin derecelendirmeye yönelik görüşlerini oluştururken;

a. İstatistiksel/Matematiksel Modeller,

Kurulan modeller sonucu ulaşılan notlar kantitatif (nicel) verilere dayandırılarak, bunların matematiksel modellere dönüştürülmesinden ortaya çıkan notlardır.

b. Analistler,

Belirli bir ülkeyi veya şirketi değerlendirmek üzere projeye bir analist atanır ve bu analist bir grup uzmanla birlikte çalışarak bilgi toplar. Bu süreç kamuoyuna açıklanmış bilgilerin elde edilmesi olabileceği gibi yönetim ile yapılan özel görüşmelerden elde edilen kamuoyuna açıklanmamış bilgilere ulaşmayı da ihtiva edebilir. Sonuçta bu bilgiler finansal

durum, faaliyet performansı, politikaları ve risk yönetim stratejileri değerlendirilerek bir nota ulaşılır.

c. veya ilk iki unsurun kobinasyonu olan metodolojiler kullanılmaktadır (Seval 2014: 19)

1.1.8.1 Tanıtım Toplantısı

Menkul kıymet ihraç etmek suretiyle finansman sağlayan şirket, derecelendirme sürecinin başlatılması kapsamında KDK'lardan doğrudan veya bir aracı kurum vasıtasıyla görüşme talep edilerek derecelendirme süreci başlatılmış olur.

KDK'lar, ihtiyaç duyulması halinde görüşerek bilgi almak suretiyle veya yaklaşımlarını belirtmek amacıyla şirketin üst düzey yöneticileri ile bir tanıtım toplantısı düzenler.

Düzenlenen tanıtım toplantısının amaçları(Sunalı ve Usman,1999);

a. İlk kez ihraçta bulunacak şirketin halka arz yoluyla satış ihtimalini tahmin edebilmek maksadıyla alınacak kredi notunun ne olabileceğine ilişkin fikir alışverişinde bulunmak,

b. Halka arz edilmiş menkul kıymete sahip şirketlerin yeni bir menkul kıymet ihracında, mevcut kredi notunun ihraca etkisinin ne olabileceğini belirlemek, şeklinde ifade edilebilir.

KDK'lar, ihracatçı firma ile belirli periyotlarda faaliyetlerini ve ekonomideki durumlarını görüşmek amacıyla toplantılar düzenlerler. Bu toplantılarda firma ile ilgili özellikle son beş yılı kapsayan raporlar geriye dönük incelenmekte ve gerekli belgeleri istenilerek şirket hakkında detaylı bilgiye ulaşılır.

1.1.8.2 Şirket Yöneticileri ile Toplantı

Tanıtım toplantısı yapıldıktan sonra derecelendirme süreci başlatılan şirket için yöneticilerle toplantı düzenlenerek, daha resmi bir adım atılmış olunur. Bu aşamada KDK, derecelendirme faaliyetini uzman kadroyu seçerek derecelendirme talebinde bulunan ihraççı şirketin ekonomik yapısı hakkında detaylı bilgi hazırlanmasını sağlamaktadır.

Şirket yöneticileri ile toplantısı aşaması her derecelendirme kuruluşunun kadro oluşumu farklılık göstermektedir. Örneğin başta Moody's olmak üzere birçok derecelendirme kuruluşunda bu kadro, bir baş uzman, bir yardımcı uzman ve bir personelden oluşmaktadır (Moody's 2010). Fitch Şirketi'nde ise bu kadro üç uzmandan oluşmaktadır (Fitch 2011).

Resmi nitelik taşıyan bu ilk görüşme, menkul kıymet ihraç ederek borçlanma yoluna giden işletmenin merkezinde yapılır. Görüşmeler birden fazla güne yayılarak şirketin yapısına ilişkin bilgiler istenmektedir. Şirkete yönelik talep edilen bilgiler şu şekilde genelleştirilebilir (JCR 2011):

- Kısa özgeçmişi,
- Üst düzey yetkili veya genel müdürü tarafından hazırlanan şirket stratejisi ve felsefesi,
- Faaliyet durumu (üretim/hizmet kapasitesi, dağıtım sistemleri vb),
- Finansal ve muhasebe politikaları,
- Gelecekte yapılacaklar, potansiyel kazançlar.

1.1.8.3 Derecelendirme Sürecinin Sona Ermesi, Not Kararı ve Şirketin İtiraz Hakkı

KDK tarafından teşkil edilen uzman kadro, birkaç haftalık süre içerisinde bir araya gelerek yapılan toplantı sonrası ortaya çıkan durum hakkında kendi görüşlerine de içeren bir rapor hazırlamakta ve sunuş yapmaktadır. Yapılan sunuş kapsamında şirketin finansal değerlendirmelerine ve planlarına yer verilmekte, şirket için ortaya konulan derecelendirme notu ve bu notun verilmiş sebebi açıklanmaktadır. Raporla verilen derecelendirme notu merkezlerden ve diğer ülkelerden gelen uzmanlar tarafından incelenmekte ve notun doğruluğu hakkında kesin kanaate varılmaktadır.

Kredi notunun kriterler ışığında belirlenmesinden sonra, verilen not ihracçıya nedenleri ile birlikte açıklanır. İhraççı şirketin itirazı halinde derecelendirme notu sonrası ihracçıya zaman verilerek, ihracçı şirketten ek bilgiler ve raporlar alınmaktadır. Eğer ihracçı şirket tarafından sunulan raporlar ve bilgiler tatmin edici düzeyde ise KDK, ihracçı şirketi yeniden değerlendirmeye almaktadır.

1.1.8.4 Derecelendirmenin Kamuoyuna Açıklanması

KDK toplantı sonrasında elde edilen niteliksel ve niceliksel veriler neticesinde işletmenin notunu belirleyerek gerekçeleri ile birlikte bir rapor halinde ihracçı şirkete sunmaktadır. Gerekli yasal düzenlemeleri yerine getirdikten sonra işletmenin notu kamuoyuna açıklanmaktadır.

1.1.8.5 Kredi Notunun İzlenmesi ve Zamanla Değişime Uğraması

Derecelendirme faaliyeti bir süreci içerdiği için not kararı sonrasında da işletmeye karşı olan sorumluluk nedeniyle uzman kadro, işletmeyi izlemeye devam etmektedir. KDK, ilgili işletmeden yıllık raporlar ve çeşitli belgeleri talep etmeye devam ederek ekonomik verilerini kredi notunun zamanla değişimini sağlamak için güncel tutmaktadır.

Derecelendirilen şirketi periyodik olarak izlenmeye ve yılda en az bir kere KDK ile bir araya gelerek durum değerlendirilmesi yapılmaktadır. Her KDK'nın farklı stratejileri olmakla birlikte Moody's firmasının, üç ayda bir durum izlemesi ve değerlendirme stratejisi vardır. Derecelendirilen şirketin mevcut finansal ve ekonomik durumunun zaman içinde değişim göstermesi, not değişimini de beraberinde getirmektedir. Bu durum da değerlendirilen şirketin yakinen takip edilmesi anlamına gelmektedir.

1.1.9 Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Hukuki ve Mali Yapıları

KDK'lar dercelendirmeye başladıklarında, değerlendirmelerini yaptıkları menkul kıymet ihraç eden şirketlerden ücret talep etmemişler, bunun yerine yaptıkları dercelendirme işlemlerini yayımlayarak, yayıncılıktan kazandıkları gelirler ile finanse olmuşlardır (Çelik 2004). Fakat ilerleyen yıllarda kredi dercelendirme kuruluşlarına artan yoğun ilgi sonrası KDK'lar ücret politikalarını değiştirerek menkul kıymet ihraç edenlerden belli bir miktar ücret alma yoluna gitmişlerdir.

KDK'lar, kendi öngörülerini doğrultusunda ülkelerin talepleri olmaksızın birçok ülke hakkında dercelendirme faaliyetinde bulunarak elde edilen sonucu uluslararası piyasalarla paylaşırlar. Talep olmaksızın ortaya çıkan bu değerlendirmelerin objektifliği tartışılmaktadır. KDK'ların analiz aşamasında ülke çapında yayımlanan ve tam net olmayan verileri kullanarak sonuç çıkarmaları, objektif olmadıkları konusundaki eleştirilerin temelini oluşturmaktadır. Talep olmadan gerçekleştirilen dercelendirmenin sonucu olarak, KDK'nın bir ücret talebinde bulunması söz konusu değildir.

Genel olarak KDK'lar, ihraç edilen menkul kıymetlerin çeşidiyle ve büyüklüğüyle orantılı bir ücret politikası izlenmektedir.

Bazı piyasa katılımcıları, dercelendirme için ücret alınmasının dercelendirme kuruluşlarının ihraççıya hak ettiğiinden daha yüksek not vermeye yönelttiğini ileri sürmektedir. Ancak dercelendirme kuruluşları itibarlarını korumak için doğru ve tutarlı dercelendirme gerçekleştirmenin kendileri için en önemli prestij kaynağı olduğu vurgulanmaktadır (Çelik 2004).

1.1.10 Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Not Verme Sistemlerinin Değerlendirilmesi

Piyasa hakimiyetine sahip üç kuruluşun ülke kredi notu belirleme yöntemlerine bakıldığında üç kuruluşun da birbirleriyle benzer göstergeler ışığında ülke kredi notlarını belirledikleri görülmektedir. KDK'lar kredi notlarını belirlemede öne çıkan ekonomik faktörler; kişi başına düşen milli gelir, istikrarlı büyüme yapısı, sağlam ve sürdürülebilir kamu maliyesi, sürdürülebilir dışfinansman ve ülkenin para politikasının sağlamlığı konularında birleşmektedir. Diğer taraftan, hukukun üstünlüğü, yönetim etkinliği, şeffaflık,

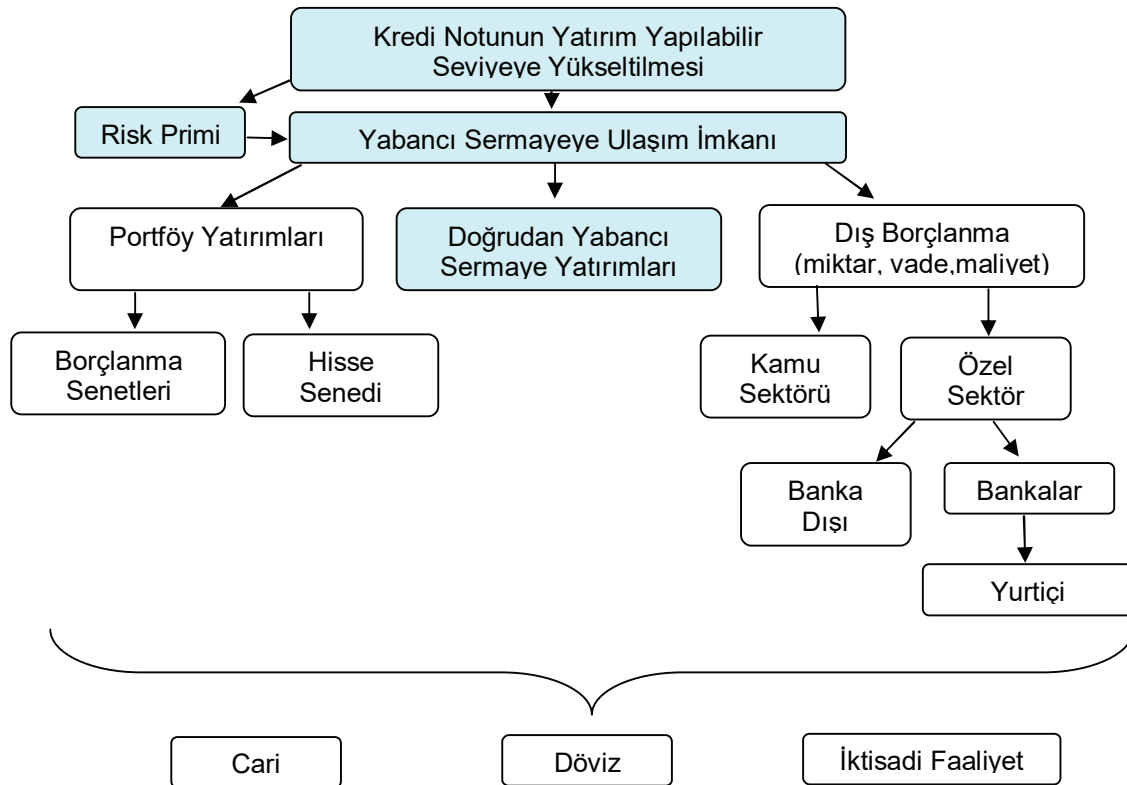
siyasi öngörülebilirlik gibi konulara üç KDK'nın da önem atfettiği konulardır. Ayrıca, ülkelerin para birimlerinin konvertible, güçlü ve istikrarlı olması, ülkelerin borç ödeme konusunda temiz bir geçmişe sahip olması, KDK'ların önem verdiği diğer hususlar olarak belirmektedir (Haspolat 2015).

1.1.11 Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Kredi Notunu Yatırım Yapılabilir Seviyeye Yükseltmesinin Etkileri

Kredi notunun yatırım yapılabilir seviyeye yükselmesinin ekonomi üzerindeki etkisi sadeleştirilmiş biçimde Şekil 1.6'da gösterilmektedir. Görüldüğü üzere not artırımıyla birlikte risk algılamalarındaki iyileşme ve potansiyel yabancı yatırımcı tabanındaki genişlemenin, ülkenin yabancı sermayeye ulaşım imkanını artırması beklentilerini beraberinde getirmektedir. Yabancı sermayeye ulaşım portföy yatırımları, doğrudan yatırımlar veya yurt dışından sağlanan krediler biçiminde gerçekleşmesi beklenir.

Portföy yatırımı biçiminde sermaye girişi ağırlıklı olarak borçlanma senedi ve hisse senedi piyasalarında meydana gelmektedir. Kredi notunun artmasıyla, bu piyasalardaki fiyatların ve yabancı sermaye miktarının artması, ortalama vadenin uzaması beklentisini de beraberinde getirir. Diğer yandan, düşen ülke riskliliği, yabancı sermaye girişleri ve notu artan ülkeye dair beklenti ve algılamalardaki iyileşme, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarındaki girişleri de güçlendirme potansiyeli taşımaktadır (Kanlı, Barlas 2011:5).

Şekil 1.6 Kredi Notunun "Yatırım Yapılabilir" Seviyeye Yükseltilmesinin Etkileri



Kaynak: Kanlı, İ.Burak, Yasemin Barlas, Eşiği Aşınca: Kredi Notunun "Yatırım Yapılabilir" Seviyeye Yükseltilmesinin Etkileri, TCMB Çalışma Tebliği No: 11/23, Kasım 2011.

Gerçekleşen yabancı sermaye girişleri, risk primi ve beklentilerdeki iyileşme yerel para birimine olan talebi artırarak, döviz kurunun değer kazanmasına yol açabilmektedir. Döviz Kurundaki değerlenme ile birlikte değerlendirilen yerel para bir yandan ithalat talebini artırırken, diğer yandan ihracatta rekabeti düşürücü yönde etkiye sebep olabilir. Bu nedenle, toplam talep kompozisyonunun iç talep aleyhine değişmesi, notu artırılan ülkelerin cari dengelerinin bozulması potansiyeli taşımaktadır. Kredi notunun yatırım yapılabilir seviyeye yükselmesinin iktisadi faaliyete ne yönde etkide bulunacağı, iç talep artışının karşılanmasında ithalatın payı, kurdaki değerlendirilen net dış talebe etkisi, merkez bankasının artan sermaye girişleri ve iç talepteki canlanma karşısında uygulayacağı para politikası gibi birçok değişkene bağlı olacaktır.

1.1.12 Kredi Derecelendirme Faaliyetinin Yatırımlarla Olan İlişkisi

Ekonominin büyümesinde önemli yere sahip üstlenen yatırımlar, miktarına göre ekonomiye farklı oranlarda katkılar sağlamaktadır. Faaliyetlerini yürütürken ekonomik, politik ve mali anlamdaki her parametreyi dikkate alan kredi derecelendirme kuruluşları, vermiş oldukları notlar ile gelecekte yapılması planlanan yatırımları da yön verdiği varsayılmaktadır.

Yatırımların düzenli hale gelebilmesi için alınacak olan risklerin düşük seviyelerde olması gerekmektedir. Bu durum yatırımcıların risk almaktan uzak durması anlamına gelmektedir. Kredi notlarının verilmesi süreci içerisinde yapılan yatırımların ülkenin belirlemiş olduğu hedeflere ne oranda uygunluk gösterdiğinin belirlenmesi gerekmektedir. Yatırım türleri arasında en geniş kapsamlı ve daha kalıcı olanının doğrudan yabancı yatırımlar olduğu düşünüldüğünde kredi derecelendirme notlarının doğrudan yabancı sermaye yatırımlar üzerinde daha etkili olması beklenmektedir(Demirel 2006:6-7).

KDK'ların yapmış olduğu araştırmaların ve derecelendirme faaliyetlerinin ana amacı; araştırılan ülkeye yatırım yapılabilirlik seviyesinin belirlenmesidir. Bu değerlendirmelerin yabancı yatırımları daha fazla etkileyebileceği düşünülse de yerli yatırımlar üzerinde de bir etkiye sahiptir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının olumsuz not vermesi halinde yerli yatırımların da başka pazarlara kayma ihtimali söz konusu olabilmektedir.

Küreselleşen piyasalar ile birlikte kredi derecelendirmesinin önemi de giderek artırmaya başlamıştır. Yatırımcılar, yatırım kararı almadan önce kredi notları ile yatırım yapılabilecek ülke ile bilgi sahibi olma yoluna başvurumaktadırlar. Kredi notlarının yatırım yapılabilir seviyede oluşması ile birlikte ortaya çıkacak olan finansal esneklik sağlanamadıkça yerli yatırımcılar da yatırımları konusunda gerekli adımları

atmayabilecektir. Bu da söz konusu ülkenin geleceğinin ekonomik açıdan olumsuz etkilenmesi anlamına gelecektir.

Yukarıda bahsedilen nedenlerle kredi derecelendirmelerinin yatırımlar açısından önemli etkisinin de risk seviyelerinin belirlenmesi ve buna paralel olarak risk yönetiminin oluşturulması olduğu ifade edilebilir. Bu durumda risk yönetimine çok odaklı bir şekilde yaklaşarak buna göre bir düzenleme yapılması gerekmektedir (Bostancı 2012:91).

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlar kavramı bir ülkenin ilerleyen dönemlerde geri ödemek kaydıyla dış kaynaklardan elde ettiği ve bu yolla ekonomik gücüne katabileceği mali kaynaklar ifade etmektedir (Aydemir vd., 2012:70).

Ekonomik anlamda önemli katkıları söz konusu DYSY'lerin ekonomiye katkıları aşağıda sunulmuştur (Aydemir ve ark. 2012:70-71):

- Sermaye stoklarını artırması,
- Teknolojik gelişmelere yönelik bilgi ile gelmesi,
- İşletme bilgisi ve kültürü getiren bir yapıya sahip olması,
- İstihdam olanağı yaratması,
- Rekabet seviyesini arttırması,
- Ödemeler Dengesi Bilançosunda meydana gelen veya gelmesi muhtemel açıkları azaltması,
- İç piyasaya dinamik bir yapı kazandırması,
- Yönetici ve teknik eleman eksikliklerini azaltması,

DYSY'lerin ekonomilere katkıları olarak ifade edilebilir.

Ekonomik ve siyasi istikrarın yanında doğrudan yabancı yatırımları etkileyen başka faktörlerin varlığından söz edilebilir (Demirel, 2006:64-76):

- Piyasanın büyüklüğü,
- Piyasanın büyüme hızı,
- Dış ticarete açıklık seviyesi,
- Döviz kuru,
- Düzenli bir altyapının varlığı,
- Emek maliyetleri,
- Gayri Safi Milli Hâsıla,

- Ödemelerde bir dengenin olması,
- İhracat olanakları,
- Enflasyon oranı,
- Verimlilik seviyesi
- Vergi oranları

belirtilen faktörler için örnek olarak gösterilebilir.

DYSY'leri etkileyen faktörlerin sayısının fazla olması bu konunun kapsamının geniş olmasına bağlanabilir. Ekonomik istikrarın olduğu bir ülkede yukarıda belirtilen maddelerinde de pozitif göstergelere sahip olması ile kredi notlarında da iyileşmeler söz konusu olacaktır. Kredi derecelendirmelerinde göz önünde bulundurulmuş bu hususlarda iyi seviyelere gelebilmek için doğru politikaların belirlenmesi ve uygulanması gerekmektedir.

DYSY'ler özellikle büyüme ve kalkınma içerisinde bulunan ülkeler için büyük önem ifade etmektedir. Çünkü gelişmekte olan ülkeler tarafından artık dış borç yerine yabancı yatırımların ülkeye girişi tercih edilmektedir (Bayraktar 2003:16). Sermaye yetersizliklerinin ortadan kalkarak kalkınmanın sürdürülebilir hale gelmesi için DYSY'lerin önemi gün geçtikçe artmaktadır. Küreselleşmenin ivme kazanmasıyla ortaya çıkmış bir durum olarak bu durum değerlendirilebilir. Bu hususların her birinin kredi notlarına etkisinin olduğu düşünüldüğünde DYSY'lerin kredi derecelendirmesinde önemli bir yere sahip olduğunun söylenmesi yanlış olmayacaktır.

Kredi derecelendirme faaliyetlerinin önemli konu başlıkları arasında yer almakta olan DYSY'ler, ülke için ekonomiye canlılık katacak etkiler sağlayabilmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından önem atfeden DYSY'ler, ülkenin dış borçlanma yoluna giderek kaynak oluşturmasının yerini alarak yatırımların finansmanında daha çok tercih edilen bir yöntem haline almıştır.

Genel olarak, ekonomik açıdan istikrarın yakalanabilmesi, arzu edilen hedeflerin tutturulabilmesi için doğrudan yabancı sermaye yatırımları dış borçlanma yerine tercih edilen bir hal almış ve kredi derecelendirmesi sonucunda verilen notların da yatırımlara etki etmesi söz konusu olmuştur. Bu durum DYSY'leri kredi derecelendirmelerinde daha fazla incelenen konu haline getirmiştir.

1.2 Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımı; Kavram ve Teorik Çerçeve

1.2.1 Yatırım Kavramı, Yabancı Sermayenin Tanımı ve Çeşitleri

Yatırımı ekonomik anlamda ele aldığımızda, bir ekonomide herhangi bir dönemde sermaye stokunun arttırmaya yönelik yapılan harcamalar toplamıdır şeklinde ifade edilmektedir. Yatırım, gelecekte muhtemel yapacağımız tüketimi arttırabilme adına güncel tüketimimizi kısarak tasarruf yapabilmeyi de beraberinde gerektirir (Erdoğan 2012). Fakat özellikle gelişmekte olan ülkeler yatırım yapabilmesi için gerekli kaynağı tasarrufu yeterli değil ise ya borçlanarak ya da yabancı sermaye tarafından yapılacak yatırımları ülkelerine çekmeye çalışarak, büyüme ve istihdamı arttırmaya yönelik gayret içine girerler.

Yabancı Sermaye Yatırımları; bir ülkenin karşılığını sonradan ödemek koşuluyla dış kaynaklardan elde ettiği, ekonomik gücüne kattığı parasal veya teknik olanaklar olarak ifade edilebilir (Zengin 2003: 52).

Yabancı sermaye yatırımları ile;

- Bir ülkede sabit sermaye stokunun artmasına,
- Teknoloji ve işletmecilik bilgisi getirmesi,
- İstihdam yaratması,
- Rekabeti geliştirmesi,
- Ödemeler dengesi açığını azaltması,
- İç piyasaya dinamizm kazandırması,
- Teknik eleman ve yönetici açığını azaltması,

gibi pek çok nedenle ülke ekonomilerine katkıda bulunmaktadır.

Mevcut katkılarından dolayı, dünyada yabancı sermaye yatırımları oldukça önem kazanmış, fakat bu yatırımlar sadece yatırımın yapıldığı ülkede büyüme ve kalkınma üzerinde etkisi bulunmayıp yatırımı yapan ülke içinde çeşitli avantajlar sağlamaktadırlar (Aydemir ve Ark. 2012: 69).

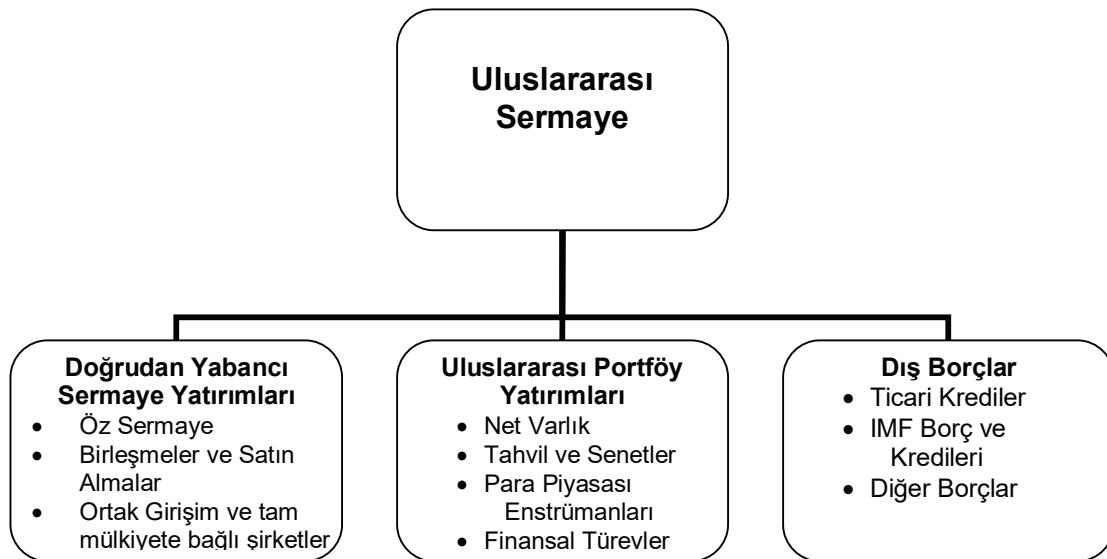
Yabancı Sermaye yatırımları kavramını neo liberal ekonomi politikaları ile adını sıkça duyduğumuz ve en basit anlamıyla sermayenin herhangi bir engelle karşılaşmadan ulusal sınırların ötesine geçerek uluslararası anlamda kar maksimizasyonunu sağlamak maksadı ile elde edilebilecek fırsatların kovalanması olarak tanımlanabilir. Burada ifade edilmeye çalışılan Yabancı Sermaye Yatırımları kaynak ülke tarafından ev sahibi ülkede üç farklı şekilde gerçekleştirilebilmektedir. Fakat bu yatırımları özel, resmi ve doğrudan yabancı sermaye şeklinde sınıflandıranlar olduğu gibi sadece ikisini kabul edip doğrudan ve dolaylı yabancı sermaye yatırımları şeklinde sınıflandıranlarda bulunmaktadır. Özel yabancı sermaye daha çok kâr, faiz ve gelir elde etmek amacıyla özel girişimciler

tarafından ev sahibi ülkeye yapılan yatırımları içeren yatırım çeşididir (Şener, Kılıç 2008 : 24).

Yabancı sermaye yatırımları Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Portföy Yatırımları olarak ikiye ayrılarak incelenir. Bu ayrıma karşın hangi yatırımın doğrudan hangi yatırımın portföy yatırımı olduğu karmaşık bir konudur. Bir miktar yabancı hisse senedi aldığınızda bu satın almanın doğrudan yatırım olarak mı yoksa portföy yatırımı olarak mı sınıflandırılacağı toplam hisse senedi miktarının ne kadarını satın aldığınıza bağlıdır. Doğrudan yatırım için hisselerin % 10 'unu veya daha fazlasına, portföy yatırımı için ise hisselerin % 10'ndan daha azına sahip olduğu çıkarılmaktadır (Eğilmez 2004:135).

Genel olarak uluslararası yatırım çeşitleri üçe ayrılmakla beraber bir ülkede yönetiminde önemli ölçüde söz sahibi olunan veya yerleşik mal ve hizmet üreten firma ve yatırımcıların uzun süreli ve fiziksel kaynakların yanı sıra üretim teknolojisi, yönetim ve organizasyon bilgisini de beraberinde götürerek yaptığı yatırımlara Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarını, ikinci olarak, finansal gelişmelerle hareket eden hisse senedi ve tahvil gibi menkul değerleri kapsayan Portföy yatırımları olarak da ifade edilen Dolaylı Yabancı Sermaye yatırımlarını ve üçüncü olarak ise resmi sermaye yatırımları olarak da tanımlanan gelişmiş ülkeler tarafından ya da Uluslararası Para Fonu (IMF), Dünya Bankası, Avrupa Yatırım Bankası gibi uluslararası kuruluşlarca az gelişmiş ülke ekonomilerine yönlendirilen, ticari krediler, IMF borç ve kredilerini kapsayan Dış Borçlar olarak ifade edebiliriz.

Şekil 1.7 Uluslararası Yatırım Çeşitleri



Kaynak: Yazar tarafından literatüre istinaden oluşturulmuştur.

1.2.1.1 Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları¹⁶ (DYSY)

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, girişimcilerin kendi ülkeleri dışında mal ve hizmet üretmek amacıyla meydana getirdikleri sabit kıymet yatırımları olarak ifade edilebileceği gibi, bir firmayı satın almak, yeni kurulan bir firma için kuruluş sermayesini sağlamak veya faaliyet gösteren bir firmanın sermayesini arttırmak yoluyla yabancı ülkeye yapılan sermaye transferlerinin yanı sıra finansman, teknoloji, know-how, eğitim ve pazarlama konularında büyük imkanlar sağlamaktadır (Yalçiner 2012:93).

Genellikle uzun süreli ve bir ülkede yerleşik mal ve hizmet üreten firma ve yatırımcıların, başka bir ülkede yönetiminde önemli ölçüde söz sahibi olacağı, fiziksel kaynakların yanı sıra üretim teknolojisi ve yönetim ve Organizasyon bilgisini de beraberinde getireceği, gelişmekte olan ülkelerin ihtiyaç duyduğu yeniliklerle başka bir ülkede bir işletmeye sahip olması olarak tanımlanır.

Ülkeden ülkeye farklılık göstermekle birlikte DYSY, yatırım yapılan yabancı ülkedeki şirketin yönetiminde uzun vadede söz hakkı elde etmeyi, yeterli düzeyde hisse alımı ile gerçekleşen yatırımlar olarak da tanımlanmaktadır. Bununla birlikte Uluslararası Para Fonu (IMF) DYSY, yatırımcının herhangi bir ülkede bir yerel şirketin sermayesinin %10'undan fazlasına sahip olması" olarak tanımlamaktadır (İTO 2003:15).

DYSY' ler Merkez Bankası ödemeler bilançosunda sınır ötesi sermaye hareketleri olarak görülür ve ülkeye yapılan DYSY miktarı elde edilirken Dönemsel olarak yayımlanan Ödemeler Bilançosundan yararlanılmaktadır. DYSY' ler pek çok şekilde ülkeye girebilir, bunlar;

- Şirketlerin birleşmesi ve satın alınması,
- Özelleştirme yoluyla gerçekleşen yatırımlar,
- Ortak girişimler, Stratejik ortaklıklar, lisans verme ve diğer yatırımlar,
- Sabit sermaye yatırımları,
- Mevcut operasyonların genişletilmesi.

Özellikle yüksek enflasyon yaşayan ülkelerde, uluslararası yatırımcılar şirket sermayesini arttırmak yerine şirketlere borç vermek sureti ile yatırımlarını gerçekleştirmektedir. Bunun nedeni, yüksek enflasyon nedeniyle sermayenin yıllar içinde erimesidir.

¹⁶ Foreign Direct Investments (FDI)-Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları (DYSY)

DYSY'ler "dikey ve yatay" olmak üzere ikiye de ayrılabilir. Dikey doğrudan yatırımlar, herhangi bir çokuluslu şirketin farklı üretim yerlerindeki maliyet farklılıklarını göz önünde tutarak üretim sürecinin çeşitli aşamalarını en düşük maliyetle gerçekleştirebileceği yerleri seçmesi ve yatırımını buna göre yapması sonucu ortaya çıkar. Örnek vermek gerekirse; çok uluslu bir şirketin, birim emek maliyetinin daha düşük olduğu bir yerde, üretimin belirli bir aşamasını gerçekleştirip sonra bunu emek maliyetinin daha yüksek olduğu ülkeye getirebilir. Yatay doğrudan yatırımlarda ise, yüksek gümrük vergileri ve yüksek nakliye giderleri dikkate alınır. Bu şartlarda başka bir ülkede faaliyet gösterebilmek için ürünlerin ihracı yerine, bu maliyetlerin göz önünde bulundurulmasıyla, söz konusu ülkede bu ürünlerin üretilmesi daha avantajlı olabilmektedir (Öz 2005: 7).

1.2.1.2 Uluslararası Portföy Yatırımları¹⁷

Pasif Yatırımlar olarak da bilinen Portföy yatırımları, hisse senedi ve tahvil alımı gibi işlemler sonucu gerçekleşen yatırımlardır. Yatırımcının bu işlemleri ile hiçbir şekilde yatırmış olduğu sermayesinin dışında yönetimde söz hakkı sahibi olmadığı yatırımlar olup, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarından bu noktada ayrılır. Portföy yatırımlarının gelirleri, hisse senedi alımı sonucu oluşan temettü¹⁸ ve tahvil¹⁹ alımı sonu oluşan faiz geliridir.

1987 dünya borç krizinin neticesinde gönüllü ticari banka kredilerinin gelişmekte olan ülkelere hacmini azaltması ya da kredi kullandırmada daha temkinli davranması, ülkelerin farklı finansman alternatifleri üzerinde yoğunlaşmasına neden olmuştur. Bu kapsamda hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler öncelikle sermaye akımlarını serbestleştirmeye yönelik düzenlemeler yapmış, daha sonra sermaye piyasalarının gelişmesi için gerekli yasal düzenlemeleri yürürlüğe konulmuştur (Yalçınar 2012 : 94-95).

Portföy yatırımları, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına göre çok daha kısa, geçici, hareketli ve değişkendir. Küreselleşmeyle beraber bir ülkedeki yatırım ortamının değişmesi, portföy yatırımlarındaki hareketlilik ve değişkenlik nedeniyle süratli sermaye kaçışlarına sebep olabilirken, DYSY'nin o ülkeyi terk etmesi çok daha zordur. Bunun yanı sıra portföy yatırımları buldukları ülkeyi terk ettikten sonra tekrar geri dönebilir ancak DYSY'lerin terk ettikleri ülkeye dönmeleri çok daha zordur (Erdoğan 2012:2).

¹⁷ International Portfolio Investments.

¹⁸ Temettü: Şirketin dönem içinde elde ettikleri kârdan mevcut ortakların pay alma hakkıdır.

¹⁹ Tahvil: Devletin ya da ticari bir kuruluşun ödünç para sağlamak amacıyla çıkardığı, yıllık belli bir faiz getiren ve alınıp satılabilen değerli kâğıt.

1.2.1.3 Dış Borçlar

Küreselleşen dünyada yapılan dış borçlanmaların ekonomilere olan etkileri güncelliğini korumaya devam etmektedir. Dış borçlar geçmişte sadece olağanüstü dönemlerde başvurulan önemli bir gelir kaynağı iken, günümüzde ülke ekonomilerinin gelişmelerinde kullandığı bir finansman çeşidi olarak öne çıkmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin başvurduğu finansman çeşidi olan dış borçlanma ile ülkeler ekonomik kalkınmalarını ve büyümelerinde sürdürülebilirliği sağlamayı amaçlamaktadırlar(Şeker 2006:74-76).

Dış borçlanma, bir devletin ya da bir kuruluşun dış kaynaklardan gelir ve yatırımlarını yapabilmesi için sermaye sağlaması şeklinde tanımlanmaktadır. Gelişmekte olan ülkeler için dış borçlar ekonomi politikalarının bir aracı olarak kullanılabilir. Özellikle II. Dünya Savaşı'ndan sonra Soğuk Savaş ortamı içinde dış destek ile kalkınma modeli olarak yaygın ve normal bir hal almıştır. Çeşitli ülke ve kuruluşlardan (IMF, Dünya Bankası vb.) sağlanan dış borçların ekonomik kalkınmanın sağlanabilmesi için kalkınma amacına yönelik kullanılması ve etkin bir borç yönetimiyle idaresi şart olmuştur. Dış borçlarla elde edilen fonlar ile (Akdoğan 2014:380);

- a. Zorunlu yatırımların gerçekleşme şansı artar,
- b. Yatırımların gerçekleşmesiyle ekonominin çoğaltan ve hızlandıran etkileri harekete geçebilir,
- c. Dış borçlanma ile ödemeler dengesinde olumlu etkiler yaşanmakta fakat borcun ödenmesinde sorunlar yaşanması durumunda bu etki olumsuzlaşabilir.

Ancak dış borçlanmanın olumlu etkilerinin yanında olumsuz etkilerinin de beraberinde düşünülmesi gerekmektedir. Olası Olumsuz etkileri şu şekilde sıralayabiliriz.

- a. Ekonomide dışa bağımlılık artar,
- b. Ülke içinde israf riski artar,
- c. Alınan dış borçların etkin kullanılmaması durumunda olumsuz sonuçlar kaçınılmaz olur,
- d. Borcun ödenmesi aşamasında, ödemeler dengesinde sorunlar yaşanabilir.

1.2.2. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarına İlişkin Kavram ve Tanımlar

Bir şirketin üretimini ana merkezinin bulunduğu ülke sınırlarının dışına çıkararak, yaymak üzere diğer ülkelerde üretim tesisi kurması veya mevcut tesisleri satın alarak yatırım yapması DYSY olarak adlandırılır ve bu yatırımlar ülkelerin birbiri nezdinde uzun süreli yatırım yapmak üzere aktardığı makine, teçhizat, fabrika, alt yapı, teknoloji gibi kaynaklardır (Seyidoğlu 1999: 664). DYSY girişleri, bir ülkede faaliyet gösteren bir firmayı satın almak, devralmak, o firma ile birleşmek, yeni kurulan bir firma için kuruluş sermayesini sağlamak veya mevcut bir firmanın sermayesini arttırmak şeklinde gerçekleşmektedir (Seyidoğlu 2007: 599). Portföy yatırımlarından farklı olarak DYSY'lerin önemli özelliği, yurt dışında yeni yapılan veya satın alınan mevcut bir üretim tesisinin yönetiminin yabancı bir şirketin elinde veya denetiminde olmasını sağlamasıdır. Bununla birlikte DYSY'ler portföy yatırımları gibi değişken ve kısa vadeli nitelik taşımadıklarından uzun vadeli hedeflere göre hareket etmektedir (Seyidoğlu 2007: 600).

Ülkelerin mevcut kaynakları ile yapabileceği yatırımlar sınırlı, yerli tasarrufların oluşturduğu ülke kaynakları ise yetersiz kaldığı zamanlarda, gerekli olan ilave kaynak ihtiyacı dış tasarruflarla, başka bir deyişle yabancı sermaye yatırımları ile karşılanmaktadır (Aydemir ve Ark. 2012 : 70).

DYSY çoğunlukla uzun süreli, ticari çıkar güdülerek, şirket yönetimine etki edebilecek seviyede gerçekleşen sermaye yatırımları olarak tanımlanmakla birlikte farklı şekilde gerçekleşebilir. Bunlar; yeni şirket kuruluşu, şirket birleşmeleri, şirketin alınması, özelleştirilmesi ve ortak girişimler şeklinde de gerçekleşebilir (ITO 2003:15).

Yabancı yatırımcının yurt dışından getirdiği nakit, menkul kıymet, makine, teçhizat, sınai ve fikri mülkiyet hakları ile yurt içinden sağladığı çeşitli hak ve kıymetler ile yeni şirket kurması ya da şube açması veya en az %10 hisse oranı ile mevcut bir şirkete ortak olması 4875 sayılı "Doğrudan Yabancı Yatırım Kanunu"nda DYSY olarak yer almıştır.

1.2.3. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ortaya Çıkışı ve Gelişimi

Çeşitli ülkelerde faaliyet gösteren çoğu firma, fabrika veya şube tek bir ana merkezden yönetilmektedir. Farklı ülkelerde kurduğu şubelerle aynı anda bir çok ülkede birden üretim faaliyetine katılan şirketler çok uluslu şirketler²⁰ olarak adlandırılmaktadır. Bu şirketlerin tarihçesi eski olmamakla birlikte II.Dünya Savaşından sonra özellikle 1960'yıllarda yaygınlaşmıştır. Çok uluslu bu şirketlere öncülük eden ülkelerin başında ABD'ye ait şirketler gelmektedir. Onları Batı Avrupa ve Japon firmaları izlemiş, Güney Kore firmaları da sonrasında bunları takip etmiştir (Seyidoğlu 2003: 451).

²⁰ Multinational Corporations

1.2.4. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarını Belirleyen Unsurlar

DYSY'ler, ev sahibi ülkeye yaptığı katkılardan dolayı kalkınmanın devamlılığında en etkili unsurlardan biri olarak görülür. DYSY girişlerini belirleyen unsurlar araştırmacılar tarafından çeşitli başlıklar altında incelenmiş bu çalışmalar genel olarak; arz ve talep yönlü belirleyiciler (Tuselman 1999), geleneksel olan ve olmayan faktörler (Nunnenkamp, 2002), Maliyetlerle ilişkili, Yatırım çevresini zenginleştirici, makroekonomik ve ülkenin kalkınma stratejisine yönelik faktörler (Ghumro ve Hakro 2007), itici ve çekici faktörler (Kar ve Tatlısöz 2008) şeklinde ifade edilebilir.

Bahse konu çalışmalarda DYSY girişlerini belirleyen unsurlar şu şekilde açıklanabilir:

Ghumro ve Hakro (2007), maliyetle ilgili faktörleri açıklarken ev sahibi ülke ile sermayenin geldiği yatırımcı ülke arasında önemli maliyet farklılıklarının oluşması neticesinde, bu durumun yatırım yapılacak ülke seçiminde önem arzettiğini, Yatırım çevresini zenginleştirici faktörleri açıklarken; liberalleşme, vergiler-sübvansiyonlar, para biriminin konvertibilitesi gibi değer katan unsurları ve Makroekonomik ve ülkenin kalkınma stratejisine yönelik faktörleri ise; yabancı firmanın lisanslama, ihracat ya da farklı bir yolla ev sahibi ülkeye girmek yerine, doğrudan yatırıma yönlendiren faktörlerden potansiyel pazar hacmine dikkat çekmektedir

Tuselman (1999); DYSY'nin belirleyicilerini arz ve talep yönlü olarak iki gruba ayırmıştır. Arz yönü olanları; Emek maliyetleri, kurum vergileri, emeğin kalitesi ve yasal düzenleyici çerçevelerin varlığı şeklinde, Talep yönlü faktörleri ise; pazarın hacmi, yatırım yapılacak mekânın coğrafi ve kültürel özellikleri şeklinde açıklamaktadır.

Nunnenkamp (2002) ise; geleneksel olmayan faktörleri; ev sahibi ülkenin nüfusu, kişi başı geliri, GSYİH büyüme oranı, yönetsel darboğazları, pazara giriş kısıtlamaları ve risk faktörlerini, geleneksel olmayan faktörleri ise uygulanan vergiler-istihdam koşulları-emek piyasasına yönelik düzenlemeler şeklinde ifade etmektedir.

DYSY'ler hem ev sahibi ülkeye ilişkin talep faktörleri hem de kaynak ülkeye ilişkin arz faktörleri tarafından belirlenmektedir. DYSY'lerin gerçekleşebilmesi için kaynak ülkenin yatırımı yapacak fırsat unsurlarını, ev sahibi ülkenin de yatırımı cazip kılacak, çekici faktörlere sahip olması gerekmektedir. Kaynak ülkenin sürükleyici faktörlerinden en önemlisi beklenen karlılık seviyesidir ancak yatırım kararı alınırken sadece bu seviyeyi göz önüne almakta yeterli olmamaktadır. DYSY'lerin hangi ülkede yapılacağı ev sahibi ülkeye ait politik, ekonomik ve yerel bazı belirleyenlere yani ülkenin yatırımı cazip kılacak çekici faktörlerine bağlı olmaktadır.

DYSY'nin belirleyicileri diğ er bir şekilde, ev sahibi ÷lkeden kaynaklananlar çekici faktörler (pull effects) ve sermayenin kaynağı ÷lkeden itici faktörler (push effects) şeklinde de sınıflandırılabilir. Kar ve Tatlısöz (2008) bu belirleyicileri aşağıdaki Tablo 1.17'de sıralamaktadır.

1.2.4.1. Ev Sahibi Ülke Açısından Belirleyici Unsurlar

DYSY'ler ev sahibi ÷lke ekonomisi üzerinde üretim, istihdam, gelir, fiyatlar genel düzeyi, ihracat, ithalat, ekonomik büyüme, ödemeler dengesi ve refah düzeyi üzerinde olumlu etki meydana getirebilmektedir. Aynı zamanda DYSY'ler gelişmiş ve gelişmekte olan ÷lkeler arasında güçlü bir bağ kurulmasına ve ekonomik ilişkilerin yoğunlaşmasına yardımcı olurlar (Erdal, Tatoğ lu 2002).

Tablo 1.17 DYSY Üzerinde Etkisi Olan İtici ve Çekici Faktörler

İtici faktörler: Genellikle dış dünyadaki ekonomik gelişmeler sonucu sermayenin dışarıya yönelmesine etki eden unsurları kapsamaktadır:	Çekici faktörler: Doğrudan yabancı yatırımın yöneldiği ekonominin iç dinamiklerinden kaynaklanmaktadır:
*Bölgesel ticaret anlaşmaları *Gelişmiş ÷lke piyasalarındaki kârlılığ ın azalması.	*Sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin kaldırılması ve finansal serbestleş me *Ulaşım ve haberleş me teknolojilerindeki gelişmeler *Gelişmekte olan ÷lkelerin keşfedilmemiş birer pazar oluşları *Hammadde ve işgücü maliyetinin ucuz olması *Vergi oranları *Döviz kuru politikaları *Mali teşvikler *Özelleştirme uygulamaları *Makro ekonomik istikrar *Bürokrasinin kalitesi ve politik istikrar

Kaynak: Kar, Muhsin ve Tatlısöz, Fatma, Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketlerini Belirleyen Faktörlerin Ekonometrik Analizi, KMU İİBF Dergisi, 2008, Yıl.10, sayı 14.

1.2.4.2. Kaynak Ülke Açısından Belirleyici Unsurlar

Yabancı yatırımcı açısından en önemli belirleyici ve yatırıma teşvik edici faktör gelecekte kazanılması öngörülen muhtemel kar ve kazançlar önem teşkil etmektedir. Ancak bu karar alınırken sadece kar ve kazancını düşünerekten yatırımcı yatırımını gerçekleştirmez. Kaynak ÷lkelerdeki kar maksimizasyonu dışındaki diğ er itici faktörler;

- Maliyetin düşürülmesi,
- Ticaret yapılan ÷lkelerdeki tarife ve kotalardan kaçınma,
- Yeni piyasalar yaratılması ya da mevcut piyasaların korunması,
- Monopolcü güç yaratılması,

- Rekabetçi gücün artırılması ya da korunması,
- Yatırımları uluslararası çeşitlendirme ve de üretim esnekliğinden faydalanma,

şeklinde oluşmaktadır (Candemir 2009: 661).

1.2.5. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları: Teorik Yaklaşımlar

Sermayenin kendi ülkesi dışındaki ülkelere gitmesinin çeşitli nedenleri vardır. Bunları en önemlilerini iki grupta toplamak mümkündür:

- a. Gittiği ülkede daha yüksek getiri elde edebilecek olması,
- b. Riskleri yaymaktır (Eğilmez 2004:135)

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının öneminin artmasıyla birlikte, dünya üzerinde boy gösteren çokuluslu şirketleri doğrudan yabancı sermaye yatırımı yapma teşvik eden ve bu yatırımın nereye, nasıl yapılacağını belirlerken yatırım yapılacak ülke seçiminde o ülkeye giriş stratejilerine ilişkin farklı teoriler ortaya konulmuştur. Ayrıca dünya genelindeki doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını ev sahibi ülke olarak çekmede rol oynayan faktörler ile bunun sağlanmasında ülkelerarası farklılıklar da çeşitli çalışmalara konu olmuştur.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları hakkındaki bir teori şu sorulara cevap vermelidir (Arıkan 2006:22);

- a. Şirketler neden yabancı bir ülkeye doğrudan yatırım yaparlar?
- b. Doğrudan yatırım yapan şirketler, Pazar hakkında çok daha fazla bilgi sahibi olan yerel şirketlerle nasıl rekabet edebilirler?
- c. Şirketler, ihracat veya lisanslandırma yerine neden yabancı ülkeye doğrudan yatırım yapmayı tercih eder?
- d. Doğrudan yatırımlar, neden çoğunlukla oligopol piyasalardaki büyük şirketler tarafından yapılmaktadır?
- e. Doğrudan yatırımlar, neden bazı sektörlerde yoğunlaşmaktadır?
- f. Neden hem sektör hem de ülke bazında karşılıklı yatırımlar öngörülmektedir?
- g. Dünyada toplam doğrudan yatırımların büyük bir bölümü, neden sadece belirli birkaç ülkeden kaynaklanmaktadır?

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına ilişkin yapılan ilk çalışmalar, Neoklasik iktisat teorisi dahilinde ortaya konmuştur. Sermaye ve iş gücünün girdi olarak kullanıldığı, ülkelere arası teknolojinin hesaplamalara katılmadığı neo-klasik modelde, sermayenin

lkeler arasında dolaşımının serbest olması durumunda, yoksul ülkelerin yüksek seviyede doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını alması beklenmektedir.

Varsayımların çeşitlendirildiği araştırmalarda; gelir seviyesi en düşük olan ülkelerin, yüksek olanlara kıyasla, üretim teknolojilerinin daha az sermaye yoğun olması, toplam faktör üretkenliğinin daha düşük olması nedenleri ile doğrudan yabancı sermaye yatırımlarından yüksek seviyede faydanılamadığı ortaya konulmuştur.

Gelişmiş ülkelere yapılan doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını nedenlerini açıklarken neo-klasik modelin, ülkeler arası dış kaynaklı teknoloji farklılıkları göz önüne alınsa bile nedenselliği bakımından yetersiz kalacaktır (Zebregs 1998: 23). Yatırım yapılabilecek ülkeler arasında marjinal verimliliğin ve sermaye yoğunluğunun benzer olması durumunda, neoklasik teori, yatırımların bir ülkeden diğerine yönelmesini açıklamakta yetersiz kalmaktadır. Piyasalarda eksik rekabet koşullarının geçerli olduğu varsayımından yola çıkararak doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına ve çokuluslu şirketlere ilişkin yeni bir bakış açısı getirilmesi gerektiği Stephen Herbert Hymer tarafından 1976 yılında ortaya konulan doktora tezi²¹ ile önem kazanmıştır.

Sonrasında eksik rekabet, endüstriyel örgütlenme, ürün yaşam eğrisi gibi teoriler aracılığı ile ülkeler arasında gerçekleşen doğrudan yabancı sermaye yatırımları açıklanmaya çalışılmıştır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını piyasa koşullarına göre sınıflandırması ve konuya bütüncül bir bakış açısıyla yaklaşmaya olanak sağlaması nedeniyle çalışmamızda öncelikle tam rekabet piyasası varsayımına dayanan teoriler, sonrasında eksik rekabet piyasası varsayımına dayanan doğrudan yabancı sermaye yatırımı teorileri incelenecektir.

Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırım Teorileri, tam rekabet ve eksik rekabet piyasalarına dayalı teoriler olarak ikiye ayrılmaktadır. Bu teoriler tek başına DYSY'leri açıklamada yeterli olmasa da, her biri doğrudan yatırım akımlarını açıklama konusunda önemli katkıda bulunmuştur (ztrk 2004: 110).

a. Tam Rekabete Dayalı DYSY'lere İlişkin Teoriler

- (1) Getiri Oranlarındaki Farklılıklar Teorisi
- (2) Portföy eşitlendirilmesi Teorisi (Markowitz ve Tobin)
- (3) Piyasa Büyüklüğü Teorisi

²¹ The International Operations of National Firms: A Study of Direct Foreign Investment, The Massachusetts Institute of Technology.

b. Eksik Rekabete Dayalı DYSY'lere İlişkin Teoriler

- (1) Ürün Hayat Devreleri Teorisi (Raymond Vernon)
- (2) İçselleştirme Teorisi (Peter J.Buckley, Mark Casson)
- (3) Eklektik (OLI) Paradigması Teorisi (Dunning)

Son yıllarda DYSY'lerdeki hızlı gelişmeyi açıklamak üzere oldukça literatür oluşmuştur. Bu konuda bir çok teori ortaya atılmış ve test edilmeye çalışılmıştır. Bu teorilerin her birinin belirli türdeki endüstri veya firmalara ait DYSY'nin yapılış nedenlerini açıklamaya yönelik olduğu görülmektedir. Bu teori ve hipotezlerin ortak noktası hemen hemen hepsinin ihracat, lisans veya yönetim sözleşmesi yerine, firmanın neden DYSY yoluna gittiğinin açıklamaya çalışılmasıdır. DYSY'lerin nedenleri ile ilgili olarak ekonomik, stratejik ve davranışsal etkenler üzerinde durulmuş, Geliştirilen hipotezlerin başlıca şunlar olmuştur (Seyidoğlu 2003: 452).

- a. Hammadde Kaynakları (availability of raw materials),
- b. Faaliyetlerin Bütünleştirilmesi (integrating operations),
- c. Aktarılamayan Bilgiler (non transferable knowledge)
- d. Ticari Ünvanın Korunması (protecting reputations),
- e. Ticari Ünvanı Yararlanmak (exploiting reputations)
- f. Sırların Korunması (protecting secrecy),
- g. Ürünün Yaşam Dönemi Hipotezi (product life-cycle hypothesis),
- h. İthalatçı Ülkenin Koyduğu Tarife ve Kotalardan Kaçınma,
- i. Yurtiçi Kısıtlamalardan Kurtulma (avoiding regulations),
- j. Üretim Esnekliği (product flexibility),
- k. Müşterileri İzleme (symbiotic relationships),
- l. Yatırımları Uluslararası Çeşitlendirme (diversify internationally),
- m. Ucuz Yabancı Faktör Kullanımı
- n. Yabancı Teknoloji Kullanılması (use of foreign technology),
- o. Monopol Avantajlardan Yararlanma,

DYSY'lerin nedenleri ve sonuçlarına yönelik artan ilgi, bu yatırımları açıklamaya amaçlayan teorilerin doğuşunu da hızlandırmıştır. Teorilerin bir bölümü DYSY çıkışı

üzerine odaklanırken bir bölümü de DYSY girişlerini ele almaktadır. Fakat temel yaklaşım piyasa koşullarına göre iki temel başlık altında incelenmektedir.

1.2.5.1. Tam Rekabet Piyasasında Doğrudan Yabancı Yatırımlarına İlişkin Teoriler

Faktör ve mal piyasalarında tam rekabet piyasası varsayımına dayanan bu teoriler, neo-klasik iktisat teorisi içerisinde ve 1960 öncesi dönemde geliştirilmiştir. Getiri oranlarındaki farklılık teorisi, portfolyo teorisi, piyasa büyüklüğü teorisi tam rekabet varsayımına dayanan teoriler kapsamında değerlendirilmektedir (Öztürk 2004).

1.2.5.1.1. Getiri Oranlarındaki Farklılıklar Teorisi

Bu teoriye göre DYSY'ler, düşük kar/kazanç oranlarına sahip ülkelere yüksek kar/kazanç oranlarına sahip ülkelere yapılan sermaye aktarımlarının bir sonucudur. Sermayenin bir ülkede diğer bir ülkeye göre daha yüksek getiri oranına sahip olması o ülkelerin göreceli faktör donanımları ile açıklanabilir. Şirketler yatırım kararlarını verirken beklenen marjinal kar/kazancı sermayenin marjinal maliyetine eşitlerler. Marjinal maliyetin yurt içinde ve yurt dışında eşit olması varsayımı altında beklenen marjinal kar/kazanç diğer yabancı ülkelere yurt içinde olduğundan daha yüksekde seyrediyorsa şirket yurt dışında yatırım yapma eğilimi gösterir (Lizondo 1990: 2).

Yabancı Sermaye yatırımlarının artış eğilimi gösterdiği 1950 ve 1960'lı yıllarda oldukça popüler hale gelen bir teoridir. Bu teoriye göre, DYS yatırımları, uluslararası sermayenin getiri farklılıklarının sonucu ortaya çıkan yatırım türüdür. Açıklamak gerekirse, bir firma yurtdışında yatırım kararı yapmaya karar verirken, yurt dışından beklenen getiri ile aynı yatırımın yurt içinde yapılması halinde elde edilecek getirinin karşılaştırılarak, firmanın kar maksimizasyonu (Toplam hasılatın en fazla, toplam maliyetin en düşük olduğu veya marjinal maliyetin marjinal hasılatı eşit olduğu aralık) çerçevesinde getirisi daha yüksek olan yatırıma yönelmesidir (Öztürk 2004: 114).

Teoride açık bir biçimde risk tarafsızlığı kabul edilmekte, yatırım kararlarını etkileyen tek değişkenin ise getiri oranı farkı olduğu ileri sürülmektedir. Burada risk tarafsızlığı ile de DYSY'lerin yatırımcı açısından tam ikame kabul edilmesi durumu ifade edilmektedir (Tortian 2007: 138).

Bu teoriye getirilen eleştirilerden biri, bir ülkenin aynı anda hem doğrudan yabancı sermaye yatırımı yapması hem de bu yatırımları alması durumunda gerçekleşmektedir. Getiri oranlarındaki farklılık hipotezi doğru olması için tüm ülkelerin doğrudan yabancı sermaye yatırımlarındaki akışın kar maksimizasyonu sağlayacak şekilde tek yönlü olması gerekirdi (Moosa 2002: 25). Çokuluslu şirketler açısından bakıldığında doğrudan yabancı

sermaye yatırımı yapılmasının amaçları o ülkede piyasaya girmek, satışları arttırmak veya ticaret engellerini aşmak şeklinde olabilir.

1.2.5.1.2. Portföy Çeşitlendirilmesi Teorisi (Markowitz ve Tobin)

Büyük Buhran²² sonrası dönemdeki uluslararası sermaye hareketlerini riski dağıtmak anlamında geliştirilen bu yaklaşım Tobin²³ ve Markowitz²⁴ tarafından oluşturulmuştur (Öztürk 2004: 115). Bu teoriye göre yapılan yatırım tercihi beklenen getiri ve riskten etkilenir. Firma birden çok ülkeye yatırım yaparak, yumurtaları farklı sepetlere koyarak, toplam riski azaltmaya çalışır. Bu teori doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının uluslararası portföy çeşitlendirmesi olarak düşünülebilir (Lizondo 1990: 3).

Yatırımcı belirli bir risk düzeyinde en yüksek geliri elde etmek isterler. Bu nedenle, her menkul değer için risk ve gelir karşılaştırması yaparak en cazip olan yatırım araçlarını belirlerler fakat beklenmedik olumsuz gelişmelerin riskini en aza indirmek amacıyla tüm fonlarını tek bir menkule yatırmazlar. Yatırım araçlarını çeşitlendirerek portföy riskini minimuma indirmeye çalışırlar. Menkullerin risk ve gelir düzeyindeki, yatırımcıların portföylerinde yeni düzenlemelere neden olur. Bu stok değişimleri uluslararası sermaye akımlarını da etkilemektedir (Seyidoğlu 2001: 597).

Finansal piyasaların eksik rekabet koşullarına sahip olması bu durumun temel nedeni olarak gösterilebilir. Aynı zamanda gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasalar yeterince gelişmediğinden portföy yatırımları DYSY'lere göre daha az tercih edilir. Diğer taraftan kontrol derecesi de çok uluslu şirketlerin kendilerine kontrol imkanı veren DYSY'lerin portföy yatırımlarına tercih etmelerine neden olabilmektedir (Tortian 2007: 140).

1.2.5.1.3 Piyasa Büyüklüğü Teorisi

Bu teoriye göre bir ülkeye yapılan yatırımın miktarı, Pazar büyüklüğüne ya da ülkenin Gayri Safi Yurt İçi Hasılasına (GSYİH) bağlı olduğunu savunan teoridir. Bir ülkenin

²² 1929 Dünya Ekonomik Bunalımı veya Büyük Buhran, 1929'da başlayan ve 1930'lu yıllar boyunca devam eden ekonomik buhrana verilen isimdir. Buhran, Kuzey Amerika ve Avrupa'yı merkez almasına rağmen, dünyanın geri kalanında da yıkıcı etkiler yaratmıştır.

²³ James Tobin (1918–2002), 1981 Ekonomi alanında Nobel Anıt Ödülü sahibi, Yale Üniversitesi Ekonomi Öğretim Üyesi.

²⁴ Harry Max Markowitz (1927-) ABD'li bir ekonomisttir. *Modern Finansal Portföy İdaresi* konusunda, özellikle mal varlığı rizikosunu, korelasyon ve portföy çeşitliliğinin yatırım portföyünün getirilerine yaptığı etkiler üzerine, yaptığı yol gösterici çalışmalar dolayısıyla tanınmaktadır. 1990 yılında da ekonomi dalında, Merton H. Miller ve William F. Sharpe ile birlikte olarak, Nobel Ekonomi Ödülü'nü kazanmıştır.

pazar büyüklüğü ölçek ekonomileri seviyesine ulaştığı zaman, o ülke doğrudan yabancı sermaye yatırımları için cazip bir pozisyon almaktadır (Moosa 2002: 27).

Temelleri neoklasik büyüme teorisine dayanan bu teoriye göre bir ülkedeki DYSY seviyesi, o ülke ekonomisinin büyüklüğüne bağlı bulunmaktadır. Ekonominin büyüklük hesaplanırken o ülkenin GSYİH 'sının bir önceki yıl ile kıyaslanması ile ölçülmektedir. Piyasa büyüklüğü aynı zamanda o ülkenin piyasasına olan talebi de göstermektedir. Sağlıklı bir büyüme performansı sergiledikçe DYSY girişi o ülke için artış göstermektedir. Piyasa büyüklüğü yabancı sermaye çekme açısından en önemli faktörlerden biri olduğu çoğu çalışmada ifade edilmiştir (Mucuk 2011: 23).

1.2.5.2 Eksik Rekabet Piyasasında Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarına İlişkin Teoriler

Çalışmanın bu kısmında incelenecek olan teoriler mal ve faktör piyasasında eksik rekabet koşullarının geçerli olduğu varsayımına altında ele alınmıştır. Stephen Herbert Hymer'in 1976 yılında yayınlanan doktora tezinde Hymer'in geliştirdiği teorisinin öncülüğünde çeşitli iktisatçılar tarafından yabancı sermaye yatırımlarını açıklamaya ilişkin çeşitli teoriler (içselleştirme (internalization) teorisi, OLI paradigması, ürün yaşam evreleri teorisi, oligopolistik tepki teorisi) ortaya konulmuştur.

1.2.5.2.1 Endüstriyel Örgütlenme Teorisi (Hymer)

Bu teoriye göre bir firma başka bir ülkede şube açar ise yerel firmalarla rekabet etmede birçok dezavantaja sahip olacaktır. Uzak yerlere yayılmış faaliyetlerin yönetilmesindeki zorluklar beraberinde yasal sistem, dil, kültür, teknik standart ve tüketici tercihlerindeki farklılıklar ile döviz kuru riskini dezavantajları doğuracaktır. Hymer, firmaların bu dezavantajlara rağmen yabancı ülkelerde yatırım yapmayı kârlı bulabileceklerinden çalışmasında bahsetmiş ve bunun nedenlerini açıklamaya çalışmıştır.

Hymer'a göre; piyasaların mükemmel olup olmamalarına bağlı olarak, merkezden karar alma süreci, yerinden karar alma sürecinden daha kârlı olabilir. İki firmanın birleşmesi durumunda farklı iki teşebbüs arasındaki rekabet sona ermesiyle toplam kârda artış meydana gelecektir. Özellikle hammaddeler söz konusu olduğunda firmaların uluslararası operasyonlara yönelmeyi tercih ettikleri en önemli hareket kârlarını arttırmakta izledikleri bir yol olan birleşmelerdir. Hymer (1976: 41), firmaların uluslararası faaliyetlerinin, firmaların bazı avantajlara sahip olmasından kaynaklandığını ileri sürmektedir. Bu avantajı üretim faktörlerini diğer firmalardan daha ucuza alması, daha verimli ve etkin bir üretim yöntemine sahip olması ve bunu uygulayabilmesi, dağıtım kanallarının daha yaygın olması ya da farklılaştırılmış ürün üretmesi olabilir. Bu avantajlar

yukarıda bahsedilen dezavantajları bertaraf edebiliyorsa; firmalar, doğrudan yabancı sermaye yatırımı yapmayı tercih ederler.

Yatırımı yapan firmanın ev sahibi yerel firmalarla karşılaştırıldığında bazı monopol avantajları vardır. Buna karşılık yabancı firma bir ülkeye yatırım yaparken, özellikle yerli firmalarla karşılaştırıldığında, risk ve belirsizliklerin getirdiği dezavantajları da vardır. Piyasa yapılarından kaynaklanan ve ev sahibi ülkenin hükümetleri tarafından sağlanan olanak ve avantajlar, firmaların, doğrudan yabancı sermaye yatırımı yapmasında en önemli nedenlerden biridir. Ancak bu avantajları yanı sıra ev sahibi ülke ekonomisinin kilit sektörlerinin yabancı ülkelerin denetimi altına sokulması ve ekonomik bütünlüğün bozulması, gümrük vergileri ve ithalat yasakları gibi koruyucu dış ticaret kısıtlamalarının aşılması, yerli şirketler karşısında yabancı şirketlerin yüksek sermayeleri, teknoloji, yöneticilik bilgisi gibi artılarından dolayı, haksız rekabet üstünlüğü sağlaması, aşırı kar transferleriyle o ülkenin ödemeler dengesinin sarsılması ve yeni teknolojiyi kendi ülkelerinde üreterek ev sahibi ülkeleri bu teknolojileri ithal etmek yoluyla teknolojik bağımlılık yaratmaları gibi olumsuz bazı sonuçları da beraberinde getirebilmektedir (Saatçioğlu 2012).

1.2.5.2.2.İçselleştirme Teorisi (Peter J.Buckley, Mark Casson)

DYSY'leri açıklayan bir başka teori ise içselleştirme teorisidir. Bu teori, ev sahibi ülkedeki piyasa aksaklıklarının, yatırım yapacak kaynak ülkedeki firmalar tarafından öngörülüp, bunu kendi lehlerine çevirebilmesi ile açıklanmaktadır (Emery vd. 1998). Teori, aksak piyasa koşullarının firmaları kendi içsel piyasalarını kurmaya ve bu aksaklıkları yok etmeye zorunlu kılacağını savunmaktadır. Bu şekilde firma, piyasayı kendi lehine bir şekilde kontrol altına alarak, durumu uluslararası piyasalarda gerçekleştirmesi ile doğrudan yabancı yatırımları teşvik edilmeye başlanacaktır. Ticaret engelleri, maliyet yüksekliği ve bilgi asimetrisi nedeniyle, ÇUŞ'lar içselleştirilme yoluna giderler. Böylece uluslararası firmalar pazar belirsizliği sorununu en aza indirirken, fiyat farklılaştırması yoluyla piyasadaki tüketici fazlasını kendi lehlerine yönlendirmeye çalışırlar (Buckley ve Casson 1981).

Firmaların varlık nedeni, fiyat mekanizması yolunu kullanarak işlem maliyetlerini azaltmaktır. İçselleştirme, firmanın faaliyetlerini kontrol etmesi, bu faaliyetleri ortak bir mülkiyet altında toplaması ve firmanın operasyonlarının genişletilmesidir(Buckley ve Casson 1976). İçselleştirme teorisinin özü, uluslararası ticaret ve yatırım alanlarında piyasaların tam ve mükemmel işlenmesini; dolayısıyla etkinliğin sağlanmasını engelleyen eksikliklerin ve aksaklıkların var olduğunun kabulüdür (Uzun 2010 :95,96).

İçselleştirme teorisine göre, doğrudan yabancı sermaye yatırımları, şirketlerin piyasada gerçekleştirdikleri işlemlerini içsel işlemlerle değiştirme çabalarının bir sonucu olarak ortaya çıkar. Firmalar, piyasalarda gerçekleştirdikleri faaliyetleri dikey bütünleşme yoluyla kendi bünyelerine katarlar. Firmalar eksik rekabet piyasalarında ara ürünleri için içsel pazarlar yaratarak, piyasada gerçekleştirilen faaliyetleri bünyelerine katarak, piyasa aksaklıklarının önüne geçmeye çalışır; firmanın pazarda gerçekleştirdiği faaliyetlerinin ortak mülkiyet altında toplanması ve kontrol edilmesi gündeme gelir. Firmaların içselleştirme faaliyetleri ulusal sınırların ötesine geçtiğindeyse, çokuluslu şirketler ortaya çıkar. İçselleştirme teorisine göre firmaların içselleştirme kararı almasında rol oynayan faktörler şöyle sıralanmaktadır:

- a. **Endüstriye Özgü Faktörler:** Ürünün doğasına ve dış pazarın yapısına bağlı faktörler,
 - b. **Bölgesel Faktörler:** Pazarı oluşturan bölgelerin coğrafi ve sosyal özellikleri,
 - c. **Ulusal Faktörler:** Yatırım yapılacak ülkenin uluslararası siyasi ve mali ilişkileri,
 - d. **Firmaya Özgü Faktörler:** Yöneticilerin iç piyasaları örgütleme becerisi.
- Firmaların içselleştirmeyi tercih etmesinin nedenlerinden biri yurt dışındaki piyasaların bir çok düzensizlik ve riskler içermesidir. Bu teori aslında doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının genel bir teorisidir (Buckley, Casson 1976: 36-45).

Firmalar açısından çalışma koşullarının büyük ölçüde değişim gösterdiği dikkate alınırsa; ticari engellerin azalması, ekonomik entegrasyonların artması, bölgesel ve uluslararası nitelikteki ticari organizasyonların çoğalması ile teknoloji ve iletişim alanındaki gelişmeler söz konusu koşulların değişmesine neden olan temeli oluşturmaktadır. Küresel ekonomide bu değişimin karşısında firmalar çoğu zaman amaca yönelik olarak, farklı ülkelerde faaliyet gösteren ve kendisine ara malı satan küçük firmaları bünyesinde toplama yani içselleştirme yoluna gider (Mucuk 2011: 26).

İşlem Maliyeti Teorisi olarak da bilinen bu teori, yabancı kaynakların işletilmesinde, doğrudan yatırımların, ihracat ve lisanslamadan daha etkin bir yol olmasının nedenlerini açıklamaktadır. Piyasada ticaret yoluyla ortaya çıkan işlem maliyetlerinin çok fazla olması nedeniyle işletmelerin bu işlemleri kendi bünyesinde içselleştirmesinin daha ekonomik olduğunu savunan teoridir (Erdoğan 2012 :36).

1.2.5.2.3. Coğrafi Konum Teorisi (Horst²⁵ (1972))

Bu teoriye göre doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının nedeni işgücü ve doğal kaynaklar gibi bazı üretim faktörlerinin uluslararası hareketliliğinin olmamasıdır. Hareketliliğin olmaması da üretim faktörlerinin maliyetlerinin bölgelere göre farklılık göstermesine yol açması anlamına gelmektedir. Ticaret teorisine göre uluslararası üretimin yer seçimi, faktör maliyetleri ile ilişkilidir. Firmalar üretim maliyetlerinin düşük olduğu ülkeleri tercih ederken ulaşım ve telekomünikasyon altyapısı, iş gücünün kalitesi ve miktarı, yerel tedarikçilerin güvenilirliği, doğal kaynakların varlığı doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını etkiler (Meyer 1998 : 59-79).

Bir ülkedeki düşük ücret seviyesi o ülkeye yapılan doğrudan yabancı sermaye yatırımı seviyesinde etkili olabilmektedir. Hindistan, Meksika gibi ülkelere iş gücü maliyetinin düşük olmasından dolayı emek yoğun faaliyet alanları ve üretim süreçleri kaydırılmaktadır. Ancak yüksek ücretlerin yüksek kaliteli iş gücünü işaret ettiği durumlarda düşük ücretler ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları arasındaki ilişki geçerliliğini kaybetmektedir. Bir ülkede bir alanda çalışan emek sarf edenlerin maaşları göreceli düşük olduğunda finans, ar-ge gibi faaliyetlere yapılacak yatırımlar o ülkeye yapılmamaktadır (Moosa 2001: 34).

Doğal kaynağa yakın yerde fabrika kurarak yatırımcılar ulaşım maliyetlerini azaltmayı öngörmektedirler. Yatırımcılar, malın transferindeki olası nedeniyle de ham madde kaynağına yakın yerlerde üretim yapmayı tercih edebilirler. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, sermaye maliyetinin düşük olduğu ülkelere yapılacaktır. Tarife, kota ve tarife dışı engellerle yapılan korumacılık engellerinin doğrudan yabancı sermaye yatırımları yoluyla üstesinden gelinmeye çalışılmaktadır.

1.2.5.2.4. Ürün Hayat Evreleri Teorisi (Raymond Vernon)

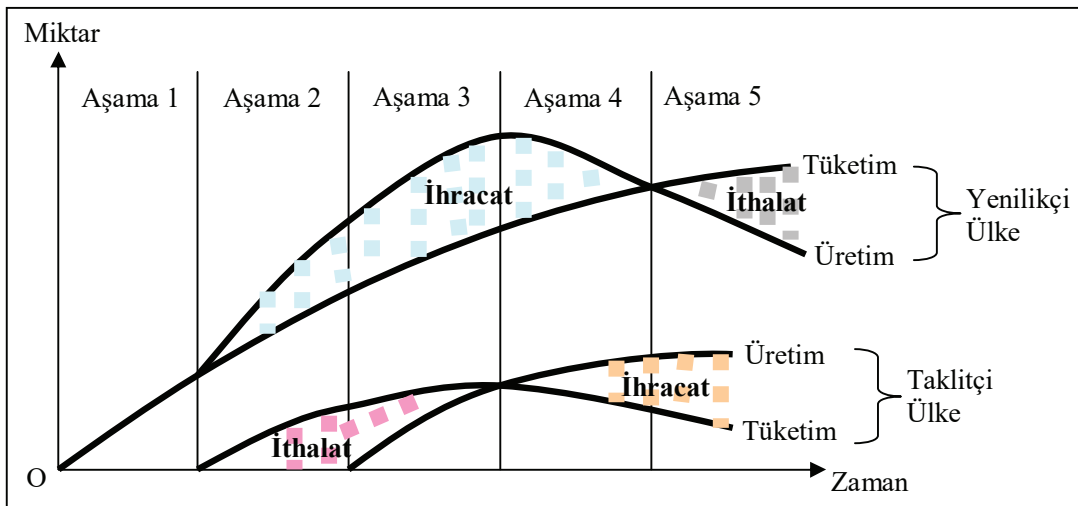
Ürün, yüksek gelir esnekliği veya yüksek maliyetli işgücü nedeniyle gelişmiş ülkede talebe bağlı olarak genişlendikten sonra girişimciler, kendilerine bir üretim tesisi kurma riskini alıp almamaları veya işçi maliyetlerinin düşük olduğu az gelişmiş veya gelişmekte olan ülkelere üretimlerini kaydırmaları konusunda kendilerine sorgulamaya başlayacaklardır (Vernon 1966).

²⁵ Horst (1972), çalışmasında ABD'nin Kanada'ya yaptığı doğrudan yabancı yatırımlarını açıklamak için bu teoriye başvurmuştur.

Raymond Vernon, yayımladığı makalesiyle üretim sürecinin çok uluslu hale gelmesini Ürün Hayat Evreleri Teorisiyle açıklamaya çalışmıştır. Bu teoriye göre yeni ürünün piyasaya sürülmesi, ürünün olgunlaşması, ürünün standartlaşması olmak üzere üç aşamada incelenmektedir. Birinci aşamada teknolojik yenilik içeren ürün gelişmiş ülkede üretilmeye başlanır. Ürün iç piyasada yeterince olgunlaştığında üretim miktarı artırılır ve ihracata başlanır. Yenilikçi şirketin söz konusu yeni ürünü standartlaşmaya başladığında, şirket yurt içine veya dışına lisans vermeye başlar, üretim miktarlarının artması ve AR-GE faaliyetlerine, yüksek maliyetli iş gücüne artık gerek kalmaması nedeniyle, üretimin büyük bir bölümünü, işçi maliyetlerinin ve ücretlerinin düşük olduğu az gelişmiş veya gelişmekte olan ülkelere kaydırır. Artık söz konusu yeni ürün, yenilikçi şirketin ülkesinde üretilmemekte, ihtiyaç duyulan yeni ürün ithalatla karşılanmaktadır. Yenilikçi ülke ve şirket için yeni hedef yeni teknolojiler ve ürünlerdir (Erdoğan 2012: 32).

Ürün Hayat Evresi teorisi, Heckscher-Ohlin modelinin gözlemlenen uluslararası ticaret modelini açıklama başarısızlığına yanıt olarak ortaya konulmuş, ürünün orijinal buluş ülkesi tarafından ithal edilen bir ürüne dönüşebileceği, kişisel bilgisayarın ABD'ye karşı icadı, geliştirilmesi ve üretilmesi örnek olarak verilmektedir. Ürün Hayat Evresi teorisi genel olarak Şekil 1.8 de yer alan beş ana aşamadan: ürünün bulunması, tanıtımı, geliştirilmesi, belirli bir olgunluğa ulaşması ve son olarak ürünün gerilemesinden oluşmaktadır.

Şekil 1.8 Ürün Hayat Devreleri Teorisi



Kaynak: Dominic Salvatore 2011, International Economics: Trade and Finance, 10th Ed., John Wiley and Sons.

Ürün Hayat Evreleri teorisine göre, piyasaya sürülen yeni bir ürün önce dış ticarete sonrada doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına neden olmaktadır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının nedeni gelişmekte olan ülkelerdeki niteliksiz veya yarı nitelikli ucuz iş gücünün gelişmekte olan ülkeler tarafından kullanılmak istenmesidir. Gelişmiş ülkeler bu sayede üretimlerinde önemli maliyet avantajları sağlayacak, rekabet güçlerini arttıracak ve yenilikçi firma teknolojik üstünlüğüyle tekelci avantajını devam ettirmek isteyecektir (Şener 2008: 33).

1.2.5.2.5. OLI Paradigması (Eklektik Paradigması) Teorisi

Doğrudan yabancı yatırım teorileri arasında kapsamı en geniş olan teoridir. Dunning bu teoriyi geliştirirken kendinden önceki pek çok çalışmayı bir araya getirmiş eklektik kapsamlı bir teori yaratmıştır (Demirel 2006: 27). OLI paradigması teorisine göre, doğrudan yabancı sermaye yatırımı gerçekleşebilmesi için üç temel avantajın bir araya gelmesi gerekmektedir.

1.2.5.2.5.1. Mülkiyet Avantajı (Ownership Advantages)

Piyasaya giriş yapacak firma maddi veya maddi olmayan mal ve becerilere sahip olmalıdır. Çünkü üretim yapacağı dış ülkede ulusal bilgi ve tecrübeye sahip yerli firmalarla rekabet edebilmesi için gerekli bir avantajdır.

1.2.5.2.5.2. Konum Avantajı (Location Advantages)

Firma, gideceği ülkede elde edeceği bir avantaj sayesinde, gidilen ülkede üretim yapmak, kaynak ülkede üretip ihraç etmekten daha karlı hale gelmelidir ki kendi ulusal sınırlarının dışına çıkarak bu avantajı daha iyi kullanacağı ev sahibi ülkeye yönelsin.

1.2.5.2.5.3. İçselleştirme Avantajı (Internalization Advantages)

Maddi ve gayri maddi varlıklara sahip olma noktasında avantajlı firma, bu avantajlarını yabancı firmalarla paylaşmak yerine içselleştirme yoluna gitmesidir. Firmanın DYSY yapması, bu becerilerini satması, kiralaması veya lisanslamasından daha karlı olmalıdır.

Tablo 1.18 Çok Uluslu Şirketler için Piyasalara Girişin Alternatif Yolları

	Avantajlar		
	Mülkiyet (O)	Yerleşim Yeri (L) (Dış Piyasada)	İçselleştirme (I)
DYS Yatırımı	EVET	EVET	EVET
Mal ve Hizmet Ticareti	EVET	HAYIR	EVET
Sözleşmeye Dayalı Kaynak Transferleri (Lisans, Franchising, vb.)	EVET	HAYIR	HAYIR

Kaynak: John, H. Dunning, Explaining International Production, Unwin Hyman Ltd., Londra :28, 1988.

Tablo 1.18 incelendiğinde Sözleşmeye Dayalı Kaynak Transferleri ve Mal ve Hizmet Ticareti ile karşılaştırıldığında, DYSY bir takım üstünlüklere sahip olduğu görülmektedir. Bu da DYSY Mülkiyet, Yerleşim Yeri ve İçselleştirme avantajlarının tümüne sahip olduğu görülmektedir.

1.2.5.2.6. Oligopolistik Tepki Teorisi (Knickerbocker)

Aksak rekabet piyasasında DYSY'leri açıklayan bir diğer teori olan oligopolistik tepki teorisine göre lider firmanın pazar payını arttırmak için başka ülkede yatırım yapması, bu firmaya rakip olan diğer oligopol firmaları da harekete geçirmekte ve bu firmalar pazar paylarını kaybetmeme adına o ülkeye doğrudan yabancı yatırım yaparak karşı tepki oluşturmaktadır (Öztürk 2004).

1973 yılında ortaya konan bu teoriye göre oligopoldeki firmalar birbirlerinin üretim, satış ve yatırım gibi faaliyetlere yönelik aldıkları kararlara tepki vermek durumundadır. Oligopol piyasada bir firmanın yaptığı doğrudan yabancı sermaye yatırımı sektördeki diğer firmaların da benzer yatırımlara girişmelerine yol açar. Oligopol Piyasada lider firmanın doğrudan yabancı sermaye yatırımı yapması rakiplerin de buna tepki olarak sahip oldukları dış pazarları kaybetmemek ve ölçek ekonomisinden kaynaklanan rekabetçi avantajları devam ettirmek amacıyla genel olarak aynı bölge ve sektöre yatırım yapmasına neden olur. Pazar büyüklüğü ölçek ekonomisinde ilk yatırım yapan firma için önemliyken, takipçilerinin göz önüne almadıkları bir durumdur. Bunun yanı sıra piyasanın büyüme kapasitesi, hızı ve genel siyasi istikrar oligopolistik tepkinin yoğunluğunu belirleyen önemli faktörlerdir (Dulupçu ve Demirel 2005: 11).

1.2.6 Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Türleri

Çok uluslu bir şirket DYSY'ye karar verirken, aynı zamanda dış piyasaya giriş biçimini de belirlemek durumundadır. Belirlenmesi gereken bu durumlar; bir veya daha çok sayıda yerel şirketle ortak girişim kurma, mülkiyeti tek başına kendisine ait yeni bir bağlı şirket oluşturma, mevcut bir yerel firma ile birleşme veya onu satın alma, bir ya da daha fazla sayıdaki ortak ile stratejik birliktelik sağlamaktadır (Seyidoğlu 2003: 457).

1.2.6.1. Green Field (Yeşil Alan) Yatırımlar

Bu yatırım çeşidi sıfırdan başlayarak tamamen yeni bir sermaye tesisi kurma anlamına gelmektedir. Yapıldığı ülkenin sermaye stokunu arttırdığı gibi katma değer yaratma potansiyeli ile ev sahibi ülke için en çok talep edilebilecek yatırım çeşitlerinden birini teşkil etmektedir. Bu yatırım çeşidinin riski fazla, başlangıç maliyeti yüksek ve geri dönüşümü kar maksimizasyonu anlamında uzun süren yatırım çeşididir. Ev sahibi ülkeye yeni bir üretim tesisinin kazandırıldığı en önemli yatırım çeşitlerinden biridir.

1.2.6.2. Ortak Girişimler

ÇUŞ²⁶ ile ev sahibi ülkedeki yerel şirketin aynı amaç doğrultusunda kaynaklarını bir araya getirerek oluşturdukları mülkiyeti, faaliyetleri, sorumluluk paylaşımı, aldıkları finansal riskleri ana şirketlerden ayrı üçüncü bir şirket türüdür. Taraflardan en azından birinin yönetim merkezi, girişim gösterilen ev sahibi ülkenin dışında olan, faaliyetleri kapsamında; temel yatırım, pazarlama, üretim ve yönetim politikasının belirlenmesi yasal çerçevede ve ekonomik alanda birbirinden farklı ve bağımsız olan ana şirketlerin hisseleri çerçevesinde ortak kontrolünde olan girişimlerdir (Kayıhan 2003).

Ortak girişim, teknoloji, dağıtım kanalları, malzeme, işgücü, finans kaynakları, makine ve teçhizat gibi daha somut kavramlarla, daha soyut olan Pazar tecrübesi, yönetim bilgisi ve patent gibi eldeki güçlü kaynakları ile ortaklığa katılabilir. Böylece güçlü olunmayan bazı kaynaklar ortaklık teşkil edilen diğer paydaştan temin edilerek işletme riski dağıtılmış olur.

Bu doğrudan yabancı sermaye yatırımı türü bazen ev sahibi ülkenin koymuş olduğu kurallar gereği de gerçekleşebilir. Ev sahibi ülkenin yerli firmaları konulan kurallar ve kanunlar gereği tecrübe ve bilgilerini arttırması veya riskin azaltılması maksadıyla bu yatırım türüne yönlendirmesi sonucunda da oluşabilir.

²⁶ ÇUŞ : Çok Uluslu Şirket

İki yabancı firmanın aynı amaç doğrultusunda veya amaçları farklı olsa bile üçüncü ülkede (ev sahibi ülke) teşkil ettikleri ortak girişimlerde kar ve finansal riskin paylaşılmasıyla ortak girişim olarak tanımlanmaktadır.

1.2.6.3. Birleşmeler ve Satın Alma Yatırımları

Birleşmeler, iki veya daha fazla şirketin kaynaklarını bir araya getirerek, hukuki varlıklarını kaybetmeleri ve ortaya yeni bir oluşum olarak çıkmalarıdır. Şirket evlilikleri olarak da adlandırılan birleşmeler ev sahibi ülkede sermaye stokunda bir artışa neden olmazlar fakat yeni yönetim bilgileri ve teknolojileri ile ev sahibi ülkeye etkileri olabilmektedir. Şirketin satın alınması durumu ise ev sahibi ülkedeki şirketin hisse senetlerinin tamamını veya çoğunluğunu kaynak ülkedeki bir şirkete satarak onu ev sahibi ülkeye çekmesiyle gerçekleşmektedir.

1.2.6.4. Stratejik Birleşmeler

Stratejik birleşmeler, iki firmanın hisse senetlerinin belirli bir bölümünü bir birleriyle değiştirmeleri şeklinde oluşan birleşmelerdir. Şirketlerin burada amacı hisse senetlerini güvenilir ellere geçirirler fakat bu şekilde gerçekleşirse portföy yatırımları niteliği taşır, burada amaç aynı zamanda mal ve hizmet üretimine devam edilerek girişimin kurulmasıdır. Bu tür birleşmeler daha çok AR-GE masraflarının yüksek olduğu ve ileri teknoloji ürünleri için yapılmaktadır.

1.2.7. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımı Kararlarını Etkileyen Unsurlar ve Nedenleri

Bazı çalışmalarda Yabancı yatırımcıların sosyal ve kültürel açıdan kendi ortamlarına benzer ülkeleri seçtiği ifade edilmektedir. Ancak, DYSY belirleyicileri ile ilgili yapılan çalışmaların çoğunda; Kâr, Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) ve/veya Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH), Ödemeler Dengesi, Büyüme ve Enflasyon Oranı, Ücretler Düzeyi, Verimlilik ve Döviz Kuru gibi ekonomik değişkenlerin etkileri üzerinde durulmuştur. DYSY belirleyicisi olarak pazarın büyüklüğü ilk sırada ele alınmakla birlikte pazar büyüme hızı, ulaşım kolaylığı, altyapı tesislerinin ve doğal kaynakların varlığı, ekonomik ve politik istikrar, idari ve ticari engeller, ücret maliyetleri, döviz kurları, ihracat olanakları, dışa açıklık ve demokratikleşme de önemli etkenler olarak sıralanmaktadır (Bozkurt, Dursun 2006: 40).

Tablo 1.19 Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Temel Belirleyicileri

Ekonomik Koşullar	Piyasalar	Büyükölçü, Gelir Seviyeleri, Kentleşme, İstikrar ve Büyüme Olasılıkları, Bölgesel Piyasalara Erişim, Dağıtım ve Talep Modelleri
	Kaynaklar	Doğal Kaynaklar
	Rekabet Gücü	Nitelikli İşgücü, Maliyetler, Girdilere Ulaşım, Altyapı ve Teknoloji
Hükümet Politikaları	Makro Politikalar	Makro Düzeydeki Politikaların Değişkenlerinin Yönetimi, Dövizle ulaşım ve Kur Politikaları
	Özel Sektör	Açık ve İstikrarlı Politikalar, Özel Kesimin Desteklenmesi ve diğer destekler
	Ticaret ve Sanayi	Ticaret Stratejileri, Ekonomik Entegrasyonlar ve Piyasalara Erişim, Rekabet Politikaları, Girişimci ve KOBİ'lere yönelik desteklemeler
	DYSY	Piyasaya Giriş Kolaylığı, Mülkiyet, Teşvikler, Hammaddeye Erişim, Şeffaf ve İstikrarlı Politikalar
Çok Uluslu Girişimlerin Stratejileri	Risk Algılama	Ülkenin Risk Algılaması, Siyasi argümanları da içeren Makro Düzeyde Yönetim, İstihdam ve Siyasi İstikrar
	Yer, Satın Alma, Entegrasyon ve Transfer	Lokasyon, Girdilerin Kaynağı, Stratejik İttifaklar, Eğitim, Teknoloji

Kaynak: Lall, Sanjaya, Attracting Foreign Investment New Trends, Sources and Policies, Commonwealth Secretariat, Pall Mall, London: 18, 1997.

DYSY'nin belirleyicileri üzerine geniş ve aynı zamanda genişliğin de beraberinde getirdiği tartışmalı bir literatür bulunmaktadır. UNCTAD, 1998 yılı Dünya Yatırım Raporu'nda, DYSY'yi etkileyen faktörleri ekonomik (pazara, kaynağa veya etkinliğe odaklı), politik ve yatırım ortamına ait faktörler olarak üç alt başlık altında sınıflandırmış (UNCTAD 1998: 91), literatürü özetleyen Chakrabarti (2001: 91-92) ise, bu faktörleri piyasa hacmi, işgücü maliyeti, ticaret engelleri, büyüme oranı, dışa açıklık, ticaret açığı, döviz kuru ve vergi şeklinde sınıflandırmıştır.

Yatırım düşüncesiyle pazar arayan uluslararası yatırımcı için en iyi seçenek büyük pazara sahip ülkelere ulaşmak olacaktır. Pazar büyüklüğü kavramından anlaşılan, ev sahibi ülkenin GSYİH veya kişi başına GSYİH'sinin büyüklüğüdür. Piyasa hacmi hipotezine de dayanan bu kavram, ölçek ekonomisinin getirdiği faydalar ve elde mevcut olan kıt kaynakların etkin kullanımı zorunluluğu nedeniyle pazar büyüklüğünün gerekliliğini destekler niteliktedir (Chakrabarti 2001: 97).

Ucuz işgücünün yabancı yatırımcı için cazibe unsuru olduğu kaçınılmaz bir gerçektir. Bir ülkeye yapılacak DYSY'nin belirleyicileri arasında yer alan işgücü maliyetleri konusunda Saunders (1982), Schneider; Frey (1985), Shamsuddin (1994) ve Hatzius (2000) tarafından yapılan çalışmalarda, yüksek ücretlerin DYSY'yi caydırdığı yani yatırımcıyı yatırıma teşvik etmediği sonucuna varılmıştır. Bunun yanısıra düşük işgücü maliyetlerinin DYSY'yi teşvik etmeyeceğini ya da ikisi arasında bir ilişkinin olmadığını savunan görüşler de bulunmaktadır (Chakrabarti 2001: 97). DYSY ile işgücü maliyetleri arasında doğrudan bir ilişki olmadığını ortaya koyan görüşlerin ana teması, işgücünün

üretim sürecinde sermayeye oranla giderek daha az paya sahip olması ve yabancı yatırımcıların ücretlerden çok işgücü verimliliğine önem vermesi gerekliliğidir.

Bir ülkenin dışa açıklık derecesi de doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını etkilemektedir. Dış ticaret hacmi/GSMH oranı ile ölçülen dışa açıklık derecesi yatırımların, ticaret edilebilir sektörlere yöneldiğini, dışa açıklık oranı yüksek olan ülkelerin daha fazla yabancı yatırım çekeceği görüşünü temel almaktadır. Kravis; Lipsey (1982) ve ayrıca Edwards (1990) bir ülkenin dışa açıklık derecesinin, o ülkeye yapılan DYSY üzerinde güçlü ve pozitif bir etkiye sahip olduğu görüşüne ulaşmışlardır. Bunun aksine Schmitz; Bieri (1972), dışa açıklık ve DYSY arasında zayıf ve pozitif bir ilişki olduğu bulgusuna ulaşmıştır (Chakrabarti 2001: 100).

Bir ülkeye yapılan DYSY'yi belirleyen faktörlerden bir diğeri de dış ticaret açığı olarak çeşitli çalışmalarda gösterilmektedir. Torissi (1985) çalışmasında dış ticaret fazlasının, dinamik ve sağlıklı bir ekonominin önemli göstergelerden birini teşkil ettiği, bu kapsamda da DYSY'yi teşvik edici bir faktör olduğunu vurgulamıştır. Bu alanda yapılan diğer çalışmalarda da, Schneider; Frey (1985) ile Hein (1992) dış ticaret fazlası ve DYSY arasında güçlü ve pozitif bir ilişkinin bulunduğuna işaret etmiş, bu doğrultuda aynı yönde ve benzer bulgular ortaya konulmuştur (Chakrabarti 2001: 100).

Hızlı büyüyen ekonomilerin, yatırımcıya daha iyi fırsatlar sunacağı görüşü ile Büyümenin, DYSY üzerindeki etkisi gözönüne alınması gereken diğer bir faktördür. Bandera; White (1968), Lunn (1980), Schneider; Frey (1985) ve Culem (1988) tarafından büyümenin, DYSY üzerinde pozitif etkisi olduğu görüşü ortaya konulmuştur (Chakrabarti 2001: 101). Bununla görüşlerin aksine, Nigh (1985) büyümenin DYSY üzerindeki etkisi için gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeleri karşılaştırmalı incelemiş ve gelişmiş ülkeler için zayıf, az gelişmiş ülkeler için güçlü bir ilişki olduğu sonucuna varmıştır (Chakrabarti 2001: 102).

DYSY'yi belirleyen değişkenlerin işaret ve büyüklüklerinin ülke göre farklılıklar arz etmesi, ülkelerin sahip olduğu farklı ekonomik, politik ve sosyal şartların bir sonucu varsayılmaktadır. DYSY'nin belirleyicilerine ilişkin örnek ülke Türkiye üzerine yapılan çalışmaların birinde Özağ (1994), 1980-1992 yılları arasındaki veriler kullanılmış, GSMH, İşgücü maliyeti, reel döviz kuru ve yatırım teşviklerinin bağımsız değişken olarak ele alındığı çalışmada, GSMH ve yapılan teşvikler DYSY'yi pozitif yönde, reel döviz kuru ve işgücü maliyetlerinin ise negatif yönde etkilediği sonucuna varılmıştır.

Türkiye'ye yatırım yapmış 98 yabancı şirket yönetilerine anket uygulanan ve Türkiye'yi tercih sebeplerinde etkili olan faktörlerin araştırıldığı Tatoğlu ve Glaister'in 1998

yılına ait çalışmasında; piyasa büyüklüğü, ekonominin büyüme hızı, politik ve ekonomik istikrar, kalifiye işgücü olanakları, altyapı yatırımlarının düzeyi, yabancı yatırıma hükümet teşvikleri, ulaşım ve haberleşme maliyetleri ve elde edilen karların transfer edilebilirliğinin en önemli etki faktörlerinden olduğu ve endüstri yatırımlarında OLI faktörünün o ülkeye yatırım kararı alınmasında önemli olduğu sonucuna varılmıştır.

Yapılan çalışmalarda elde edilen sonuçlar özetlenmeye çalışılmıştır bunun yanı sıra, Türkiye'ye yönelik doğrudan yatırımların 1981-2003 dönemi için analiz edildiği çalışmada Dursun (2004: 167-182) kişi başına GSMH ve reel ücret değişkenlerinin doğrudan yatırımlar üzerindeki etkisinin pozitif yönlü olduğu sonucuna varılmıştır. Yine aynı çalışmada düşük işçi ücretlerinin DYSY'leri çeken bir faktör olmadığı sonucuna varılmıştır. Ayrıca çalışmada enflasyon belirsizliğinin DYSY'ler üzerindeki olumsuz etki yarattığı vurgulanmıştır.

1.2.8. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımların Makro Etkileri

DYSY'lerin makro etkileri yapılan araştırmalarda ve teorik çerçevede ekonomi etki alanları aşağıda sunulmuştur.

1.2.8.1. Üretim kapasitesinin ve istihdamın artması

Az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin fiziksel ve beşeri sermaye eksikliğinin var olduğu kaçınılmaz bir gerçektir. Fiziksel ve beşeri sermaye eksikliğinin getirdiği olanaksızlıklardan dolayı üretim kapasitelerinin de yüksek olmaları beklenemez. Kaynak ülkenin yatırım yaptıkları ülkelere sermaye birikimlerini aktararak ev sahibi ülkedeki üretim kapasitesini artırması beklenmektedir. Üretim kapasitesinde yaratılan artışla istihdamın da doğru orantılı olarak artması beklenmektedir.

1.2.8.2. Döviz Girişi İle Cari Açığın Finansmanının Sağlanması

Gelişmekte olan ülkelerin birçoğu ara malı ithal ederek nihai malın üretimini sağlamaya çalışmaktadır. Yine aynı şekilde enerji kaynaklarına sahip olmayıp, sanayisinde enerji girdisini dışa bağımlı olarak ithal eden ülkelere, cari açık problemi önü alınamaz bir şekilde süregelmektedir. Ülkeye giren dövizler ve DYSY'ler sayesinde ödemeler dengesinde cari açığın finansmanı sağlanmaya çalışılmaktadır. Ancak Cari açığın oynak sıcak para girişleri ile değil de DYSY'ler yoluyla finansmanının sağlanması daha sağlıklı ve güvenilir olarak kabul edilerek DYSY'lerin teşviki amaçlanmaktadır.

1.2.8.3 İhracatı arttırması

Özellikle gelişmekte olan ülkelerde kaynak yatırımcı ülke şirketlerinin DYSY'ler vasıtasıyla ev sahibi ülkeye yaptığı yatırımlar ile ihracat konusunda yerel şirketlere göre daha fazla deneyime ve rekabet gücüne sahip olmaları önemli bir avantajı beraberinde getirmektedir. Kaynak ülke şirketinin sahip olduğu dış piyasa hakimiyeti, üretim tecrübeleri ve ulaşım kolaylıkları ile ev sahibi ülkeye ayrı bir katma değer katması gerekmekte ve dolayısıyla DYSY'lerin ev sahibi ülkede yapmış olduğu üretimin bir kısmı ihraç edilerek ülkenin ihracatının artması beklenmektedir. İhracatın artması ile de ödemeler dengesi bilançosunda cari açığın kapatılması ve cari fazla verilmesi hedeflenmektedir.

1.2.8.4.Vergi Gelirlerinde Gerçekleşen Artış

Kaynak ülkeden yapılan DYSY'lerin ev sahibi ülkede yaptığı tüm ekonomik faaliyetlerin neticesinde elde edilen gelirin veya kazancın ev sahibi ülkede vergilendirilmesi gerekmektedir. Dolaylı olarak DYSY'ler sonucunda oluşan ev sahibi ülkede gerçekleştirilen tüm işlemler ev sahibi ülkeye vergi geliri olarak dönmesi ve ülkenin elde ettiği vergi gelirlerini arttırması beklenmektedir.

DYSY'lerin makroekonomik etkiler ile ev sahibi ülkelerin ekonomik büyümesini arttıracağı ve bununla bağlantılı olarak büyümeyi sürdürülebilir kılması beklenmektedir. DYSY'lerin makroekonomik etkilerinin yanı sıra, en temel ölçüde ekonominin sathında önemli mikro ekonomik etkilerinin olması beklenmektedir.

BÖLÜM II

G-20'NİN OLUŞUMU VE DÜNYA EKONOMİSİNDEKİ YERİ, SEÇİLMİŞ G-20 ÜLKELERİNDE EKONOMİNİN GENEL DURUMU, ALINAN KREDİ DERECELENDİRME NOTLARI VE DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI

2.1 G-20'nin Oluşumu ve Dünya Ekonomisindeki Yeri

G-20, başlıca gelişmiş ülkeler ile önemi ve ağırlığı artmakta olan yükselen ekonomilerin küresel ekonomik karar alma mekanizmalarında daha çok yer alması ve uluslararası mali sistemin daha istikrarlı bir yapıya kavuşturulması için 1997'deki Asya ve 1998'deki Rusya krizlerinin ardından 1999 yılında Maliye Bakanları ve Merkez Bankası Başkanları düzeyinde oluşturulmuştur. Bu anlamda G-20, aşağıda belirtilen 19 üye ülke ve AB'nin topluca temsil edildiği Avrupa Birliği Başkanlığı'ndan oluşan bir platformdur. Bu platformun içerisinde yer alan gelişmiş ekonomiler Tablo 2.1'de, gelişen ve yükselen ekonomiler Tablo 2.2'de sunulmuştur.

Tablo 2.1 G-20 Gelişmiş Ekonomiler

S.No	Ülke/Birlik Adı
1	Avustralya
2	Kanada
3	Fransa
4	Almanya
5	İtalya
6	Japonya
7	Rusya
8	İngiltere
9	ABD
10	Avrupa Birliği Başkanlığı

Tablo 2.2 G-20 Gelişen ve Yükselen Ekonomiler

S.No	Ülke/Birlik Adı
11	Arjantin
12	Brezilya
13	Çin
14	Hindistan
15	Endonezya
16	Meksika
17	Suudi Arabistan
18	Güney Afrika
19	Güney Kore
20	Türkiye

Kaynak: www.g20.org. Erişim Tarihi : 06.06.2016.

(* İspanya, G-20 üyesi olmamasına rağmen, G-20 Zirveleri ile diğer toplantılara “daimi konuk ülke” statüsünde iştirak etmektedir)

2.1.1. G-20'nin Üyeleri

G-20'ye üye olan ülkeler, 1999 yılında tescil edilen ve dünyadaki ekonomik büyüklüğün temelini oluşturan bir grubun da temsilcisidir. Bu ülkelerin 6'sı Avrupa'dan (Türkiye, Rusya, İngiltere, Fransa, Almanya, İtalya), 6'sı Asya'dan (Japonya, G.Kore, Çin, Hindistan, Endonezya ve Suudi Arabistan), 5'i Amerika Kıtasından (ABD, Kanada, Meksika, Brezilya, Arjantin), 1'i Afrika'dan (Güney Afrika) ve kıta ülkesi Avustralya olmak üzere 19 ülkeden oluşmuş AB'yi de temsilen Avrupa Birliği Başkanlığı toplulukta yer almıştır. G-20'yi, sanayileşmiş 7 ülke, gelirinin çoğunluğunu enerji üretimi ve ihracından sağlayan Rusya ve Suudi Arabistan'a ilave olarak gelişmekte olan Asya ve Latin Amerika ülkeleri olarak da sınıflamak mümkündür. Üye ülkelerden Çin Halk Cumhuriyeti, 2 Trilyon dolara ulaşan rezervi ve 1,3 milyarlık beşeri sermayesi ile grup için önemli bir yere sahiptir (Apak 2008: 1-11).

G-20, dokuz gelişmiş ülke (G-8 ve Avustralya), on yükselen piyasa ekonomisi ve Avrupa Birliği'nden oluşmaktadır. Bu grubun en büyük 20 ekonomiden oluştuğu söylenebilir, ekonomik büyüklüğün yanında uluslararası sistemdeki etkinlik ve bölgesel güç olma gibi diğer faktörlerin de gözetildiği anlaşılmaktadır. Nitekim en büyük 20 ekonomi içinde yer alan İspanya ve Hollanda G-20 içinde yer almazken, Güney Afrika ve Suudi Arabistan'ın gruba dâhil edilmesi bu durumun bir göstergesidir. On yükselen piyasa ekonomisini basit bir kategorizasyona tabi tutacak olursak bunun üç Asya ülkesi (Çin, Güney Kore ve Hindistan), üç Müslüman çoğunluklu ülke (Endonezya, Suudi Arabistan ve Türkiye), üç Latin Amerika ülkesi (Arjantin, Brezilya ve Meksika) ve Afrika ülkesi olan Güney Afrika'dan oluştuğu görülecektir (Colin,Jonhannes 2015: 61).

G-20'ye üye 19 ülkenin herbirinin milli geliri dünyada ilk 31 ülke içerisinde yer alırken, G-20 ülkeleri dünya ekonomisinin %85'ini, dünya ticaretinin ise %80'ini gerçekleştirmektedir(Dünya Bankası 2014). G-20'ye üye olan ülkelerin seçiminde bu

ülkelerin bölgesel güç olmalarına, GSMH'lerinin yüksek ve nüfuslarının fazla olması, dünya ekonomisine yön verecek ekonomik kararlar alınabilmesi noktasında esas teşkil ettiği düşünülmektedir.

Şekil 2.1 G-20 Üye Haritası

■	G-20 Üyesi
■	Gözlemci Ülkeler



Kaynak: The G-20” <http://www.dfat.gov.au/trade/g20/> Erişim Tarihi : 13.07.2016.

2.1.2. G-20'nin Amaçları

G-20; nüfus, GSYİH ve coğrafi açıdan önemli sayılan yükselen ekonomilerin de temsil edildiği geniş kapsamlı bir platform olarak değerlendirilmektedir. Bu denli küresel öneme haiz bir grubun amaçlarına bakıldığında;

- Uluslararası finansal istikrarı geliştirmek,
- Uluslararası finansal istikrarı geliştirirken sanayileşmiş ülkeler ve yükselen pazarlar arasındaki politika sorunlarını gözden geçirerek, bu konularda çalışma yapmak ve sorunlara çözüm niteliği taşıyabilecek tartışma ortamları doğmasını teşvik etmek,
- Sistemik olarak önemli ekonomiler arasında temel ekonomik ve finansal politika konuları üzerindeki diyalogu arttırarak tüm ülkelere fayda sağlayan istikrarlı ve ekonomik büyümede sürekliliği sağlayan iş birliğini teşvik etmek,
- Hızlı ve elektronik ortamdaki finansal hareketlerin ve yönelişlerin doğru bir değerlendirmesini yaparak, mali istikrarın oluşturulmasını sağlamak,

- Ülkelerin mali krizler karşısındaki zayıflığını azaltmaya yönelik uzlaşma politikalarını ortaya koymak (döviz kuru ayarlamaları, ihtiyatlı dış borç yönetimi, özel sektörün krizlerin çözümüne ve bunların önlenmesine katılımı, şeffaflık, veri iletişimi ve mali sektör politikaları gibi kilit konularda ilgili uluslararası kodlar ve kuralları yürürlüğe koymak),
 - Küreselleşen finansal dünya ile entegrasyonu geliştirerek, gelişmekte olan piyasalarda potansiyel riski azaltırken, üyelerin uluslararası para akışından kar sağlaması için teknik yardım ve politika üretmek,
 - Uluslararası yardımların etkin bir şekilde kullanımı için ekonomik reformlarla problemlerin üstesinden gelmeye çalışan yoksul ülkelere direkt yardımın sağlanması konusunda bağışçıyı cesaretlendirerek, yardımları doğru bir şekilde yönlendirmek,
 - İşbirliği isteyen çevre, tarımsal araştırmalar, enfeksiyon hastalıkları ile mücadele gibi konularda uluslararası çabalara katkı sağlamak,
 - Liberalleşme sürecinde hassas grupları koruyacak, etkin sosyal güvenlik ağlarını oluşturmak,
- şeklinde ifade edilmektedir.

2.1.3 G-20'nin Toplantıları, Gündemi ve İşleyişi

G-20, üye ülkelerin bir araya geldiği uluslararası bir forum veya platform niteliğinde, daimi bir sekreteryası bulunmayan, Avrupa Birliği, OECD veya Avrupa Konseyi gibi kuruluşlara benzemeyen bir yapıda, üye ülkelerin bölgelere göre dört grup olarak ele alındığı ve buna göre her yıl farklı bir bölge grubundan bir üye ülke G-20'nin dönem başkanlığını ve ev sahipliğini üstlendiği bir gruptur. Sekreteryaya faaliyetleri ise G-20 yönetiminin devamlılığı için geçmiş, mevcut ve gelecekteki dönem Başkanı ülkelerin işbirliğine dayanmaktadır (Ayan 2014: 148).

G-20 platformunun ilk Bakan ve Governör yardımcıları toplantısı 16-17 Kasım 1999 tarihinde Kanada'nın **Vancouver** şehrinde; ilk bakan ve governörler toplantısı ise 15-16 Aralık 1999'da Almanya'nın Berlin kentinde yapılmış, G-20 Maliye Bakanları ve Merkez Bankası Governörleri ikinci toplantısı ise 25 Ekim 2000 de Montreal'de yapılmıştır. İlk yıllarda küresel ekonomik ve mali istikrarın sağlanması ve teşvik edilmesi için gayri resmi bir tartışma ve görüş alışverişi platformu olan G-20, 2008 yılına kadar üye ülkelerin Ekonomiden Sorumlu Bakanları ve Merkez Bankası Başkanlarını sorunlara çözüm arayışı için bir araya getiren platform olarak öne çıkmıştır. G-20 bünyesinde her yıl bir kere Ekonomiden Sorumlu Bakanlar ve Merkez Bankası Başkanları, iki kez de Müsteşarlar ve Merkez Bankası Başkan Yardımcıları düzeyinde toplantılar düzenlenmektedir. Bakanlar ve Merkez Bankası Başkanları Toplantısı'nın

ardından mutabakata varılan konuların kamuoyuna aktarılması için bir bildirge yayımlanmaktadır (Ayan 2014: 152).

Bunun yanısıra IMF ve Dünya Bankası'nın Uluslararası Parasal, Finansal ve Kalkınma Komitelerinin Başkanları ile IMF'nin İcra Direktörü ve Dünya Bankası'nın Başkanı da görüşmelere tam katılım sağlamaktadır.

Tablo 2.3 G-20 Toplantı ve Zirveleri

S.No	Tarih	Toplantı/Zirvenin Yapıldığı Yer
1	1999	Vancouver/Kanada
2	1999	Berlin/Almanya
3	2000	Montreal/Kanada
4	2001	İstanbul/Türkiye
5	2002	Hindistan
6	2003	Meksika
7	2004	Almanya
8	2005	Çin
9	2006	Avusturalya
10	2007	Güney Kore
11	2008	Brezilya
12	2008	Washington/ABD (İlk Zirve)
13	2009	Londra/İngiltere
14	2009	Pittsburg/ABD
15	2010	Toronto/Kanada
16	2010	Seul/G.Kore
17	2011	Cannes/Fransa
18	2012	Los Cobos/Meksika
19	2013	St.Petersburg/Rusya
20	2014	Brisbane/Avusturalya
21	2015	Antalya/Türkiye
22	2016	Hangzhou/Çin
23	2017	Hamburg/Almanya

Kaynak: Yazar tarafından icra edilen G20 Toplantı/Zirvelerine istinaden oluşturulmuştur.

G-20, 2008 yılından itibaren küresel ekonomik ve mali krize çözüm aranması kapsamında liderler düzeyinde toplanmaya başlamıştır. Bu çerçevede 14-15 Kasım 2008'de Washington, 2 Nisan 2009'da Londra, 24-25 Eylül 2009'da Pittsburgh, 26-27 Haziran 2010'da Toronto, 11-12 Kasım 2010'da Seul¹, 3-4 Kasım 2011'de Cannes, 18-19 Haziran 2012 tarihlerinde Los Cabos², 2013 St.Petersburg, 2014 Brisbane³, 2015 Antalya ve son olarak 2016 yılında Hangzhou⁴'de olmak üzere bugüne kadar onbir G-20 liderler zirvesi düzenlenmiş ve bugün G-20 uluslararası ekonomik işbirliği alanındaki bir temel platform olarak tescil edilmiştir.

¹ G-8 ülke ekonomileri haricinde ilk kez gelişmekte olan bir ülkede düzenlenen G-20 zirvesidir.

² Meksika.

³ Avusturalya.

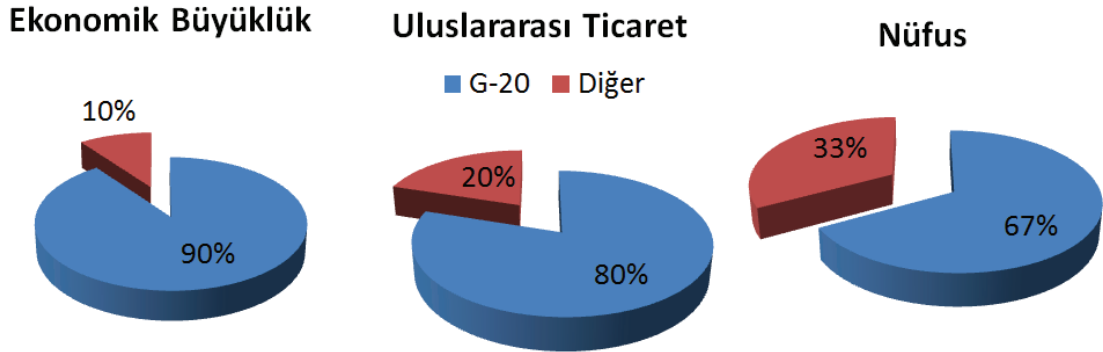
⁴ Çin.

G-20 ilk olarak mali ve ekonomik krizlere çözüm bulmaya yönelik bir gündeme sahipti, ancak bunun giderek küresel ekonomi ile bağlantılı, kalkınma, enerji güvenliği, iklim değişikliği, yoksulluğun giderilmesi, istihdam, yolsuzlukla mücadele ve gıda güvenliği gibi diğer alanlara da genişlediği, ekonomik ve mali sistemin yeniden yapılandırılmasına odaklandığı görülmektedir. G-20'nin daimi bir Sekreteryası bulunmamasıyla birlikte G-20 Zirvesi'ne ev sahipliği yapacak olan ülke, aynı zamanda söz konusu yıl için G-20 Dönem Başkanlığını ve G-20 faaliyetlerini de beraberinde yürütmektedir. Bir önceki yılın Başkanı, mevcut Başkan ve bir sonraki yılın Başkanından oluşturulan Troika ile G-20 gündeminin devamlılığı sağlanmaya çalışılmaktadır.

2.1.4 G-20'nin Dünya Ekonomisindeki Yeri

Küresel ekonomik ve finansal sistem açısından büyük önem taşıyan G-20 ülkeleri, dünya ekonomisinin yaklaşık %90'ını, dünya ticaretinin %80'ini ve dünya nüfusunun üçte ikisini temsil etmektedir (Dünya Bankası 2014).

Şekil 2.2 Ekonomik Büyüklük, Uluslararası Ticaret ve Nüfus'dan aldıkları Pay



Kaynak : Dünya Bankası 2014 Ekonomi Raporu.

Küresel kriz öncesi dönemde G-20, küresel dengesizliklerin giderilmesi ve uluslararası finansal kuruluşların reformu başta olmak üzere dünya gündeminde önemli yer işgal eden konuları ele almış ve çözüm için öneriler geliştirmiştir. Bu dönemde IMF ve Dünya Bankası'nda gelişmekte olan ülkelere daha fazla temsil hakkı verilmesi yönündeki reformlara önemli ölçüde G-20 yön vermiştir.

Kriz sonrası dönemde ise, krize karşı ülkelerin aldığı tedbirlerin koordine edilmesi, ülkelerin söz konusu tedbirlerden çıkış stratejilerinin belirlenmesi, krizin etkilerinin hafifletilmesi amacıyla uluslararası kuruluşlara ek kaynak sağlanması ve bankacılık düzenlemelerinin iyileştirilmesi gibi önemli kararlar G-20 bünyesinde alınmış ve G-20 uluslararası ekonomik işbirliğinde temel forum olarak ilan edilmiştir.

Tablo 2.4, G20 üyesi ülkelerin GSYİH, Kişi Başına gelir, Toplam Tasarruflar, Enflasyon, Nüfus, İşsizlik ve Cari açık rakamlarını göstermektedir.

Tablo 2.4 G-20 Ülkelerinin Seçilmiş Göstergeleri (2014)

Ülke	GSYİH (Milyar dolar)	Kişi Başına Düşen Gelir (Dolar)	Toplam Tasarruflar (%GSYİH)	Enflasyon (%)	Nüfus	İşsizlik (%)	Cari Açık (% GSYİH)
Arjantin	536	12.777	17,14	10,6	41.961.000	8,82	-0,82
Avustralya	1,482	62.821	23,26	2,7	23.599.000	6,15	-3,65
Brezilya	2,244	11.067	13,48	6,2	202.768.000	5,50	-3,54
Kanada	1,793	50.577	21,17	1,9	35.460.000	6,9	-2,67
Çin	10,355	7.572	49,47	2,27	1.367.520.000	4,1	1,78
Fransa	2,902	45.383	20,68	0,7	63.379.000	9,9	-1,42
Almanya	3,82	47.200	23,9	0,8	80.940.000	5,2	6,2
Hindistan	2,047	1.625	30,08	7,8	1.259.337.000	Veri Yok	-2,07
Endonezya	856	3.403	30,17	5,9	251.490.000	6,1	-3,22
İtalya	2,129	35.511	18,59	0,09	59.960.000	12,57	1,19
Japonya	4,769	37.539	23,1	2,65	127.061.000	3,71	0,95
G.Kore	1,449	28.738	34,72	1,57	50.437.000	3,12	5,8
Meksika	1,295	10.836	19,8	3,89	119.581.000	4,75	-1,947
Rusya	2,057	14.316	23,17	7,4	143.700.000	5,64	2,71
S.Arabistan	777	25.400	45,83	2,87	30.624.000	5,50	15,08
G.Afrika	342	6.354	13,62	6,3	53.699.000	25,22	-5,73
Türkiye	813	10.518	14,02	9,04	77.324.000	9,48	-5,84
İngiltere	2,847	44.141	10,82	1,63	64.511.000	6,34	-4,22
ABD	17,416	54.678	17,28	1,97	318.523.000	6,29	-2,47

Kaynak : Yılmaz, M. Levent, G-20 ve Türkiye'nin Dönem Başkanlığı, Stratejik Düşünce Enstitüsü, 2015.

G-20, ekonomik büyüklükleri ve stratejik önemleri ile küresel ekonomide yer eden ekonomilerden oluşmaktadır. G-20'nin temel amacı, uluslararası düzeydeki politikaları koordine etmek ve küreselleşmeyi daha net, anlaşılır ve sürdürülebilir bir şekilde sağlamaktır.

G-20'nin belirtilen amaç doğrultusunda toplantılarında, Maliye Bakanları ve ülke liderleri tarafından genel olarak vurgu yapılan konular;

- Şeffaflık ve hesap verilebilirlik,
- Finansal piyasalarda bütünlüğü teşvik,
- Uluslararası işbirliğini güçlendirmek,
- Uluslararası finansal kurumları düzeltmek,

şeklinde oluşmaktadır.

Vurgu yapılan konulardan da anlaşılacağı üzere şeffaflık ve hesap verilebilirlik doğrultusunda G-20 ülkelerinin değerlemesi KDK'lar için dünya üzerindeki diğer ülkelere nazaran daha kolay ve anlaşılır olması ve KDK'ların bu ülkeleri daha doğru ve yatırımcıyı yönlendirecek daha açık bilgilerle değerlendirmesi gerektiği varsayılmaktadır.

Bu varsayım ile G-20 içerisinde kredi not kırılganlığı daha fazla olan yedi gelişmiş ekonomi ve ekonomik ve coğrafi açıdan Türkiye'ye daha yakın yedi gelişmekte olan ekonomi bu organizasyondan seçilerek çalışmaya dahil edilmiş ve seçilen ülkelerin kredi derecelendirme kuruluşlarından aldığı notların yine bu ülkelere yapılan DYSY'ler üzerindeki etkisi araştırmanın konusunu teşkil etmektedir.

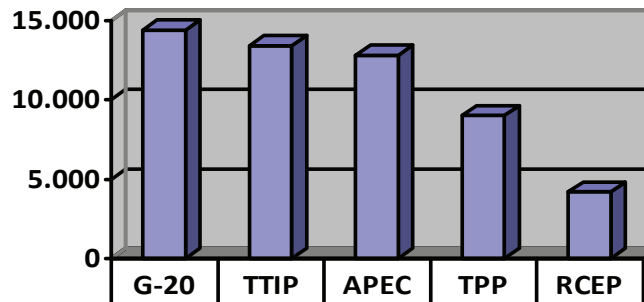
2.2 Seçilmiş G-20 Ülkelerinde Derecelendirme Faaliyetleri ve Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları

G-20 üyesi 19 ülkenin milli gelirleri dünya ekonomi skalasında ilk 31 ülke içerisinde yer almaktadır. Tayvan, İsviçre, Norveç, İran ve Venezüella ekonomik olarak bazı üye ülkelerden milli gelir açısından daha iyi olmalarına rağmen G-20 içerisinde yer almamaktadır. Birçok Avrupa Birliği ülkesi de, G-20'de bağımsız olarak değil sadece AB Komisyonu olarak temsil edilmektedir. G-20 Ülkelerinden yedi gelişmiş ve yedi gelişmekte olan ülke seçilirken gelişmiş ülkeler not kırılganlığı fazla olan ülkelere göre gelişmekte olan ülkelere göre Türkiye'ye ekonomik ve coğrafi yakınlık derecesi göz önüne alınarak belirlenmiştir.

Gelişmiş ülkelerin seçiminde ABD ve İngiltere kredi notu olarak daha az kırılgan oldukları ve AB Başkanlığına verilen genel olarak bir kredi derecelendirme notu olmadığı gerekçesiyle çalışmaya dahil edilmemiştir. Gelişmekte olan ülkelere ise Türkiye'ye ekonomik ve coğrafi yakınlık derecesi göz önüne alınarak S.Arabistan, G.Kore ve G.Afrika çalışmaya dahil edilmemiştir.

G-20 Ülkelerinin almış olduğu doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının önemini daha iyi anlamak için Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı (UNCTAD)'nın 2016 yılı Dünya Yatırım raporunda; G20 üyelerinin, küresel GSYİH'nin dörtte üçünden fazlasını üretirken, 2015 yılında küresel dünya DYSY akımlarının yarısını cezbetmesi, bununla birlikte, G20'ye yapılan toplam girişlerin yaklaşık üçte ikisi yalnızca üç ülkede yoğunlaştığı bunların ise ABD, Çin ve Brezilya olduğu vurgusu yapılmaktadır.

Şekil 2.3 Bazı seçilmiş Büyük Organizasyonlara ait DYSY Girişleri (milyar Dolar).



Kaynak: UNCTAD, Dünya Yatırım Raporu, 2016.

Raporda da belirtildiği üzere bu mevcut büyük gruplar arasında önemli çapraz üyeliklerinde olduğu göz ardı edilmeden G-20'nin Dünyada yapılan DYSY yatırımlarının 2015 yılı için %53'ünü çekmiş olması KDK'ların bu organizasyona üye ülke ekonomilerine verdiği notların DYSY'ler üzerindeki etkisinin ölçülmesinin önemini ortaya koymaktadır.

Çalışmamızın bu bölümünde ise seçilmiş G-20 ülke ekonomilerin genel durumu, Kredi derecelendirme kuruluşlarından aldıkları notlar ve Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarına yönelik görünümlere bakılacaktır.

2.2.1 Türkiye

Tablo 2.5 Türkiye'ye Ait 2015 Yılı Genel Ekonomik Göstergeler.

GSYİH (Milyon Dolar)	KBGSYİH (Dolar)	Büyüme Oranı (%)	Nüfus	Yüzölçümü (km ²)	Başkent
717.880	24.309	4.0	78.665.830	783.562	Ankara

Kaynak : www.worldbank.org/en/country/turkey, Erişim Tarihi: 09.02.2017

2.2.1.1 Türkiye'de Kredi Derecelendirme Faaliyetleri

Sermaye hareketlerinin serbestleştirildiği 1989 yılından itibaren Türkiye'ye yoğun bir yabancı sermaye girişi olmuştur. Aynı tarihlerde uluslararası tahvil piyasasına girilmesi ve başlangıçta ABD'nin savunma amaçlı kredilerine tanınan finansman olanağı, dış piyasalarda tahvil satışının giderek yaygınlaşmasına neden olmuştur. Türkiye'nin kredi derecelendirme süreci, Dünya para piyasalarından borçlanması ile başlamıştır (Kepenek, Yentürk 2009). Türkiye ilk olarak 1989 yılında derecelendirme faaliyetine tabi tutulsa da Yankee Bond ve Japonya'da Samurai Bond'un ihraç edilmesi sebebiyle kredi notunun açıklanması 1992 yılına kadar bekletilmiştir.

1989 yılında gerçekleşen dışa açılmanın yabancı sermaye parasal tabanını genişlettiği ifade edilmektedir. Ancak, bu parasal tabanın Merkez Bankası tarafından sterilize edilmek yerine büyük oranda hazine kağıtlarıyla likidite kamu tarafından kullanılır hale getirilmiş olmasının enflasyonist⁵ bir etki yarattığı belirtilmektedir. Bununla birlikte özelleştirmelerin yapılmaması ve enflasyonun yüksek düzeylerde seyretmesi, 1993 yılında ülke notunun (Moody's tarafından) yatırım yapılabilir seviyeden (Baa3) spekülatif seviyeye (Ba1) indirilmesine sebep olmuştur. 1994 krizini etkileyen unsurlardan biri olarak bu durum Türkiye'yi ani olarak dalgalanmaya sürüklemiştir (Karagöl, Mıhçıokur 2012:18).

Türkiye derecelendirme ile 1992 yılında tanışmış, ilk kez sovereign yani ülke derecelendirmesi almış ve böylece yurt dışı piyasalardan borçlanma olanağına erişmiştir.

⁵ Enflasyona dayalı.

Günümüzde kredi notu olmayan ülkeler daha ziyade az gelişmiş ülkelerdir. Türkiye’de kurularak faaliyet gösteren tek derecelendirme şirketi Fitch’dir. Dünyanın en büyük iki rating şirketi olan S&P ve Moody’s yurt dışından Türkiye’yi değerlendirerek derecelendirme faaliyetlerini yürütmektedir. Bir derecelendirme notu olmadan yurt dışı finans piyasalarından borçlanmak imkansız hale gelmiştir. Türkiye’nin Kredi Notu 1992’den günümüze üç ayrı kuruluş tarafından toplam 92 (doksan iki) sefer değiştirilmiştir. Türkiye’nin notu en son 28 Ocak 2017 tarihinde Fitch tarafından BB+ olarak açıklanmış ve görünümü negatif olarak belirtilmiştir. Bu da Türkiye’nin yatırım konusunda spekülasyon ülkeler arasında yer aldığı anlamına gelmektedir.

Türkiye çeşitli kredi derecelendirme kuruluşları tarafından notlandırılmakta ve genel olarak bütçe açığı, kamu borç yükünün düşüklüğü, finansal sistemin gösterdiği gelişme, yeterli düzeydeki parasal esneklik, dış borç stokunun uygun seviyesi bakımından kendine denk sayılabilecek ülkelere nazaran daha iyi konumdadır; ancak bu verilere rağmen aldığı notlar bakımından diğer ülkelere kıyasla çok da iyi bir yerde olduğunu söylemek doğru olmayacaktır. Genel olarak kredi derecelendirme kuruluşlarının puanlamalarına bakıldığında politik ve siyasi istikrar açısından yaşanan problemlerin Türkiye’nin notunu düşürdüğü önemli bir gerçek olarak göze çarpmaktadır; ancak politik ve siyasi istikrar sayısal verilerle ölçülmesi zor olduğundan dolayı öznel yorumların ön plana çıkması kaçınılmazdır. Türkiye’nin notunu düşüren diğer kalemlere bakıldığında işsizlik haddi, eğitimdeki kalite sorunu, özel sektörün liberalleşme politikasına rağmen henüz istenilen yerde olmaması gibi nedenler görülmektedir (Kaymaz 2012: 39).

Standard and Poor’s 2005 yılında Türkiye’nin kredi notunun yükseltilebilmesi için yapılması gerekenleri şu şekilde özetlemiştir:

- Vergi sisteminin daha etkin hale getirilmesi,
- Sosyal sigorta ve emeklilik sisteminin sağlıklı bir yapıya kavuşturulması,
- Kamu İktisadi Teşebbüslerinin özelleştirilmesi,
- İstihdam fazlasının azaltılması,
- Merkez Bankası’nın bağımsız hale getirilmesi,
- Enflasyonun düşürülmesi,

şeklinde sıralanmaktadır.

Küresel hakimiyete sahip üç büyük derecelendirme firması oligopol piyasa yapısı taşımaktadır. Ayrıca bu firmalar uzun bir tarihi geçmiş ve derecelendirme konusunda büyük tecrübeye sahiptir. Bu kapsamda derecelendirmeye konu ülkenin yerel bir

firmasından alacağı yüksek kredi notunun, o ülkeye yatırım yapacak yabancı yatırımcılar için objektif ve güvenilir olmayacağı açıktır.

Türkiye'nin piyasa hakimiyetine sahip üç kuruluş tarafından derecelendirme faaliyetleri, 4 Mayıs 1992 tarihinde ilk defa S&P'nin notlaması ile başlamış, müteakiben ertesi gün 5 Mayıs 1992 tarihinde Moody's şirketinin notlaması ile farklı ikinci bir kuruluştan derecelendirme faaliyetine tabi tutulmuştur. 10 Ağustos 1994 tarihinde Fitch'in de notlamaya başlaması ile Türkiye küresel hakimiyete sahip üç kuruluştan verilen notlara sahip olmuştur. Türkiye'nin 1992-2017 yılları arasında üç kredi derecelendirme kuruluşundan almış olduğu kredi notları aşağıdaki sunulmuştur.

Tablo 2.6 Türkiye'nin 1992-2017 Yılları Arasında Almış Olduğu Kredi Notları

S.No.	Tarih	FITCH	MOODY'S	S&P
1	4 Mayıs 1992	-	-	BBB+
2	5 Mayıs 1992	-	Baa3	-
3	3 Mayıs 1993	-	-	BBB***
4	8 Ekim 1993	-	Baa3****	-
5	13 Ocak 1994	-	Ba1	-
6	14 Ocak 1994	-	-	BBB-***
7	22 Mart 1994	-	-	BB****
8	6 Nisan 1994	-	Ba1****	-
9	29 Nisan 1994	-	-	B+****
10	2 Haziran 1994	-	Ba3	-
11	10 Ağustos 1994	B	-	-
12	16 Ağustos 1994	-	-	B+*
13	24 Temmuz 1995	-	-	B+**
14	26 Eylül 1995	BB-	-	-
15	18 Ekim 1995	-	-	B+*
16	17 Temmuz 1996	-	-	B+****
17	13 Aralık 1996	-	-	B*
18	20 Aralık 1996	B+	-	-
19	9 Ocak 1997	-	Ba3****	-
20	13 Mart 1997	-	B1	-
21	10 Ağustos 1998	-	-	B**
22	21 Ocak 1999	-	-	B*
23	30 Kasım 1999	-	B1**	-
24	10 Aralık 1999	-	-	B**
25	10 Nisan 2000	B+****	-	-
26	25 Nisan 2000	-	-	B+**
27	27 Nisan 2000	BB-	-	-
28	24 Temmuz 2000	-	B1****	-
29	5 Aralık 2000	-	-	B+*
30	21 Aralık 2000	-	B1**	-
31	21 Şubat 2001	-	B1*	B+****
32	22 Şubat 2001	BB-****	-	-
33	23 Şubat 2001	-	-	B****
34	2 Nisan 2001	B+****	-	-
35	6 Nisan 2001	-	B1***	-
36	16 Nisan 2001	-	-	B****
37	27 Nisan 2001	-	-	B-*
38	11 Temmuz 2001	-	-	B-***
39	2 Ağustos 2001	B***	-	-
40	30 Kasım 2001	-	-	B-*
41	15 Ocak 2002	-	B1*	-
42	29 Ocak 2002	-	-	B-**
43	5 Şubat 2002	B*	-	-

S.No.	Tarih	FITCH	MOODY'S	S&P
44	26 Haziran 2002	-	-	B- *
45	9 Temmuz 2002	-	-	B- ***
46	10 Temmuz 2002	-	B1 ***	-
47	7 Kasım 2002	-	-	B- *
48	25 Mart 2003	B- ***	-	-
49	28 Temmuz 2003	-	-	B *
50	6 Ağustos 2003	B- **	-	-
51	25 Eylül 2003	B **	-	-
52	16 Ekim 2003	-	-	B+ *
53	21 Ekim 2003	-	B1 *	-
54	9 Şubat 2004	B+ *	-	-
55	8 Mart 2004	-	-	B+ **
56	17 Ağustos 2004	-	-	BB- *
57	25 Ağustos 2004	B+ **	-	-
58	13 Ocak 2005	BB- *	-	-
59	11 Şubat 2005	-	B1 **	-
60	6 Aralık 2005	BB- **	-	-
61	14 Aralık 2005	-	Ba3 *	-
62	23 Ocak 2006	-	-	BB- **
63	27 Haziran 2006	-	-	BB- *
64	10 Mayıs 2007	BB- *	-	-
65	3 Nisan 2008	-	-	BB- ***
66	31 Temmuz 2008	-	-	BB- *
67	13 Kasım 2008	-	-	BB- ***
68	17 Eylül 2009	-	-	BB- *
69	18 Eylül 2009	-	Ba3 **	-
70	27 Ekim 2009	BB- ****	-	-
71	3 Aralık 2009	BB+ *	-	-
72	8 Ocak 2010	-	Ba2 *	-
73	19 Şubat 2010	-	-	BB **
74	5 Ekim 2010	-	Ba2 **	-
75	24 Kasım 2010	BB+ **	-	-
76	23 Kasım 2011	BB+ *	-	-
77	1 Mayıs 2012	-	-	BB *
78	20 Haziran 2012	-	Ba1 **	-
79	26 Şubat 2013	BBB- *	-	-
80	27 Mart 2013	-	-	BB+ *
81	16 Mayıs 2013	-	Baa3 *	-
82	7 Şubat 2014	-	-	BB+ ***
83	11 Nisan 2014	-	Baa3 ***	-
84	6 Mayıs 2016	-	-	BB+ *
85	18 Temmuz 2016	-	Baa3 ****	-
86	20 Temmuz 2016	-	-	BB***
87	19 Ağustos 2016	BBB- ***	-	-
88	23 Eylül 2016	-	Ba1*	-
89	4 Kasım 2016	-	-	BB*
90	27 Ocak 2017	-	-	BB***
91	28 Ocak 2017	BB+***	-	-
TOPLAM (Derecelendirme Sayısı)		24	25	43

*Durağan Görünüm

**Pozitif Görünüm

***Negatif Görünüm

****Negatif İzleme

*****Not Düşürme Eğilimiyle Gözden Geçirme

Kaynak: Countryeconomy (Türkiye'nin 1992-2017 Dönemi Not Hareketleri (Yalnızca Artış-Azalışlar))

Yukarıdaki Tablo 2.6'da, S&P ve Moody's' in Türkiye'yi Mayıs 1992 ve Ocak 1994 yılları arasında yatırım yapılabilir ülke seviyesinde tuttuğu, sonrasında S&P'nin günümüze kadar Türkiye'yi spekülasyon seviyesinde notladığı, Moodys'in ise Mayıs 2013 ve Ağustos 2016

tarihleri arasında Türkiye'nin kredi notunu bir kez daha yatırım yapılabilir seviyeye çıkardığı, Son olarak Fitch'in Ağustos 1994 tarihinden itibaren spekülative düzeyde derecelendirmeye başladığı, fakat Şubat 2013 ve Ocak 2017 tarihleri arasında Türkiye'nin notunu yatırım yapılabilir seviyeye çıkardığı görülmektedir. Yalnızca artış ve azalışların yer aldığı tabloda toplam 92 adet artış/azalış notu görülmekle birlikte Türkiye'nin notu üç kuruluş için de “spekülative” seviyededir.

2.2.1.1.1 Türkiye'de Derecelendirme Alanında Yapılan Düzenlemeler ve Denetim

Türkiye'de derecelendirme şirketleri ve derecelendirme hizmetine ilişkin yapılan ilk yasal düzenleme, SPK'nın “Derecelendirme Faaliyeti ile Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar”ı düzenleyen Seri: VIII,Nu:3 sayılı tebliği, Resmi Gazetenin 6 Mart 1997 tarih ve 22925 sayısında yayımlanarak yürürlüğe girmesiyle başlamış, bu tebliğ ile derecelendirme faaliyeti ve bu faaliyeti yapacak kurumların kuruluş, faaliyet ve denetimlerine ait esaslar düzenlenmiştir (Yasıdağ 2007: 130).

Türkiye'de derecelendirmeye ilişkin faaliyetler oldukça yeni olmakla birlikte bu konu ile ilgili ilke ve kurallar esas olarak sermaye piyasası mevzuatı ve bankacılık mevzuatı ile belirlenmiştir. Bu kapsamda, SPK'nın “Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği 4” ve Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nun “Derecelendirme Kuruluşlarının Yetkilendirilmesine ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik 5”inin temel düzenlemeler olduğu ifade edilebilir. Bahse konu hükümler gereğince, bir kuruluşun derecelendirme faaliyetinde bulunabilmesi için anılan düzenlemelerde yer alan ilke ve kurallara uyması zorunludur (Eren 2010: 116).

Tablo 2.7 Sermaye Piyasası Kurulunca Resmi Gazete' de yayımlanan Tebliğler ve Düzenlemeler

S.Nu	Resmi Gazete Yayın Tarihi	Tebliğ	Yürürlükten Kalkış Tarihi
VIII - 3	22925 6 /03/ 1997	Derecelendirme Faaliyeti ile Derecelendirme Kuruluşlarına ilişkin Esaslar	04/12/2003
VIII - 40	25306 - 04/12/2003	Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar	12/07/2007
IV	26333 – 01/11/2006	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nun (BDDK) “Derecelendirme Kuruluşlarının Yetkilendirilmesi ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik	-
VIII- 51	26580 – 12/07/2007	Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar	-
VIII- 76	28750 – 29/8/2013	Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ	-

Kaynak : Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Bu tebliğ/düzenlemelerle **derecelendirme şirketleri, kuruluş ilkeleri, derecelendirme faaliyetleri, derecelendirme şirketlerinin uymaları gereken kurallar, derecelendirme sözleşmeleri** gibi tüm kurallar düzenlenmiştir.

Sermaye Piyasası Kurulunun 2007 yılında yayımlanan Seri: VIII, No:51 sayılı “Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği”nin 5. maddesinde kredi derecelendirmesi; **“işletmelerin risk durumları ve ödeyebilirliklerinin veya borçluluğu temsil eden sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz ve benzeri yükümlülüklerinin vadelerinde karşılanabilirliğinin derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyeti”** olarak tanımlanmıştır.

Derecelendirme Kuruluşu kavramı; Türkiye’de kurulan ve Tebliğ ile düzenlenen derecelendirme faaliyetinde bulunmak üzere Kurulca yetkilendirilen derecelendirme kuruluşları ile Türkiye’de derecelendirme faaliyetinde bulunması Kurulca kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşlarını ifade etmektedir (Yaslıdağ 2007: 131).

Sermaye piyasasında derecelendirme faaliyeti; kredi derecelendirmesi ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi faaliyetlerini kapsar, faaliyetler SPK’nın Seri: VIII, No:51 Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği’yle düzenlenmiş olup, tebliğ Sermaye Piyasası Kurulunun web sayfasında şöyle özetlenmiştir (Seval 2014: 35);

a. İşletmeler tarafından derecelendirme yaptırılması isteğe bağlı olmakla birlikte SPK tarafından gerekli görülmesi halinde derecelendirme yaptırılması zorunlu olabilir.

b. Derecelendirme kuruluşları, işletmelerin talepleri olmaksızın derecelendirme yapabilirler. Ancak, talebe bağlı olmayan derecelendirmede sonuçları kamuya açıklamadan önce bahse konu işletmelere bilgi verme zorunluluğunu taşırlar. Derecelendirme faaliyetleri süresince ilgili işletme tarafından yapılan değerlendirmeler de derecelendirme kuruluşlarınca titizlikle ele alınmaktadır.

c. **Talebe bağlı olmayan derecelendirme** çalışmasına bu tebliğde belirlenen ilke, usul ve esaslara uygun olarak ilgili işletmenin **birbirini izleyen üç hesap dönemi süresince** devam edilir. Verilen derecelendirme notu, **en fazla altı aylık dönemler itibariyle gözden geçirilerek** kamuya açıklanır.

ç. Talebe bağlı olmayan derecelendirmelerde, müşteriden veya diğer kişi, kurum ve kuruluşlardan sağlanan veya sağlanması öngörülen ücret ve benzeri menfaatlerin olması durumunda bu bilginin derecelendirme kuruluşları tarafından derecelendirme notu ile birlikte kamuya açıklanma mecburiyeti vardır.

2013 yılında getirilen yeni düzenlemelere göre ise; Ülkenin talebe bağlı olan veya olmayan kredi derecelendirme notlarının **en fazla altı ay sonra tekrar gözden geçirilmesi** ve kredi derecelendirme notlarının, not görünümleri ile birlikte açıklanmasına yönelik bazı düzenlemeler getirilmiştir.

2.2.1.2.2 Genel Olarak Hukuk Sistemlerinde Yer Alan Düzenlemeler

Sermaye piyasası gelişmiş ülkelerde derecelendirme faaliyetlerinin de iyi işlediği ve yatırımcıyı doğru yönlendirdiği görülmektedir. Örneğin, Amerika Birleşik Devletleri'nde mevcut piyasa hakimiyetine sahip kuruluşların ABD kökenli olmasında getirdiği etki ile derecelendirme sektörü gelişmiştir. Bu nedenle dünyada, derecelendirme faaliyetlerinde Anglo-Amerikan hukuku esas alınmaktadır. Avrupa ülkelerinde ise derecelendirmenin zorunlu tutulmaması ve derecelendirme kuruluşlarının sayısal azlığı gibi sebeplerle derecelendirme konusunda yeterli düzenlemeler bulunmadığı ve bu müesseselerin pek gelişmediği görülmektedir. Bunun bir yansıması olarak derecelendirme kuruluşlarının sorumluluklarına ilişkin hukuki normların Türkiye'de de yeterince olgunlaşmadığı değerlendirilmektedir (Eren 2010: 122).

Derecelendirme kuruluşları, ABD Anayasasında yer alan "ifade özgürlüğü" ile korunmaktadır (Roussesau 2005: 36). Bu sebeple yayımlanmış derecelendirme görüşleri, yasal olarak gazete makaleleri ile aynı ölçüde değerlendirilmektedir. Derecelendirme kuruluşları faaliyetleri süresince kusurları halinde değil, sadece kasıtlı davranışlarının tespiti halinde sorumlu tutulmaktadır (Kerwer 2001: 21-22). Bu durum yatırımcıların veya kredi alanların, derecelendirme kuruluşlarına karşı mahkemelerde iddialarını ispat edebilmeleri hususunda büyük bir engel teşkil etmektedir. Bunun sonucunda, derecelendirme kuruluşlarının yanlış davranışlarını kontrol etmek ispatının zorluğu nedeniyle sınırlı bir imkan olarak kalmaktadır (White 2001: 23).

Özetle, derecelendirme mevzuatının çoğu Avrupa ülkesinde pek gelişmediği, derecelendirme kuruluşlarının herhangi bir denetim organına kayıt olmadığı ve bunların faaliyetlerine ilişkin düzenlemelerin bulunmadığı ifade edilmektedir. Sonuç olarak, derecelendirme kuruluşlarının sorumluluğu ve kontrolü konusunda halihazırda hiçbir özel düzenleme bulunmamaktadır (Eren 2010: 122).

İsviçre'de faaliyet gösteren bir derecelendirme kuruluşunun müşterilerine karşı gerekli özeni gösterme ve sadakat yükümlülüğü bulunmaktadır. Bu kuruluşlarını derecelendirme işlemi sırasında yükümlülüklerini yerine getirmekten kaçınması halinde, ihmali nedeniyle karşı tarafın maruz kaldığı veya kalabileceği her türlü zarar konusunda sorumluluğu vardır. Bununla birlikte, derecelendirme kuruluşlarının sorumluluğu, yasadaki amir hükümlerin ihlâl edilmemesi şartı ile akdi sınırlandırmalara tabidir (Trindade ve Senn 2006: 24).

2.2.1.1.3. Türkiye'de Derecelendirme Faaliyetinde Bulunması Sermaye Piyasası Kurulunca (SPK) Kabul Edilen Uluslararası Derecelendirme Kuruluşları

Sermaye Piyasası Kurulunca (SPK) Seri: VIII, No: 51 sayılı "Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği" 12/07/2007 tarih ve 26580 sayılı Resmi Gazete' de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Tebliğ uyarınca, derecelendirme faaliyeti; Kredi Derecelendirmesi ve Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum derecelendirmesi faaliyetlerini kapsamaktadır. Tebliğ'de kredi derecelendirmesi "ortaklıkların ve sermaye piyasası kurumlarının risk durumları ve ödeyebilirliklerinin veya borçluluğu temsil eden sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz ve benzeri yükümlülüklerinin vadelerinde karşılanabilme riskinin, derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyeti" olarak, Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum derecelendirmesi ise, "ortaklıklar ve sermaye piyasası kurumlarının Kurulca yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkelerine uyumun derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyeti" olarak tanımlanmıştır.

Türkiye'de kurulan ve Kurulca yetkilendirilen derecelendirme kuruluşu (Fitch Ratings Finansal Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.) ile Türkiye'de derecelendirme faaliyetinde bulunması Kurulca kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşlarının (Standards and Poor's Corp., Moody's Investor Service Inc. ve Fitch Ratings Ltd.) kredi derecelendirme faaliyetine yönelik yetkilendirilmiştir.

Tablo 2.8 Türkiye’de Faaliyet Gösteren Derecelendirme Kuruluşları

Türü	Türkiye’de Kurulan ve SPK Tarafından Yetkilendirilen Derecelendirme Kuruluşları	Türkiye’de Derecelendirme Faaliyetinde Bulunması Kurulca Kabul Edilen Uluslararası Derecelendirme Kuruluşları
Kredi Derecelendirmesi	1- Fitch Ratings Finansal Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. (1)	1- Standards and Poor's Corp. (http://www.standardandpoors.com/)
	2- JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş. (2) (http://www.jcravrsyaring.com/)	2- Moody's Investor Service Inc. (http://www.moody.com/)
	3- TCR Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. (3) (http://www.turkkredirating.com/)	3- Fitch Ratings Ltd. (http://www.fitchratings.com/)
	4- Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. (4) (http://www.saharating.com/)	
	5- Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş. (5) (http://www.kobirate.com.tr/)	
	6- TURKRATING İstanbul Uluslararası Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. (6) (http://www.turkrating.com/)	
Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi	1- Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. (4) (http://www.saharating.com/)	1- ISS Corporate Services Inc. (7) (http://www.isscorporateservices.com)
	2- Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş. (5) (http://www.kobirate.com.tr/)	
	3- JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş. (2) (http://www.jcravrsyaring.com/)	

Kaynak: <http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=6&pid=10&subid=1>

Erişim Tarihi: 07.08.2015.

2.2.1.1.4. Türkiye’de Derecelendirme Faaliyetinde Bulunması SPK Tarafından Kabul Edilen Uluslararası Derecelendirme Kuruluşları İçin Şartlar

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) 2007 yılı tarihli Seri: VIII, No: 51 sayılı Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliğine göre, derecelendirme faaliyeti yapabilecek uluslararası derecelendirme

kuruluşlarını, SPK'ya başvurmaları halinde faaliyetlerinin kapsamı ve süresi, müşterileri, faaliyet gösterdikleri ülkeler ile bu ülkelerin yetkili otoriteleri tarafından kabul görüp görmedikleri ve kredibiliteleri bakımından değerlendirmeye tabi tutularak, uygun görülenler SPK tarafından kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşları olarak listeye ilave edilirler.

SPK tarafından kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşları, Türkiye'de gerçekleştirecekleri derecelendirme faaliyetleri ile ilgili kamuya açıklama ve bildirim yükümlülüklerinin tebliğ hükümleri çerçevesinde yerine getirilmesini temin ederek, Türkiye'de bir temsilci bulundurma zorunluluğu taşımaktadır. SPK tarafından kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşlarının bağlı ortaklığı veya iştiraki olarak veya bu kuruluşlar ile bilgi paylaşım sözleşmesi çerçevesinde derecelendirme faaliyetinde bulunmak isteyen kuruluşlar ise bu tebliğ hükümleri çerçevesinde yetkilendirilmeleri halinde Türkiye'de derecelendirme faaliyetinde bulunabilirler ve kurulca yetkilendirilen derecelendirme kuruluşları olarak tebliğ hükümlerine tabi tutulurlar (Seval 2014:49,50).

2.2.1.2. Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları

19. yüzyıl boyunca sanayileşen batı ülkeleri sanayi devrimi sonrasında bünyelerindeki sermaye birikimini başka ülkelere en çok kârı sağlayacak yatırım alanlarına yöneltme ihtiyacı duymuşlar, genellikle Avrupa sanayisinin ihtiyacı olan hammaddelerin bulunduğu ucuz işgücüne sahip sömürgeler ve bazı az gelişmiş ülkeler batı ülkeleri için cazip yatırım alanları olarak ön plana çıkmıştır. Sanayi Devriminin başlangıç noktası İngiltere'nin ihtiyaç duyduğu hammaddelerin (madenler, petrol vb.) çıkarılması için 1800'lü yılların başındaki sömürgelerdeki girişimleri yabancı sermaye yatırımlarının başlangıcı olarak kabul edilmektedir (Cömert 1998: 1-3)

Sömürgecilik dönemi (1850-1945)'nde Batı Avrupadan; Asya, Afrika ve Amerika'nın gelişmemiş yörelerine yönelen yabancı sermaye yatırımları özellikle I.Dünya Savaşından sonra çoğunlukla Amerika'ya yoğunlaştığı görülmüş, ancak 1929–1930 yıllarında patlak veren Dünya Ekonomik Bunalımı yabancı sermaye yatırımlarının sekteye uğramasına, hatta mevcut yatırımların tasfiye edilmesine neden olmuştur.

II. Dünya savaşı sonrası Avrupa'da yeniden yapılanma çabaları ile yabancı sermaye yatırımları için farklı bir dönüm noktası oluşmuştur. Bu döneme kadar daha çok portföy yatırımları şeklinde gerçekleşen yabancı sermaye yatırımları bu tarihten sonra DYSY'ler üzerinde yoğunlaşmaya başlamıştır.

Tarihsel süreçte gelişmekte olan ülkelerin DYSY'lere bakış açısında büyük değişiklik olmuş, bu yatırımlar diğer tüm dış finansman türlerine tercih edilir hale gelmiştir. Bununla

birlikte 1989'dan sonra Doğu Bloku ülkelerinin de yabancı sermayeye açılması, gelişmekte olan ülkeler arasında yabancı yatırımlarla ilgili büyük yarış başlatmıştır. 1990'lı yıllarda çok sayıda ülke doğrudan yabancı yatırımları lehine çevirmek için ilgili düzenlemelerle değişiklikler yaparak yatırım ortamlarını yabancı yatırımlara daha uygun hale getirmeye amaçlamışlardır. Bu değişikliklere bağlı olarak yabancı yatırımların gelişmekte olan ülkelere yönelişinde 1990'lı yıllarda önemli düzeyde artışlar yaşanmıştır.

Türkiye'de DYSY'lerin tarihsel gelişimine baktığımızda Osmanlı İmparatorluğu'nun yabancı sermayeden yana büyük sıkıntılar yaşamış olması ve özellikle de kapitülasyonların yarattığı olumsuz etkiler nedeniyle temelleri atılan Türkiye Cumhuriyeti'nde yabancı sermayeye uzun süre soğuk bakılmıştır (Eğilmez 2004: 136).

2.2.1.2.1. Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Tarihsel Gelişimi

Türkiye'de DYSY'lerinin tarihsel gelişimi kapsamında yabancı sermaye girişlerinin, Osmanlı İmparatorluğu döneminde 1838 Ticaret Anlaşması'na kadar uzanmakta olduğu görülmektedir. Anadolu ve Rumeli'de demiryolu yapımı için yapılan ilk teşebbüsler, İngiliz şirketleri tarafından 1856 yılında gerçekleştirilmiştir. İngiltere'ye verilen bu ilk imtiyazlar, Köstence-Çernova (66 km) hattı ve İzmir-Aydın (131 km) demiryolu ray hattı imtiyazlarıdır (Kütükoğlu 1992: 124; Çetinkaya 2004: 6). DYSY, Osmanlı İmparatorluğu'ndaki yabancı sermayeli kuruluşlara verilen imtiyaz faaliyetlerine dayansa da Cumhuriyetle birlikte bu kuruluşların gerek devletleştirilmesi gerekse kapitülasyonlardan elde edilen ayrıcalıklarının sona ermesi nedeniyle ve kârlarının da azalması sonucunda 1920'li yıllardan sonra yabancı yatırım girişi sınırlı olmuştur (Alpar, Ongun 1987: 107).

DYSY'lerinin ekonomimize etkisini daha iyi analiz edebilmek için ilk olarak DYSY'lerin Türkiye'deki tarihi gelişimine göz atmamız gerekmektedir. Bu bölümün ilk kısmında Cumhuriyet öncesi dönemden başlayarak DYSY'lerin Türkiye üzerindeki gelişimi detaylı bir şekilde ele alınacaktır.

a. Cumhuriyet Öncesi Dönem

Sanayi devrimi ile dünya ekonomisi daha önce hiç görülmemiş bir yapıya büründürülmüş ve İngiltere'nin başını çektiği devletler üretimde uzmanlaşmaya, standartlaşmaya ve bir adım sonrasında ise yenileşmeye giderek kalkınma ve büyüme sürecine adım atmışlardır. Osmanlı İmparatorluğu sanayileşme sürecini ve batıdaki gelişmeleri yakından takip edememiş ve bütün bu sürecin dışında kalmıştır.

Osmanlı'nın 1838'de Balta Limanı Anlaşması ile başta İngiltere olmak üzere zamanla diğer Avrupa ülkelerine de tanıdığı ticaret imtiyazları (kapütülasyonlar), bir taraftan Osmanlı Dış Ticaretinin hızla büyümesine yol açarken, diğer taraftan batı Avrupa sermayesinin yaptığı doğrudan yatırımlarla yeni bir boyut kazanmıştır.

Osmanlı devletindeki en yoğun DYSY'ler, ticareti arttırmak, hammadde sağlamak ve karşılığında mamul malları kolayca pazara ulaştırmak amacıyla ekonomik hedefler taşıyan Alman ve Fransız şirketlerinin 1888-1896 yılları arasında yapmış oldukları demiryolları ile gerçekleşmiştir. Başlangıçta kar amacı güden bu yatırımlar, daha sonraları arka planında Batılı güçlerin emperyalist rekabet ve askeri amaçlı yardımlarını da içermektedir.

Osmanlı'da DYSY'leri ilk olarak 1888-1896 yılları arası dönemde gerçekleşmesinin arkasında; 1840'lı yıllardan sonra Osmanlı devletinin hızla dış borçlanma sürecine girmesi ve daha sonra aldığı bu borçları ödeyemez hale gelmesi yatmaktadır. Devletin dış borç ödemelerini, devlet gelirlerini kontrol altına alan "Düyun-u Umumiye"⁶ idaresi kanunu ile sağlama çabaları sonucu Osmanlı Devlet ekonomisinde yabancı denetiminin artmasına neden olmuştur. Bu idare bahse konu yıllarda tuz işletmeciliğini kendi üzerine alırken, tütün tekeli işletmesi, Osmanlı Bankası, Credit Anstalt (Avusturya) ve S. Bleichröder (Almanya) tarafından ortaklaşa kurulan, "Reji İdaresi" isimli mültezime verilmiştir. İngiliz ve Fransız sermayesiyle kurulan Osmanlı Bankası zamanla, Ereğli Kömür madenlerinin işletilmesini, Şam-Hama, İzmir-Kasaba, Selanik-İstanbul demiryolları ile İstanbul-Beyrut liman işletmeleri ve İstanbul elektrik, su, tramvay işletmesini ele almıştır (Şener, Kılıç 2008).

Tablo 2.9'da görüleceğe üzere, Osmanlı'da DYSY'ler 1888 yılında 15,8 milyon sterlin seviyesinde iken, bu rakam 1914 yılında 82,4 milyon sterlin seviyesine yükselmiştir. DYSY'lerin 1888'de %78,7'si, 1914'te %89,6'sı yatırım yapan ülkelerin hammadde tedariki ve sanayi ürünü satışına yönelik ticari amaçlarla yapıldığını söylenebilir. Bununla birlikte yine Tablo 2.9'da bu süreç içerisinde demiryolu yatırımlarının %33 seviyelerinden %58 seviyelerine artarak ilk sırayı aldığı görülmektedir (Geyikdağı 2008).

⁶ **Düyun-u Umumiye (Düyun-u Umumiye-i Osmaniye Varidat-ı Muhassasa İdaresi)**, 1881-1939 yılları arasında Osmanlı İmparatorluğu'nun dış borçlarını denetleyen kurumdur. II. Abdülhamit döneminde kurulmuştur. Sözcük, "Genel Borçlar" anlamına gelir.

Tablo 2.9 Cumhuriyet Öncesi Dönemde DYSY'lerin Sektörel Dağılımları

Sektör	1888 (Bin Sterlin)		1914 (Bin Sterlin)	
	Yatırım Miktarı	Yüzde	Yatırım Miktarı	Yüzde
Demiryolu	5.283	33,4	48.373	58,7
Bankacılık	5.000	31,6	14.788	17,9
Sigorta	-	-	460	0,6
Liman	-	-	4.025	4,9
Kent Hizmetleri	1.472	9,3	4.150	5,0
Ticaret	1.280	8,1	5.000	6,3
Maden	895	12	2.700	3,3
Sanayii	1.895	12	2.910	3,5
TOPLAM	15.825	100	82.406	100

Kaynak: Geyikdağı, V. Necla, Osmanlı Devleti'nde Yabancı Sermaye 1854-1914, İstanbul, Hil Yayınları, 2008: 124.

b. 1923-1980 Yılları Arasındaki Dönem

Birinci Dünya Savaşının sona ermesiyle birlikte tarih boyunca devletsiz kalmamış bir ulus 19 Mayıs 1919 tarihinde Kurtuluş Savaşını başlatmış savaşın zaferle sonuçlanması sonrasında dünya sahnesine çıkan devletin adı Türkiye Cumhuriyeti adını almıştır. Sanayi devrimiyle birlikte yaşanan gelişimin gerisinde kalmış, Trablusgarp, I.ve II Balkan Harpleri sonrasında gelen I.Dünya Savaşından yenik ayrılmış, savaşmaktan yorgun düşmüş bir millet ve bu milletin ihtiyacı olan iktisadi adımların nasıl gerçekleştirileceği ve bu adımları atarken gerekli olan sermayenin elde edilmesi⁷ ve milli sermaye kesimi ve yerli tüccar sınıfı oluşturma amaçlanırken diğer taraftan bunu mevcut sermaye eksikliğine rağmen liberal ekonomik çerçevede gerçekleştirmenin yollarını aramıştır. Cumhuriyetin kurucu kadroları ekonomiyi millileştirerek kalkındırmak adına yabancı sermaye ile yerli girişimcilerin ortaklıklar kurmalarını aktif olarak desteklemiş ve dolayısıyla direk olarak yabancı sermayeyi cephe almak gibi bir durum söz konusu olmamıştır. 17 Şubat 1923 tarihinde İzmir'de yapılan Türkiye İktisat Kongresi'nde konuşan Mustafa Kemal Atatürk'ün şu sözleri:

“Efendiler, İktisat sahasında düşünürken ve konuşurken zannolunmasın ki biz yabancı sermayesine hasım bulunuyoruz. Hayır, bizim memleketimiz geniştir. Çok emek ve sermayeye ihtiyacımız vardır. Binaenaleyh kanunlarımıza uymak, saygı göstermek şartıyla yabancı sermayelerine lâzım gelen teminatı vermeye her zaman hazırız ve şayanı arzudur ki, yabancı sermayesi bizim emeğimize ve serveti sabitimize katılsın. Bizim için ve onlar için faydalı neticeler versin; fakat eskisi gibi değil!” (Ökçün 1923:14; aktaran Şener ve Kılıç 2008: 28).

⁷ Hem sermaye hem de ticaret Osmanlı İmparatorluğu'nun som demlerinde yabancıların ve gayrimüslimlerin eline geçmişti.

Yabancı sermayenin liberal ekonomiye katkısı ve milli girişimcisini yaratma çabası içerisinde yeni kurulan bir devletin bakış açısını güzel bir şekilde ortaya koymaktadır. Geliştirici yönlerinden hareketle kurucu kadronun yabancı sermayenin önünü açmak adına Ocak 1924 yılında çıkartılan bir kanunla yabancıların mülk edinme koşulları kolaylaştırılmış ve İzmir İktisat Kongresi'nde alınan liberal politikaların da etkisiyle Türkiye'ye yatırımlar yapılmıştır. 1923–1929 döneminde yabancı sermayenin üçte ikisi imalat ve madencilik sektörüne, üçte biri de bankalar, ticaret şirketleri, dış ticaret ve sigorta şirketleri gibi hizmet sektörüne yönelmiştir (Parasız 2004).

Cumhuriyetin kuruluşunda iktisadi anlamda liberal politikalar ortaya konulmaya çalışılmış olsa da ilk yıllar sonrasında liberal politikaların isteneni ve hedefleneni vermediği görülmüş ve devletçilik yönünde ekonomik politikalara yönelinmiştir. Buna 1929 Büyük Buhran'ın yaşanması sonucu olumsuz etkiler ve Sovyetler Birliği'nin uygulamış olduğu devletçi politikaların görece anlamında başarılı olmasıyla birlikte gerek dünya ekonomik düzeninde gerekse de Türkiye'de rüzgar liberal politikaların aksine esmeye başlamış, bu durum mevcut uygulanan liberal politikaların terk edilmesini ve devletçi politikalara doğru eğilimin artmasını beraberinde getirmiştir. Konjonktürdeki değişimler sonrasında bunlara dünyada yaşanan ekonomik kriz, sonrasında başlayan II.Dünya Savaşı ve Türkiye'nin uyguladığı devletçi politikalarla 1930-1950 yılları arasındaki dönemde Türkiye'ye gelen DYSY'lerde çok ciddi azalmalar meydana gelmiştir. Bu azalmayı DYSY'lerin 1929 yılındaki 12 milyon TL düzeyinden iken 1931'de 1 milyon TL'nin altına düşmüş olmasıyla ifade edebiliriz (Tezel 2002).

1930'lardan 1950'lere kadar devletçi politikalar uygulamaya devam edilmiş, Türkiye Cumhuriyeti'nin ilk yabancı sermaye yasası 1951 tarihli Yabancı Sermaye Yatırımlarını Teşvik Kanunu olmuştur. Bu kanun kısa sürede 18 Ocak 1954 yılında yürürlüğe giren 6224 sayılı "Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu" ile kaldırılmıştır (Eğilmez 2004: 136). Bu teşviklerle birlikte Yabancı Sermaye Türkiye'deki yerli şirketlerle ortaklıklar kurup otomotiv, gıda, ilaç ve beyaz eşya sektörlerinde özellikle montaj bazlı yatırımlara imza atmış, liberal bir yasa olmuştur. Buna karşılık yasanın 30 yıllık uygulama sonuçları başarısız olmuştur (Eğilmez 2004:136) 1960 Askeri Müdahalesi ile birlikte ekonomi liberal politikalarla planlamacı politikalar doğru yol almıştır. Müdahale sonrası yürürlüğe giren beş yıllık kalkınma planları sanayinin yabancılardan çok yerlilerin kontrolünde olması için finansal kredileri yerli şirketler lehine çevirmiştir. İthal ikameci sanayileşme planı çerçevesinde devletin belli holdinglere sundukları bu yüksek teşvikler sayesinde, bu holdingler bir süre sonra sanayi politikalarına müdahil olacak kadar söz sahibi olmaya başlamıştır. Yine bu dönemde Türkiye'ye gelen Yabancı Sermayeler arasında otomotiv sektöründe Fiat (1954), BMC (1964), MAN (1966), Mercedes (1966), Renault (1969); ilaç sektöründe, Sandoz

(1956), Pfizer (1957), Roche (1958), Bayer (1962); beyaz eşyada AEG (1964), Siemens (1964), Bosch (1970); gıda da Pepsi (1964), Coca-Cola (1965) ve Tuborg (1967); lastik sanayinde Pirelli (1960) ve Goodyear (1961) yer almaktadır (Yavan ve Kara 2003: 30).

Tablo 2.10 Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları 1950-1979

Yıllar	DYSY (milyon dolar)	Kümülatif ⁸ Toplam (milyon dolar)
1954 Öncesi	2,8	2,8
1954	2,2	5
1955	1,2	6,2
1956	3,4	9,6
1957	1,3	10,9
1958	1,1	12,0
1959	3,4	15,4
1960	1,9	17,3
1961	1,2	18,5
1962	4,2	22,7
1963	4,5	27,2
1964	11,9	39,1
1965	11,6	50,7
1966	9,7	60,4
1967	9,0	69,4
1968	13,9	83,3
1969	13,2	96,5
1970	9,0	105,5
1971	11,7	117,2
1972	12,8	130,0
1973	67,3	197,3
1974	- 7,7	189,6
1975	15,1	204,7
1976	8,9	213,6
1977	9,2	222,8
1978	11,7	234,5
1979	- 6,4	228,1

Kaynak: DPT (1983) ; Yavan, Nuri ; Hamdi, Kara, Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Bölgesel Dağılışı, Coğrafi Bilimler Dergisi, 2003: 29.

Tablo 2.10 incelendiğinde Türkiye'ye 1954 yılından önce sadece 2,8 milyon dolar yabancı sermaye girişi gerçekleşmiş, 1954-1959 yılları arasında 12,6 milyon dolar; 1960-1969 yılları arasında 81,1 milyon dolar ve 1970-1979 yılları arasında ise 160,3 milyon dolar yabancı sermaye girişi gerçekleşmiştir. 1954 yılı öncesi dahil 1979 yılına kadar dönemlerin toplamında 228,1 milyon dolar kümülatif yabancı sermaye girişi gözlemlenmiştir.

1950'lerde başlayan DYSY'ler ve 6224 sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu çerçevesinde, 1954-1975 arasında kümülatif olarak Türkiye'ye 109 yabancı sermayeli firma giriş yapmıştır. 1975 yılı sonu itibariyle Türkiye'de faaliyette bulunan yabancı sermayeli firmalarda hem firma sayısı bakımından (93 adet), hem de getirdiği yabancı sermaye miktarı bakımından en büyük pay (%86,29) imalat sanayine ait olmuştur. İmalat

⁸ Birikmiş, katlanmış, kümeli ve toplu anlamlarına gelmektedir.

sanayi içerisinde de yabancı sermayeli firmalar özellikle karayolu taşıtları, elektrik-elektronik, kimya ve lastik gibi yoğun sermaye ve yüksek teknoloji gerektiren alt sektörlerde yoğunlaşmıştır. Diğer sektörlerde ise gelen yatırımların payı oldukça düşük gerçekleşmiştir (Yavan, Kara 2003: 29).

c. 1980 Sonrası Liberalizasyon Süreci

24 Ocak kararları sonrasında Türkiye ithal ikameci sanayileşme politikasından ihracata dayalı, liberal iktisadi politikalara geçiş yapmış, ilk olarak 25 Ocak 1980 tarihinde Başbakan'a bağlı Yabancı Sermaye Dairesi kurulmuş ve 6224 sayılı yasada 1980, 1984, 1986 ve 1995 yıllarında yapılan çeşitli değişikliklerle birlikte Yabancı Sermaye Çerçeve Kararı daha liberal hale getirilmiştir (Yavan, Kara 2003: 30-32). Finans piyasalarında liberalleşme adına 1984'te döviz alımı satımı serbest bırakılmış; 1989 yılına gelindiğinde ise kambiyo kontrolleri tamamıyla kaldırılarak sermaye hareketleri serbest bırakılmıştır.

Tablo 2.11 Türkiye'de DYSY Hareketleri (1980-2000) (Milyon Dolar)

Yıllar	İzin Verilen	Fiili Girişler	UDY	Firma Sayısı
1980	97,00	35,00	-	78
1981	337,51	141,00	-	109
1982	167,00	103,00	-	147
1983	102,74	87,00	-	166
1984	271,36	113,00	-	235
1985	234,49	99,00	-	408
1986	364,00	125,00	-	619
1987	655,24	115,00	-	836
1988	820,52	354,00	-	1.172
1989	1.511,94	663,00	-	1.525
1990	1.861,20	684,00	-	1.856
1991	1.967,26	907,00	97,00	2.123
1992	1.819,96	911,00	67,00	2.330
1993	2.063,39	746,00	110,00	2.554
1994	1.477,61	636,00	28,00	2.830
1995	2.938,32	934,00	49,00	3.161
1996	3.836,97	914,00	192,00	3.582
1997	1.678,21	852,00	47,00	4.068
1998	1.647,44	953,00	13,00	4.533
1999	1.700,57	813,00	30,00	4.950
2000	3.060,13	1.707,00	725,00	5.328

Kaynak : TCMB, Ödemeler Dengesi, Altıncı El Kitabı⁹, Yıllık Ayrıntılı Sunum, <http://www.tcmb.gov.tr>, Erişim Tarihi: 15.08.2015.

Tablo 2.11'de görüleceği üzere DYSY'ler, 1980 yılı sonrası liberalleşme döneminde artış göstermiş, Ülkeye girişlerine izin verilen DYSY'ler ilk defa 1989'dan sonra 1 milyar

⁹ Ödemeler Dengesi İstatistiklerine ilişkin uluslararası standartlar, IMF'e üye ülkelere yol gösterici olarak hazırladığı Ödemeler Dengesi ve Uluslararası Yatırım Pozisyonu El Kitabı'nda yer almaktadır. Bu standartlar ödemeler dengesi istatistiklerinin ülkeler arası karşılaştırılabilirliğini sağlamaktadır. Türkiye'nin Ödemeler Dengesi İstatistikleri IMF'nin 2009 yılında yayımladığı Ödemeler Dengesi ve Uluslararası Yatırım Pozisyonu Altıncı El Kitabı baz alınarak 2014 yılından itibaren oluşturulmaktadır.

doların üstünde gerçekleşmiştir. Bu durumda incelendiğinde 1980 yılı ve sonrasında gerçekleşen artışla finans piyasalarının liberalleştirilmesinin ilgili olduğu anlaşılmaktadır. 1989 yılında gerçekleşen fiili girişler ise 663 milyon dolar seviyesinde gerçekleşmiştir. Verilen DYSY izinleri ile fiili gerçekleşenler arasındaki farklar çeşitli nedenlerden dayanmakla beraber aradaki farka neden olan en önemli faktörün yabancı yatırımların gerçekleşme süresi gösterilmektedir. DYSY'ler çoğu zaman iznin verildiği yılda gerçekleşmediğinden sonraki yıllara aksetmesi sonucu, fiili girişlerin yıllara yayılarak gecikmeli gerçekleşmesine neden olmuştur. Farkın oluşmasına neden olan diğer bir unsurun ise izin verilse dahi yatırımı gerçekleştirecek yatırımcı bulunamadığından izin verilen miktar kadar yatırımın gerçekleşmemesinin olduğu bilinmektedir.

1980 sonrası dönemde her ne kadar DYSY'lerde artış görülse de ülkede gerekli kurumsal ve hukuksal altyapı oluşturulmadığından piyasalarının liberalleşmesi kısa vadeli spekülasyon sermaye hareketlerini daha fazla arttırmış, Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF), Bankacılık Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu gibi kuruluş ve hukuki belgelerin altyapı çalışmaları gerçekleştirilse bile bu kuruluş ve kanun tam hazır olmaması ve denenmeden piyasaların liberalleştirilmesi çabaları neticesinde ciddi sorunlar meydana gelmiştir. DYSY'lerin kısa vadeli spekülasyon yabancı sermaye yatırımlarının arkasında kalmasının nedenleri arasında siyasi ortamın ciddi riskler taşıması, mülkiyet haklarının zayıflığı ve finansal denetim altyapısının eksikliği yatmaktadır (Ünay 2013). 1984 yılından sonra KİT'leri özelleştirme ve bu teşebbüslere yabancı yatırımcıyı çekme çabalarının beklenenin altında kalması, karmaşık siyasi ortamın yanı sıra kurumsal ve hukuksal altyapı eksikliğinden kaynaklanmıştır.

Sonuçta Türkiye ekonomisi 1980'lerde bazı önemli kazanımlar elde etse de istenilen sıçrama bir türlü sağlanamamış ve bu dönemde DYSY'ler beklentilerin altında kalmıştır. 1990'ların başında artışına devam eden DYSY'ler 1994 krizinden etkilenmiş ve Türkiye'ye yapılan yatırımlarda azalma meydana gelmiştir. 5 Nisan 1994 kararları ve 1996 yılında gerçekleşen Gümrük Birliği Anlaşması da DYSY'leri ciddi anlamda artmasına neden olmamıştır. Yine aynı dönemde Güneydoğu Asya, Brezilya ve Rusya'da yaşanan ekonomik krizler gelişmekte olan Türkiye gibi ülkelerde DYSY girişlerinde azalmaya sebebiyet vermiştir. Askeri vesayetinin yapmış olduğu baskı ve istikrarsız hükümet yapılarının yaratmış olduğu politik devamsızlık ortamında azalışta payı büyük olmuştur.

2000 ve takip eden 2001 yıllarında bir önceki yıllara göre iki misli gerçekleşen fiili yabancı sermaye yatırımları girişleri ile ülke tarihinde ilk defa 1 milyar doların üzerinde yatırım gerçekleşmiş, fakat bir sonraki alt bölümde de belirtileceği üzere krizlerden sonra

etkisini gösteren negatif yöndeki ekonomik hareketler Türkiye Cumhuriyeti'nin tarihinin en büyük yatırım kaybını yaşamasına sebebiyet vermiştir.

Türkiye'de 1980-2001 tarihleri arasında izin verilen DYSY'lerin %17'sini Fransa'dan gerçekleştirirken, Fransa'yı takip eden diğer ülkeler sırasıyla Hollanda %14, Almanya%13, ABD %12, İngiltere %8, İsviçre %7, İtalya %6 ve Japonya %6'lık bir paya sahip olmuştur. 1980'de Türkiye'ye gelen DYSY'lerin %92'si imalat sanayine gelmiş olmasına rağmen 2001 yılına gelindiğinde bu alanda DYSY'lerin yönü değişerek yatırımların %48'inin hizmetler sektörüne geldiği TÜİK yıllık istatistiklerinde görülmüştür.

ç. 2000/2001 Krizi Sonrası Dönem

Türkiye'nin 1990'lı yıllarda yaşadığı istikrarsız siyasi ve ekonomik ortam yüksek enflasyon ve yüksek bütçe açığı nedeniyle 1999 yılında IMF destekli deflasyon programını standby anlaşmaları ile uygulamaya konulmasına sebep olmuştur. Bu program başlarda her ne kadar ekonomiye yukarı yönlü bir hareket versede 2000/2001 krizini önlemeye gücü yetmemiştir. 2000/2001 krizi DYSY'lerin çok sert bir şekilde azalmasına neden olmuş, Tablo 2.12'de görüleceği üzere, 2002 yılında fiili gerçekleşen doğrudan yatırımlar sadece 571 milyon dolar seviyesinde kalarak, %83 civarında azalmıştır.

Tablo 2.12 Türkiye'de DYSY Hareketleri (2000-2015)

Yıllar	İzin Verilen Milyon ABD Doları	Fiili Girişler Milyon ABD Doları	DYSY Çıktıları Milyon ABD Doları	Firma Sayısı
2000	3.060,13	1.707,00	725,00	5.328
2001	2.725,00	3.374,00	22,00	5.841
2002	2.243,00	571,00	5,00	6.280
2003	1.208,00	696,00	8,00	6.511
2004	-	1.190,00	98,00	-
2005	-	8.535,00	401,00	-
2006	-	17.639,00	657,00	-
2007	-	19.137,00	743,00	-
2008	-	14.748,00	35,00	-
2009	-	6.266,00	82,00	-
2010	-	6.256,00	35,00	-
2011	-	16.137,00	1.991,00	-
2012	-	10.759,00	633,00	-
2013	-	9.866,00	568,00	-
2014	-	8.884,00	261,00	-
2015	-	17.067,00	4.612	-

Kaynak : TCMB, Ödemeler Dengesi, Altıncı El Kitabı, Yıllık Ayrıntılı Sunum, <http://www.tcmb.gov.tr> , Erişim Tarihi: 15.08.2016.

2001 sonrası dönemde Türkiye'de yatırım ortamını iyileştirmeye yönelik Haziran 2003'te yürürlüğe giren, 4875 sayılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar Yasası, 4817 sayılı Yabancıların Çalışma İzinleri hakkındaki yasa ile şirketlerin istihdam edecekleri yabancı uyruklu çalışanlar hakkında geçmişte uygulanan katı kurallar gevşetilmiş, 4686 sayılı

Uluslararası Tahkim Yasası ile, devletin de dahil olduğu hukuki sorunların çözümünde yabancı yatırımcıya Uluslararası Tahkim'e başvurma imkanı tanınmıştır. DYSY'leri teşvik etmek amacıyla 85 ülke ile **“Yatırımların Karşılıklı Korunması ve Teşviki Anlaşması”** imzalamıştır. Bununla birlikte, 76 ülke ile **“Çifte Vergilerin Önlenmesi Anlaşması”** ve 19 ülke ile de **“Serbest Ticaret Anlaşması”** imzalanmıştır.

2003 yıl sonu itibariyle Türkiye'de faaliyette bulunan 6.500 yabancı sermayeli şirket bulunmaktadır. 1980 yılından bu yana izin verilen yabancı sermaye tutarı 35 milyar dolar, fiilen giren yabancı sermaye tutarı ise 16,3 milyar dolar düzeyinde kalmıştır. Bir başka deyişle 1980'den 2004 yılına 24 yıllık dönemde Türkiye'ye giren yabancı sermayenin yıllık tutarı yalnızca 680 milyon dolar düzeyinde kalmıştır. Aynı döneme ait gelişen ekonomilerle kıyasla bu dönemin son derece düşük kaldığı görülmektedir (Eğilmez 2004: 136).

2003 yılında Türkiye, yabancı sermaye mevzuatında son on yılda diğer gelişme yolundaki ülkelerdeki değişiklikler ve yabancı sermayenin yapısında oluşan gelişmeleri dikkate alarak bir değişiklik yapmış ve 4875 sayılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu'nu yürürlüğe koymuştur. Bu yeni düzenlemeyle geçmişe göre daha geniş ve çağdaş olmakla birlikte yabancıların yerli yatırımcılarla eşit işlem görmesi esası kabul edilmiştir. Buna ilaveten kamulaştırma ve devletleştirme gibi konulara açıklık getirilmiş, yabancı şirketlerin Türkiye'de taşınmaz edinmeleri, kar ve sermaye transferleri serbest bırakılmıştır. Bu yasa 6224 sayılı yasayı yürürlükten kaldırmakla birlikte o yasa ile kazanılmış haklarının da koruma altına almıştır (Eğilmez 2004: 137).

Siyasi istikrar, kriz sonrası uygulamaya konulan ekonomik, finansal ve makro tabanlı politikaların sıkı bir şekilde uygulanması, AB üyeliğine giden yolda 3 Ekim 2005 tarihi Lüksemburg'da gerçekleştirilen Hükümetlerarası Konferans ile AB'ye katılım için Türkiye'nin resmi müzakerelerinin başladığı tarih olmuştur. Aynı tarihte bir basın toplantısı ile Türkiye için Müzakere Çerçeve Belgesi kamuoyuna yayımlanmıştır. Böylece, Türkiye ile AB arasındaki dalgalı bir şekilde devam eden süreç, başlangıç aşamasında yer alan önemli bir dönüm noktasını aşarak yepyeni bir yola girmiştir. 2005 yılında başlayan müzakereler¹⁰ ve 2001 yılından itibaren 2008 yılı ekonomik krize kadar küresel piyasalardaki sermaye bolluğu sayesinde Türkiye ekonomisi istikrarlı ve hızlı bir şekilde büyüyerek, DYSY'lerinde önemli derecede artış ivmesi yakalamıştır.

Daha önceki alt bölümlerde belirtildiği üzere, Türkiye'nin DYSY'lerinin 1980 yılı ve sonrasında ekonominin liberalleşmesine rağmen düşük seviyede kalmasının altında siyasi istikrarsızlıklar, mülkiyet haklarının zayıflığı, finans sistemin denetimsiz yapısı ve bozuk

¹⁰ Katılım Müzakerelerinde mevcut durumda şu ana kadar 15 fasıl müzakerelere açılmış, bir tanesi geçici olarak kapatılmıştır.

makroekonomik denge gibi sebeplerin yattığı ifade edilmektedir. 2001 yılı sonrası dönemde siyasi istikrarsızlıkların azalması, kurumsal ve hukuksal altyapıdaki gelişmeler, finansal sistemde uygulanan denetimlerle, cari açık hariç diğer makroekonomik dengesizlikler (yüksek enflasyon, bütçe açığı vb.) azaltılmıştır. Bu dönemde yeni siyasi ve ekonomik ortam ile DYSY'lere yönelik artışta yatırım yapılabilir seviyeye çıkan kredi notlarının da etkisinin olduğu varsayılmaktadır.

Türkiye, Dünya Bankası Grubuna bağlı Çok Taraflı Yatırımları Garanti Kurumu (MIGA) ile Uluslararası Yatırım Anlaşmazlıkları Çözüm Merkezi (ICSID)'ne üyedir. Bu kuruluşlar yabancı yatırımcıların bir ülkeye gitmesi için önemli bir referans kaynağı görevi görmektedirler (Eğilmez 2004: 137).

Gelişmiş ülkelerin sahip olduğu refah düzeyini yakalayabilmesi için Türkiye'nin mevcut kalkınma hızını artırması gerekmektedir. Türkiye ekonomisi yıllık ortalama %10 civarında bir büyüme yakalayabildiği takdirde gelişmiş ülkeler seviyesini yakalaması mümkündür. Bu büyüme ivmesini yakalanmasında başvurulabilecek en emin kaynak Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları olacaktır (Yavan ve Kara 2003).

2.2.1.2.2 Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Mevcut Durum Analizi

DYSY girişleri 2007 yılında dünyada rekor seviyeye yükselerek 1,9 trilyon dolara ulaşmış, 2008 yılının son aylarında ortaya çıkan küresel finansal krizin dünya çapında devam eden etkileriyle DYSY'ler %15 azalmıştır. Yatırımcıların güveninde ciddi düşüşler yaşanmış ve yaşanan kriz, yatırım programları üzerinde negatif etkiler yaratmıştır. 2008-2009 yıllarında küresel DYSY miktarında yaşanan düşüşün en önemli nedenlerinden biri yatırım yapacak olan firmaların kapasitelerinin finansal kaynaklara erişimdeki güçlüklerle birlikte azalmasıdır. Diğer bir önemli neden ise, yatırım yapma arzusu ve eğiliminde özellikle gelişmiş ülkeler başta olmak üzere ekonomik görünümünden kaynaklı negatif etkilenmedir (Durgan 2016: 47).

2008 küresel krizi sonrası ülkeler sürdürülebilir kalkınmalarını destekleyecek politikalara daha fazla ağırlık vererek DYSY'ler ile ilgili politikalara yönelmiş, sermaye, teknoloji, insan kaynakları ve yönetim, ticaret ve rekabetçilik ile çevre olmak üzere beş önemli kanal aracılığıyla ülkelerin kalkınmalarını destekleyecek DYSY'lere öncelik verilmesi önem arz etmiştir (Durgan 2016: 137). Kriz sonrası bir türlü kriz öncesi seviyeyi yakalayamayan DYSY'ler inişli çıkışlı bir seyir izleyerek 2007 yılında elde ettiği seviyeyi yakalayamamıştır.

Türkiye'ye gelen uluslararası doğrudan yatırımlar¹¹ 2015 yılında 16,5 milyar ABD doları olarak açıklanmış, bunun neticesinde 2015 yılı bir önceki yıla karşılaştırıldığında %36 oranında bir artış gerçekleşmiştir. Buna göre Türkiye, dünyada 2015 yılında en fazla uluslararası doğrudan yatırım çeken ülkeler arasında bir önceki yıla göre kıyasla 2 basamak yükselerek 20'nci sırayı almıştır. Gelişmekte olan ülkeler arasında ise bir önceki yıla göre 3 basamak yükselerek 8'nci sıraya almıştır. Tablo 2.13'de Türkiye'nin 2012-2015 yıllarında göstermiş olduğu yükseliş trendi sunulmuştur(Ekonomi Bakanlığı UDY¹² 2014,2015 Yılı Raporu).

Tablo 2.13 En Fazla DYSY Alan İlk On Ülke ve Türkiye 2012-2015 (Milyar ABD Doları)

2012			2013			2014			2015		
S. No	Ülke	DYSY	S. No	Ülke	DYSY	S. No	Ülke	DYSY	S. No	Ülke	DYSY
1.	ABD	169,7	1.	ABD	230,8	1.	Çin	128,5	1.	ABD	379,9
2.	Çin	121,1	2.	Çin	123,9	2.	Hong Kong	103,3	2.	Hong Kong	174,9
3.	Lüksem.	79,6	3.	Hong Kong	74,3	3.	ABD	92,4	3.	Çin	135,6
4.	Hong Kong	70,2	4.	Kanada	70,6	4.	İngiltere	72,2	4.	İrlanda	100,5
5.	Brezilya	65,3	5.	Rusya Fed.	69,2	5.	Singapur	67,5	5.	Hollanda	72,6
6.	İngiltere	59,4	6.	Singapur	64,8	6.	Brezilya	62,5	6.	İsviçre	68,8
7.	Singapur	56,7	7.	Brezilya	64,0	7.	Kanada	53,9	7.	Singapur	65,3
8.	Avustralya	55,8	8.	Avustralya	54,2	8.	Avustralya	51,9	8.	Brezilya	64,6
9.	Rusya Fed.	50,6	9.	İngiltere	47,7	9.	Hindistan	34,4	9.	Kanada	48,6
10.	İrlanda	45,2	10.	Meksika	44,6	10.	Hollanda	30,3	10.	Hindistan	44,2
27.	Türkiye	13,3	26.	Türkiye	12,4	22.	Türkiye	12,1	20.	Türkiye	16,5
Dünya Toplamı		1.402,9	Dünya Toplamı		1.467,2	Dünya Toplamı		1.228,3	Dünya Toplamı		1.762,2

Kaynak: UNCTAD World Investment Report (WIR) 2015 ve 2016.

Türkiye 2012, 2013 ve 2014 yıllarında olduğu gibi 2015 yılında da en çok DYSY alan ülke olduğu, bununla birlikte payını giderek artırarak tek başına bölgedeki toplam yatırımların % 39'unu çektiği açıklanmıştır (Ekonomi Bakanlığı UDY 2016).

UNCTAD, yaklaşık 40 yıllık tecrübe ve 150'ye yakın ülkeye sağladığı teknik destek ile 2016 yılına ait yayımladığı yatırım raporunda 2015 yılında dünya genelinde yurt dışına yapılan doğrudan yatırımların bir önceki yıla kıyasla %11,8 oranında artarak 1 trilyon 474 milyar ABD doları seviyesine ulaştığı, gelişmiş ekonomilerin 2015 yılında yurt dışına yaptığı yatırımların 2014 yılına göre %33 oranında artarak 1 milyar 65 milyon ABD dolarına ulaştığını açıklamıştır. Gelişmiş ekonomilerin gerçekleştirdiği yatırımlar toplam yatırımların %72'sini oluştururken; gelişen ülkelerin gerçekleştirdiği yurtdışı yatırımlar %21 oranında azalarak 409 milyar ABD doları tutarında kalmış ve toplam yurtdışına yapılan doğrudan yatırımların %28'ini oluşturduğu vurgulanmıştır.

¹¹ TCMB tarafından IMF Altıncı El Kitabı'na göre açıklanan ödemeler dengesi revizyonlarının dâhil edilmediği rapora göre.

¹² UDY: Uluslararası Doğrudan Yatırımlar.

Gelişen ülke yurtdışı yatırımları gelişmiş ülke yatırımlarından daha hızlı artmakla birlikte gelişmiş ülkelerin yurtdışına yapılan yatırımlarında mutlak anlamda üstünlüğü devam ettiği vurgulanmaktadır. Gelişen ülkelerdeki çok uluslu şirketlerin yurtdışı yatırımlarının yarısından fazlası öz sermaye yatırımı şeklindeyken, gelişmiş ülke yatırımları %81 gibi bir oranla daha çok dağıtılmayan kârlardan kaynaklanmaktadır (UNCTAD World Investment Report (WIR) 2015).

2015 yılında ABD, 300 milyar ABD doları ile en fazla DYSY gerçekleştiren ülkeler sıralamasında birinci sırayı almış, onu Japonya (129 milyar ABD doları) ve Çin (128 milyar ABD doları) takip etmiştir. Bu sıralamada yer alan ilk 20 ülke içerisinde gelişmiş ülkeler sırasıyla; Hollanda, İrlanda, Almanya, İsviçre, Kanada, Lüksemburg, Belçika, Fransa, İspanya, İtalya, İsveç ve Norveç şeklinde sıralanmıştır. Gelişmiş bahse konu ülkelerin, geçtiğimiz senelerde de yurtdışına yapılan yatırımlarda önde gelen ekonomiler olduğu yine raporda belirtilmiştir (UNCTAD WIR 2015).

Rapora göre 2015 yılı itibari ile dünya toplam DYSY stokuna bakıldığında yaklaşık 25 trilyon ABD doları seviyelerinde olduğu, en fazla DYSY stokuna sahip ülke sıralamasında ABD, Hong Kong ve İngiltere ilk üç sırada yer aldığı ifade edilmiştir. Türkiye 2015 yılında 145,5 milyar ABD doları değerinde DYSY stokuna ulaşmış, 2014 yılında 168,6 milyar ABD doları olan bu rakamın GSYİH'ya oranı 2015 yılında %22 seviyesinden %20 seviyesine gerilemiştir. DYSY akımlarının gelişmiş ve gelişen ülke ekonomilerine dağılımında nispeten denge olsa da bu durumun henüz DYSY stokuna yansımadığı ve bu alanda gelişmiş ülkelerin hâlâ önde yer aldıkları vurgulanmaktadır.

Uluslararası alanda DYSY'lerin kaynağını sınır ötesi birleşme ve satın alma işlemleri ve komple yeni yatırımlar (greenfield) teşkil etmektedir. 2015 yılında dünya genelinde komple yeni yatırım proje miktarı bir önceki yıla kıyasla %8,5 oranında artış kaydetmiş (2014 yılında bu rakam bir önceki yıla göre %1,7 oranında azalmış idi), bahse konu artış oranı gelişmiş ülkelerde %12,3, gelişmekte olan ülkelerde ise %6,6 olarak gerçekleşmiştir. 2015 yılında açıklanan yeni yatırım projelerinin büyük bölümü geçtiğimiz yıllarda da olduğu üzere (%66'lık pay ile) gelişmekte olan ülkelerde gerçekleşmiştir (UNCTAD WIR 2015 ve 2016).

Tablo 2.14 En Fazla DYSY Stoku olan İlk On Ülke ve Türkiye (2014,2015)

2014			2015		
S.No	Ülke	Yatırım Stoku (Milyar ABD Doları)	S.No	Ülke	Yatırım Stoku (Milyar ABD Doları)
1.	ABD	5.409,9	1.	ABD	5.588
2.	İngiltere	1.662,9	2.	Hong Kong	1.573
3.	Hong Kong	1.549,8	3.	İngiltere	1.457
4.	Çin	1.085,3	4.	Çin	1.221
5.	Singapur	912,4	5.	Almanya	1.121
6.	Brezilya	754,8	6.	Singapur	978
7.	Almanya	743,5	7.	İsviçre	833
8.	Fransa	729,1	8.	Fransa	772
9.	İspanya	721,9	9.	Kanada	756
10.	İsviçre	681,8	10.	Hollanda	707
31.	Türkiye	168,6	35.	Türkiye¹³	145,5

Kaynak : UNCTAD World Investment Report 2015 ve 2016.

Yeni yatırımların 2015 yılı için sektörel bileşimine baktığımızda ise bir önceki yıla göre hizmetler ve imalat sektörü yatırımlarının arttığı görülmektedir (2014 yılında bu rakamın azaldığı görülmektedir). Hizmetlerde komple yeni yatırımlar %18 oranında artarak 408 milyar ABD doları olarak gerçekleşirken, imalat sektöründeki yatırımlar %2 oranında artış göstererek 322 milyar ABD doları seviyesine ulaşmıştır. Tarım ve madencilik sektörlerindeki komple yeni yatırımlar ise %16 oranında azalarak 35 milyar ABD doları seviyesinde gerçekleşmiştir (UNCTAD 2016).

2.2.1.2.3. Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Girişi Bileşenleri

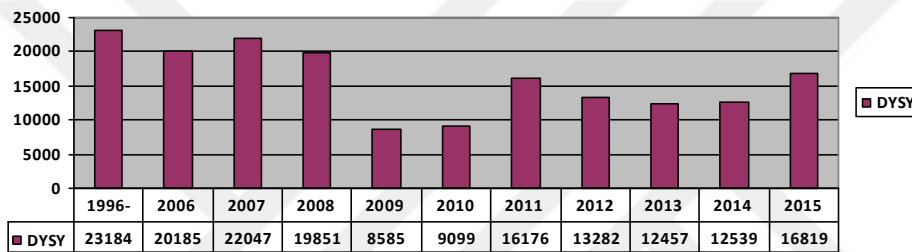
Türkiye’ye giriş yapan toplam DYSY miktarı 1975-2004 döneminde sadece 19,6 milyar ABD doları seviyesinde iken, 2005-2015 yılları arasında yaklaşık 8 kat artarak 161 milyar ABD dolarına ulaşmıştır. Türkiye’ye yönelik DYSY’ler özellikle 2005 yılında gerçekleşen AB Müzakere süreci ile artış trendi içerisine girmiş, bu rakam 2007 yılına gelindiğinde tarihinin en yüksek seviyesi olan 22 milyar ABD dolarına ulaşmıştır. Ancak, tüm dünyayı etkisi altına alan 2008 yılı küresel ekonomik kriz nedeniyle azalan uluslararası doğrudan yatırım akımları Türkiye de etkisi altına almıştır. 2010 yılı itibariyle tekrardan artış sürecine giren DYSY’ler, 2011 yılında kriz sonrası 16,2 milyar ABD doları ile yüksek bir değere ulaşırken, 2012, 2013 ve 2014 yıllarında bu rakamın altında, birbirine yakın seviyelerde seyretmiştir. Fakat 2015 yılına ait rapora göre kriz sonrası en yüksek

¹³ Belirli kriterlere göre seçilen yabancı sermayeli şirketlerin yıl sonunda anket ile elde edilen ve defter ve piyasa değerlerini de içeren bilgiler doğrultusunda Türkiye’de yaptıkları doğrudan yatırım stokuna ilişkin veriler düzenlenmektedir. Bu stok değere ilişkin olarak, Borsa İstanbul A.Ş. (BIST)’de hisselerinin alım ve satımı yapılan şirketlerin piyasa değerleri için BIST’ta oluşan piyasa değerleri; diğer şirketler için ise defter değerlerinin BIST tarafından yayımlanan ilgili sektöre ait piyasa değeri/defter değeri oranı ile çarpılması sonucu elde edilen değer hesaplamalarda kullanılmaktadır.

seviye olan 2011 yılı aşılmış ve 16,5 milyar ABD doları seviyesine ulaşıldığı vurgulanmıştır (Ekonomi Bakanlığı UDY 2015).

TCMB tarafından IMF Altıncı El Kitabı referans alınarak açıklanan ödemeler dengesi bilançosuna göre, Türkiye’de 2014 yılında 12 milyar 523 milyon ABD doları seviyesinde gerçekleşen DYSY akımları, 2015 yılında ise %34,3 oranında artış sağlayarak 16 milyar 819 milyon ABD doları seviyelerine ulaşmıştır. Bu rakam 2008 yılı küresel ekonomik kriz sonrası en yüksek elde edilen değer olmakla birlikte, Türkiye’ye giriş yapan DYSY’lerin yıllar itibariyle 4. en yüksek seviyesini teşkil etmektedir.

Şekil 2.4 1996-2015 Yılları Arası Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları (Milyon Dolar)



Kaynak : Ekonomi Bakanlığı, Uluslararası Doğrudan Yatırım Raporu, 2015 ve 2016.

Türkiye’de 2015 yılında gerçekleşen toplam 16,8 milyar ABD doları tutarındaki DYSY’nin, 12,7 milyar ABD dolarlık kısmı sermaye bileşeninden, 4,1 milyar ABD dolarlık kısmı ise yabancılar tarafından alınan gayrimenkullerden oluşmaktadır (YASED 2017).

2.2.1.2.4 Sektörlere Göre Dağılım

2005-2015 yılları arasını kapsayan Türkiye’deki DYSY’lerin son on yıllık sektörel bazdaki dağılımına bakıldığında, finans ve sigorta faaliyetlerinin 44 milyar ABD doları ile sektörün ilk sırasında yer aldığı görülmektedir. Bu sektörü sırasıyla; imalat (29,5 milyar ABD doları), enerji (16 milyar ABD doları), telekomünikasyon (7,8 milyar ABD doları) ve toptan ve perakende ticaretinin (6,6 milyar ABD doları) izlediği görülmektedir (Ekonomi Bakanlığı UDY 2015).

2014 ve 2015 yılına ait Ekonomi Bakanlığı’nın Uluslararası Doğrudan Yatırım (UDY) Raporuna baktığımızda, Türkiye’deki uluslararası yatırımlar açısından ilk üç sektör 2014 yılı için imalat, finans-sigorta ve enerji olurken 2015 yılı için ise; DYSY’ler içinde %77 yer kaplayan imalat, finans-sigorta ve ulaştırma ve depolama olmuştur. 2015 yılı için söz konusu sektörlerde artışlar dikkat çekici olup imalat %50, finans-sigorta %140 ve ulaştırma-depolama sektöründe %157’lik artış meydana gelmiştir.

Tablo 2.15 Sektörlere Göre Uluslararası Doğrudan Yatırım Girişi (2014,2015)

2014				2015			
S. No	Sektör	Sermaye Girişi (Milyon ABD Doları)	Oran (%)	S. No	Sektör	Sermaye Girişi (Milyon ABD Doları)	Oran (%)
1	İmalat	2.894	33,2	1	İmalat	4.111	34,7
2	Finans ve Sigorta	1.535	17,6	2	Finans ve Sigorta	3.535	29,8
3	Enerji	1.322	15,2	3	Ulaştırma ve Depolama	1.524	12,9
4	Toptan ve Parekende Ticaret	1.165	13,4	4	Enerji	1.261	10,6
5	Madencilik	449	5,2	5	Toptan ve Parekende	569	4,8
6	İnşaat	232	2,7	6	Madencilik	202	1,7
7	Gayrimenkul	226	2,6	7	Gayrimenkul	169	1,4
8	Bilgi ve İletişim	211	2,4	8	Bilgi ve İletişim	150	1,3
9	Sağlık	200	2,3	9	İnşaat	76	0,6
10	Ulaştırma ve Depolama	142	1,6	10	İnsan Sağlığı ve Sos.Hiz.	59	0,5
	Diğer	332	3,8		Diğer	202	1,7
	Toplam	8.708	100,0		Toplam	11.858	100,0

Kaynak : Ekonomi Bakanlığı, Uluslararası Doğrudan Yatırım Raporu, 2015,2016.

2014 yılında gerçekleşen önemli çaptaki birleşme ve satın alma işlemleri genel olarak enerji, finans ve ulaştırma sektörlerinde meydana gelmiştir. Garanti Bankası'nın sahip olduğu hisselerin toplamda %40'ının İspanyol Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) şirketine devredilmesine rağmen 2014 yılında açıklanan işlemlerden yalnızca Malaysia Airports tarafından yapılan işlem Ödemeler Dengesi İstatistiklerinde yer almıştır (Ekonomi Bakanlığı UDY 2015).

Tablo 2.16 2014 Yılında En Büyük Beş Birleşme ve Satın Alma İşlemi

Satın Alınan Şirket	Satın Alan Şirket	Satın Alınan Hisse (%)	Satın Alan Şirketin Ülkesi	Tutar (Milyon ABD Doları)
Garanti Bankası AŞ.	BBVA	14,9	İspanya	2.463
Sabiha Gökçen Uluslararası Havalimanı	Malaysia Airports	40	Malezya	338
Rönesans Gayrimenkul	GIC	21,4	Singapur	318
Tekstil Bank	Industrial&Commercial Bank of China	75,5	Çin Halk Cumhuriyeti	314
Petlim Limancılık	Goldman Sachs	30	ABD	250

Kaynak : Ekonomi Bakanlığı, Uluslararası Doğrudan Yatırım Raporu, 2015.

2015 yılında ise önemli ölçüde birleşme ve satın alma işlemleri genel itibariyle finans, imalat, ulaştırma ve enerji sektörlerinde gerçekleşmiştir. ABD'li Goldman Sachs International'ın Socar Türkiye Enerji A.Ş.'nin %13 hissesini satın almasına istinaden gelen 1,3 milyar ABD doları sermaye, 2015 yılının en büyük hacimli birleşme ve satın alma işlemi oluşturmuştur (Ekonomi Bakanlığı UDY 2015).

Tablo 2.17 2015 Yılında En Büyük Beş Birleşme ve Satın Alma İşlemi

Satın Alınan Şirket	Satın Alan Şirket	Satın Alınan Hisse (%)	Satın Alan Şirketin Ülkesi	Tutar (Milyon ABD Doları)
Socar Türkiye Enerji A.Ş.	Goldman Sachs International	13	ABD	1.300
Fina Holding A.Ş.	China Merchants Holdings	64,5	Çin (Lüksemburg)	940
Ak Gıda Sanayi ve Ticaret	B.S.A.International	80	Belçika	603
Boyner Parakende ve Tekstil Yatırımları A.Ş.	Mayhoola For Investments Opc.	30,7	Katar	350
Limak Yatırım Enerji A.Ş.	Malaysia Airports	40	Malezya	317

Kaynak : Ekonomi Bakanlığı, Uluslararası Doğrudan Yatırım Raporu, 2016.

Her ne kadar genel olarak gelişen ekonomilerde DYSY girişlerinde bir düşüş bekleniyor olsa da 2016 yılındaki toplam DYSY girişleri içerisinde gelişmiş ekonomilerin %57'lik paya sahip olacağı öngörülmektedir. İlk 10 ülke içerisinde yine gelişmiş ülkelerin lider konumda olacağı beklenmektedir. ABD'nin 385 milyar dolar DYSY girişiyle birinciliğini koruması beklenirken, İngiltere'nin özellikle birleşme ve satın almalar sebebiyle 2015'te gerçekleşmiş olan 33 milyar dolar toplam DYSY girişinden neredeyse 6 kat bir artışla, 2016 yılında 179 milyar dolar DYSY giriş ile ikinciliği alması öngörülmektedir. Türkiye'de de UNCTAD tarafından 2016 yılı içerisinde %22'lik bir düşüş öngörülmektedir. Türkiye ile birlikte Tayland ve Singapur için yatırım girişlerinde ciddi düşüş beklentisi raporda belirtilmiştir (YASED 2017).

2.2.1.2.5 Türkiye'deki Uluslararası Sermayeli Şirket Sayıları

Tablo 2.18 Yıllar İtibariyle Kuruluş Türlerine Göre Uluslararası Sermayeli Şirketlerin Sayısı

Yıl	Yeni	İştirak	Şube	Toplam
1954-2009	17.097	4.167	559	21.823
2010	2.652	521	81	3.254
2011	3.613	629	94	4.336
2012	3.608	575	82	4.265
2013	3.483	211	87	3.781
2014	4.425	194	72	4.691
2015	5.264	206	76	5.546
Genel Toplam	40.142	6.503	1.051	47.696

Kaynak : Ekonomi Bakanlığı, Uluslararası Doğrudan Yatırım Raporu, 2015 ve 2016.

2015 yılı sonu itibarıyla Türkiye'de faaliyette bulunan 47.696 adet uluslararası sermayeli şirketin %80'i limited şirketlerden, %18,9'u anonim şirketlerden, geri kalan %1,1'lik bölümü ise komandit, kolektif, adi şirket, iş ortaklığı ve adi komandit şirketlerden

oluşmaktadır. 2015 yılı itibariyle gerçekleşen %18,4 oranındaki artış son beş yıldaki en yüksek seviyedir (Ekonomi Bakanlığı UDY 2015 ve 2016).

Tablo 2.19 Uluslararası Sermayeli Şirket Sayılarının Sektörlere Göre Dağılımı

Sektörler	1954-2009 (Birikimli)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	1954-2015 Toplam
Tarım, Avcılık, Ormancılık ve Balıkçılık	337	61	70	55	39	70	47	679
Madencilik ve Taşocakçılığı	448	81	101	20	23	18	26	717
İmalat Sanayii	3.852	422	460	321	317	372	452	6.196
Elektrik Gaz ve Su	418	119	136	149	144	139	171	1.276
İnşaat	2.005	314	432	337	311	357	489	4.245
Toptan ve Perakende Ticaret	6.530	1.097	1.529	1.894	1.633	2.176	2.390	17.249
Oteller ve Lokantalar	1.555	138	99	93	84	102	111	2.182
Ulaştırma, Haberleşme ve Depolama Hizmetleri	1.869	327	481	440	392	500	584	4.593
Mali Aracı Kuruluşların Faaliyetleri	274	14	32	28	25	12	16	401
Gayrimenkul Kiralama ve İş Faaliyetleri	3.426	511	787	692	640	714	954	7.724
Diğer Toplumsal, sosyal ve Kişisel Hizmet Faaliyetleri	1.109	170	209	236	173	231	306	2.434
Toplam	21.823	3.254	4.336	4.265	3.781	4.691	5.546	47.696

Kaynak : Ekonomi Bakanlığı, Uluslararası Doğrudan Yatırım Raporu, 2015,2016.

2011-2015 yılları arasında faaliyetlerini sürdüren uluslararası sermayeli şirketlerin sektörel bazda dağılımı incelendiğinde; toptan ve perakende ticaret, gayrimenkul kiralama ve iş faaliyetleri sektörlerinin ilk iki sırayı aldığı, 2011 ve 2013 yılları arasında ciddi düşüşler gözlenen imalat sanayinde, 2014 yılından itibaren kayda değer bir yükseliş gözlemlenmiştir. 2011 ve 2015 yıllarının toplam şirket sayıları karşılaştırıldığında elektrik, gaz ve su sektörlerinde %90 oranında bir artış gerçekleştiği görülmüştür. Bunu %88 ile toptan ve perakende ticaret sektörü ve %72 ile ulaştırma, haberleşme ve depolama sektörleri izlemiştir (Ekonomi Bakanlığı UDY 2015).

2.2.1.2.6 Uluslararası Sermayeli Şirketlerin Yatırımcı Ülkelere Göre Dağılımı

47.696 adet uluslararası sermayeli şirketin ülke gruplarına göre dağılımında, AB ülkeleri 20.648 girişimle birinci sırada yer almaktadır. AB ülkeleri içinde de Almanya 6.491, İngiltere 2.910 ve Hollanda 2.591 adet ile Türkiye’de en fazla şirketi olan ilk üç AB ülkesi olarak sıralanmıştır. 2015 yılında faaliyete geçen 5.546 adet uluslararası sermayeli şirketin, 1.256’sı AB ülkeleri, 2.985’i Yakın ve Ortadoğu ülkeleri ve 373 adedi ise diğer Asya ülkeleri ortaklı şirketlerden oluşmaktadır (Ekonomi Bakanlığı UDY 2015).

Tablo 2.20 Uluslararası Sermayeli Şirket Sayısının Ülkelere Göre Dağılımları

Ülkeler	1954-2009 (Birikimli)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	1954-2014 (Toplam)
AB Ülkeleri	12.131	1.397	1.752	1.535	1.353	1.301	1.256	20.725
Almanya	3.743	454	592	484	417	380	431	6.501
Hollanda	1.627	174	183	172	158	139	145	2.598
İngiltere	1.971	152	184	173	163	138	149	2.930
İtalya	713	91	112	107	101	98	86	1.308
Diğer AB Ülkeleri	4.077	526	681	599	514	546	445	7.388
Diğer Avrupa Ülkeleri (AB Hariç)	2.436	401	447	422	346	326	343	4.721
Afrika Ülkeleri	377	97	131	151	204	304	390	1.654
Kuzey Amerika	1.093	133	187	152	133	112	147	1.957
ABD	941	101	160	114	104	92	123	1.635
Kanada	152	32	27	38	29	20	24	322
Orta ve Güney Amerika, Karayipler	124	15	20	19	25	18	22	243
Yakın ve Ortadoğu Ülkeleri	3.888	914	1.428	1.643	1.372	2.263	2.985	14.493
Diğer Asya	1.517	262	334	304	318	329	373	3.437
Çin Halk Cumhuriyeti	346	41	53	55	72	96	93	756
Güney Kore	149	18	16	29	28	25	14	279
Diğer	1.022	203	265	220	218	208	266	2.402
Diğer Ülkeler	257	35	37	39	30	38	30	466
Toplam	21.823	3.254	4.336	4.265	3.781	4.691	5.546	47.696

Kaynak : Ekonomi Bakanlığı, Uluslararası Doğrudan Yatırım Raporu, 2015 ve 2016.

2.2.1.2.7 Uluslararası Sermayeli Şirketlerin Buldukları İllere Göre Dağılımı

Toplam 47.593 adet uluslararası sermayeli şirketin illere göre dağılımına bakıldığında, 28.782 şirket ile İstanbul birinci sırada yer almış, Antalya 4.715, Ankara 2.683 ve İzmir 2.237 adet şirket ile İstanbul'u izlemiştir.

Türkiye'deki toplam 47.593 adet uluslararası sermayeli şirketin %64,8'i Marmara, %15,1'i Akdeniz, %10'u Ege, %6,9'u İç Anadolu bölgesinde; %3,2'si de diğer bölgelerde faaliyette bulunmaktadır. Uluslararası sermayeli şirketlerin en yoğun olduğu bölge olarak toptan ve perakende ticaret, imalat sanayi, gayrimenkul kiralama ve iş faaliyetleri ile ulaştırma, haberleşme ve depolama hizmetleri sektörlerini içeren Marmara bölgesi olarak öne çıkmaktadır (T.C.Ekonomi Bak.lığı 2016).

Tablo 2.21 Uluslararası Sermayeli Şirketlerin Sayılarının İllere Göre Dağılımı (İlk On İl)

S. No	İller	Şirket Sayısı (1954-2015)	Toplam Uluslararası Sermayeli Şirket Sayısı içindeki Payı (%)	Şirket Sayısı (2015)	Toplam Uluslararası Sermayeli Şirket Sayısı içindeki Payı (%)
1	İstanbul	28.782	60,5	3.537	63,8
2	Antalya	4.715	9,9	343	6,2
3	Ankara	2.683	5,6	204	3,7
4	İzmir	2.237	4,7	141	2,5
5	Muğla	1.576	3,3	54	1,0
6	Mersin	1.379	2,9	361	6,5
7	Gaziantep	860	1,8	270	4,9
8	Bursa	646	1,4	14	0,3
9	Aydın	617	1,3	47	0,8
10	Hatay	512	1,1	137	2,5
	Diğer İller	3.586	7,5	438	7,9
	Toplam	47.593	100,0	5.546	100,00

Kaynak: Ekonomi Bakanlığı, Uluslararası Doğrudan Yatırım Raporu, 2016.

Toplam 47.593 adet uluslararası sermayeli şirketin %60,5'inin faaliyette bulunduğu İstanbul'da, uluslararası sermayeli şirketlerin en yoğun olduğu sektörler sırasıyla toptan ve perakende ticaret, gayrimenkul kiralama ve iş faaliyetleri ile imalat sanayi sektörleridir.

2.2.1.2.8 Türkiye'deki Yatırımcı Ülkeler

Tablo 2.22 DYSY Girişi (2014, 2015)

2014 (Milyon Dolar)				2015 (Milyon Dolar)			
S.No	Ülke	Sermaye	Yüzde (%)	S. No	Ülke	Sermaye	Yüzde (%)
1	Hollanda	2.017	23,7	1	İspanya	2.178	18,4
2	İngiltere	1.049	12,0	2	ABD	1.568	13,2
3	Rusya	730	8,4	3	Lüksemburg	1.263	10,7
4	Azerbaycan	718	8,2	4	Hollanda	1.188	10,0
5	Almanya	693	8,0	5	Azerbaycan	786	6,6
6	Lüksemburg	555	6,4	6	Belçika	753	6,4
7	İtalya	490	5,6	7	Rusya Fed.	747	6,3
8	ABD	325	3,7	8	İngiltere	596	5,0
9	Fransa	280	3,2	9	Çin Halk	451	3,8
10	Kuveyt	234	2,7	10	Almanya	387	3,3
	Diğer	1.617	18,6		Diğer	1.941	16,4
	Toplam	8.708	100		Toplam	11.858	100

Kaynak: Ekonomi Bakanlığı, Uluslararası Doğrudan Yatırım Raporu, 2015 ve 2016.

Son on yıllık dönemde Türkiye'ye gerçekleşen toplam doğrudan yatırımlarda İspanya, ABD, Lüksemburg, Hollanda, Belçika, İngiltere ve Almanya 2015 yılında da ilk 10 yatırımcı ülke arasında yer almayı başarmış, ayrıca, 2006–2015 döneminde ilk 10 sırada yer alan ülkelerin ABD hariç 9'u AB üyesi ülkeler olduğu görülmektedir. 2015 yılında Azerbaycan (özellikle 2011 yılından itibaren Socar firmasının yaptığı yatırımların sürmesi) ve Çin (ilk olarak 2015 yılında finans ve enerji sektörlerine yapılan yatırımlarla ciddi bir seviyeye ulaşması) öne çıkan ülkeler olurken, Körfez ülkelerinden gelmeye devam eden

yatırımlar, son yıllarda Asya ülkelerinin Türkiye'ye olan ilgisinin giderek arttığını göstermektedir. ABD ve AB ülkeleri ile birlikte Türkiye'ye Asya ülkelerinden gerçekleşen yatırımlarla kaynak çeşitliliği sağlanmış, Türkiye'nin sadece AB ülkelerinden değil dünyanın farklı bölgelerinden de yatırım çeken bir ülke haline gelmesini sağlamıştır (Ekonomi Bakanlığı UDY 2015 ve 2016).

Tablo 2.23 2006-2015 Yılları Arasında DYSY Girişi (Milyon Dolar)

S.N	Ülke	Sermaye	Yüzde (%)
1	Hollanda	19.984	16,5
2	ABD	10.579	8,7
3	Avusturya	9.338	7,7
4	Lüksemburg	8.611	7,1
5	İngiltere	8.158	6,7
6	Almanya	7.753	6,4
7	İspanya	7.026	5,8
8	Belçika	6.998	5,8
9	Yunanistan	6.759	5,6
10	Fransa	4.476	3,7
Diğer		31.571	26,0
Toplam		121.253	100

Kaynak : Ekonomi Bakanlığı, Uluslararası Doğrudan Yatırım Raporu, 2015 ve 2016.

2015 yılında gerçekleşen uluslararası doğrudan yatırım girişindeki ciddi yükselişin büyük bir bölümü, Banco Bilbao Vizcaya Argentineria (BBVA) şirketinin Garanti Bankası A.Ş.'deki hisse payını %39,9 seviyelerine yükseltmesinin neticesi olarak transfer edilen 2 milyar 126 milyon ABD doları sermayeden oluşmaktadır(Ekonomi Bakanlığı UDY 2016).

Tablo 2.24 İlk On Ülkenin DYSY ve Şirket Sayıları (2014,2015)

2014 (Milyon Dolar)					2015 (Milyon Dolar)				
S. No	Ülke	Toplam Şirket Sayısı	Türkiye'ye Yapılan DYSY	Dünya Genelinde Ülke Dışına Yapılan DYSY Toplamı	S. No	Ülke	Toplam Şirket Sayısı	Türkiye'ye Yapılan DYSY	Dünya Genelinde Ülke Dışına Yapılan DYSY Toplamı
1	Hollanda	2.453	2.017	40.809	1	İspanya	613	2.178	34.586
2	İngiltere	2.781	1.049	-59.629	2	ABD	1.627	1.568	299.969
3	Rusya	1.832	730	56.438	3	Lüksemburg	433	1.263	39.371
4	Azerbaycan	1.610	718	2.209	4	Hollanda	2.591	1.188	113.430
5	Almanya	6.070	693	112.227	5	Azerbaycan	1.796	786	3.260
6	Lüksemburg	400	555	-4.307	6	Belçika	562	753	38.547
7	İtalya	1.222	490	23.451	7	Rusya Fed.	1.961	747	26.558
8	ABD	1.512	325	336.943	8	İngiltere	2.910	596	-61.441
9	Fransa	1.298	280	42.869	9	Çin Halk Cum.	755	451	127.560
10	Kuveyt	201	234	13.108	10	Almanya	6.491	387	94.313

Kaynaklar: Ekonomi Bakanlığı, Uluslararası Doğrudan Yatırım Raporu, 2015, 2016.

2.2.1.2.9 DYSY'leri Artırmaya Yönelik Faaliyetler

a. YOİKK Çalışmaları

2001 yılında Bakanlar Kurulu Prensipl Kararı ile kabul edilen "Türkiye'de Yatırım Ortamının İyileştirilmesi Reform Programı" çerçevesinde, Yatırım Ortamını İyileştirme Koordinasyon Kurulu (YOİKK) kurulmuş, yatırımın her aşamasında gerek yerli gerekse uluslararası yatırımcıların karşılaştıkları idari engelleri önlemek ve yatırım ortamının rekabet gücünü artırmak üzere çalışmalarını sürdürmektedir (Ekonomi Bakanlığı UDY 2016).

b. Yatırımların Karşılıklı Teşviki ve Korunması Anlaşmaları

Türkiye'nin yatırım ilişkilerinin yoğun olduğu veya bu ilişkilerin gelişmesine yönelik potansiyele sahip olduğu düşünülen ülkelerle imzalanan Yatırımların Karşılıklı Teşviki ve Korunması (YKTK) Anlaşmalarının temel amacı, Türkiye ile anlaşmaya taraf ülkeler arasında sermaye ve teknoloji akımını artırarak, yatırımlar için elverişli koşulların oluşturulması ve karşılıklı yatırımların ev sahibi ülkenin hukuk sistemi içerisinde tabi olacağı muamelenin sınırları ve seviyesinin tespit edilmesidir.

Günümüze kadar Türkiye'nin 98 ülke ile imzalamış olduğu YKTK Anlaşmalarında, uluslararası yatırımcılar açısından kritik bir öneme sahip olup, ev sahibi devlet tarafından yabancı yatırımcılara "**milli muamele**" ve "**en çok kayırılan ulus**" muamelesinin uygulanması, kar transferlerinin güvence altına alınması ve ev sahibi devletçe yapılması muhtemel kamulaştırma işlemlerinin şartlarının belirlenmesinin yanısıra, yatırımcı ile ev sahibi devlet arasında ortaya çıkacak uyuşmazlıklar durumunda çözüm için uluslararası tahkime başvurulması gibi "olmazsa olmaz" hükümler yer almaktadır.

Yabancı yatırımcılara Türkiye'de ve Türk yatırımcıların yurt dışında daha elverişli bir yatırım ortamı ve uluslararası hukuk temelinde güvence sağlamak amacıyla yürütülen YKTK Anlaşmaları müzakereleri kapsamında, G-20'ye üye ülkelerden sadece Kanada ve Brezilya ile YKTK Anlaşması imzalanmamış, Meksika ve G.Afrika Cumhuriyeti ile YKTK Anlaşmaları imzalanmış Onay Süreci Devam etmektedir. G-20 Ülkeleri ile YKTK Anlaşmaları imza ve yürürlüğe giriş tarihleri aşağıda yer almaktadır.

Tablo 2.25 Kronolojik Sıra ile Türkiye Tarafından G-20 Ülkeleri ile İmza Edilen ve Yürürlüğe Giren YKTK Anlaşmaları

S.No	Ülke	Yürürlüğe Giriş Tarihi	S.No	Ülke	Yürürlüğe Giriş Tarihi
1	Almanya	05.12.1965	10	G.Afrika	23.06.2000
2	ABD	18.05.1990	11	İtalya	02.03.2004
3	Japonya	12.03.1993	12	Hindistan	18.10.2007
4	G.Kore	04.06.1994	13	Avustralya	29.06.2009
5	Çin	20.08.1994	14	Fransa	03.08.2009
6	Arjantin	01.05.1995	15	S.Arabistan	05.02.2010
7	İngiltere	22.10.1996	16	Meksika	17.12.2013
8	Endonezya	28.09.1998	17	Brezilya	-
9	Rusya Federasyonu	17.05.2000	18	Kanada	-

Kaynak : Ekonomi Bakanlığı, Uluslararası Doğrudan Yatırım Raporu, 2015 ve 2016.

2.2.1.2.10 Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarıyla İlgili düzenlemeler

Türkiye’de yapılan doğrudan yabancı yatırımlarına ilişkin temel prensip ve kavramlar, ilk defa 1954 yılında yürürlüğe giren 6224 sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu ile ortaya çıkmıştır. Bahse konu Kanun, ekonomik hayatta yaşanan gelişmeler dahilinde ve uluslararası en iyi uygulamalar doğrultusunda yenilenerek, nihai hali olan 4875 sayılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu, 17 Haziran 2003 tarihinde resmi gazetede yayımlanarak yürürlüğe girmesi ile yatırımcıya açık ve anlaşılır mesajlar veren ve yatırımcının yatırımları ilgilendiren temel konularda, diğer mevzuat gereği sahip olduğu haklar ve tabi olduğu yükümlülükleri gösteren “yasal bir rehber” niteliği taşıyan Kanun, 6224 sayılı Kanun ile teşkil edilen izin/onay sistemini bilgilendirme sistemine dönüştürmüştü; “yabancı yatırımcı ve yabancı doğrudan yatırım” gibi yatırıma ilişkin temel kavramları, uluslararası standartlar çerçevesinde yeniden tanımlamıştır. 4875 sayılı Kanununun 3/a maddesine göre; “Uluslararası anlaşmalar ve özel kanun hükümleri tarafından aksi öngörülmedikçe;

a. Yabancı yatırımcılar tarafından Türkiye’de doğrudan yabancı yatırım yapılması serbesttir.

b. Yabancı yatırımcılar yerli yatırımcılarla eşit muameleye tabidirler.”

Bu kapsamda Türkiye’de yapılan uluslararası doğrudan yatırım rejiminin temel unsurları, “**Yatırım Serbestisi ve Milli Muamele**” olarak karşımıza çıkmaktadır. Esas olarak bakıldığında Doğrudan yabancı yatırımcılar, sınırlı sayıdaki sektörel sınırlamalar

hariç, yerli yatırımcılarla eşit haklar ve yükümlülükler çerçevesinde faaliyet gösterebilmektedirler.

4875 sayılı “**Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu**”nda DYSY’ler, şu şekilde tanımlanmıştır (Resmi Gazete 17.06.2003).

Yabancı sermaye, yabancı yatırımcı tarafından getirilen;

- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası’na alım satımı yapılan konvertibl para şeklinde nakit sermaye,
- Şirket menkul kıymetleri (Devlet tahvilleri hariç),
- Makine ve teçhizat,
- Sınai ve fikri mülkiyet hakları,
- Yurt içinden sağlanan, yeniden yatırımda kullanılan kar, hasılat, para alacağı veya mali değeri olan yatırımla ilgili diğer haklar,
- Doğal kaynakların aranması ve çıkarılmasına ilişkin haklar gibi iktisadi kıymetler aracılığıyla yeni şirket kurmak ve şube açmak, menkul kıymet borsaları dışında hisse edinimi, menkul kıymet borsalarından en az %10 hisse oranı ya da aynı oranda oy hakkı sağlayan edinimler yoluyla mevcut bir şirkete ortak olmayı ifade etmektedir.

Yine aynı kanunda yabancı yatırımcı olarak;

- Yabancı ülkelerin vatandaşlığına sahip olan gerçek kişiler ile yurt dışında ikamet eden Türk vatandaşlarının yanı sıra, yabancı ülkelerin kanunlarına göre kurulmuş tüzel kişileri ve uluslararası kuruluşları ifade edilmektedir.

Bir çok ülkede, özellikle gelişme yolundaki ülkelerde yabancı sermaye ile özel olarak ilgilenen, yabancı sermayeli yatırımcıların sorunlarının çözümü için uğraşan bir yabancı sermaye dairesi mevcuttur. Türkiye’de yabancı sermaye dairesi uzun süre Devlet Planlama Teşkilatı’nın bir birimi olarak görev almış, 1991 yılındaki yasa değişikliği ile Hazine Müsteşarlığı’na bağlanmıştır. Bugünkü yapıda Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü Hazine’nin bir parçasıdır. Hazine, DYSY’lere ilişkin politikaların genel çerçevesini belirleyen, bu amaçla diğer kuruluşların faaliyetlerine katılmaya yetkili kurumdur (Eğilmez 2004: 137).

2.2.2 Arjantin

Tablo 2.26 Arjantin'e Ait 2015 Yılı Genel Ekonomik Göstergeler.

GSYİH (Milyon Dolar)	KBGSYİH (Dolar)	Büyüme Oranı (%)	Nüfus	Yüzölçümü (km ²)	Başkent
584.711	22.303	2.6	43.416.755	2.737.000	Buenos Aires

Kaynak : www.data.worldbank.org/country/argentina, Erişim Tarihi : 09.02.2017

2.2.2.1 Arjantin'in Ekonomik Görünümü

Arjantin, yaklaşık 44 milyon nüfusu ile Latin Amerika'nın dördüncü büyük nüfusuna sahip, zengin yer altı ve yer üstü kaynakları, yetişmiş insan gücü, şehirleşme ve teknolojik gelişimi ile önemli ülkelerden biridir. GSYİH'sının büyüklüğü açısından Brezilya ve Meksika'nın ardından Latin Amerika'nın 3.büyük ekonomisi olan Arjantin'in kişi başına düşen milli geliri 22.303 ABD doları'dır. Gelir dağılımı eşitsizliğin uçurum seviyesinde olmasına rağmen, Latin Amerika ülkelerindeki kişi başına gelirin en yüksek olduğu ülkeler arasında yer almaktadır (www.mfa.gov.tr/arjantin-ekonomisi.tr.mfa Erişim Tarihi: 10.08.2016).

2.2.2.2 Ekonomi Politikaları

2001 yılı sonunda Arjantin'de meydana gelen ekonomik kriz ile beraberinde gerçekleşen toplumsal gösteriler, isyan ve yağma sahneleriyle tüm dünyanın dikkatini çekmiş, bu kriz ile 20. yüzyılın son çeyreği süresince istikrar ve yapısal uyum programları uygulamış bir ülkenin ekonomik ve toplumsal çöküşü açıkça tüm kamuoyu tarafından görülmüştür. Bu çöküntü sürecinin ana eksenini Nisan 1991'den krize kadar geçen dönemde uygulanan ve Arjantin ekonomisinin önemli bir yapısal değişime uğramasına sebebiyet veren "Konvertibilite Plânı" adlı neoliberal programın olduğu bilinmektedir (Koyuncu ve Şenses 2004)

Bahse konu kriz sonrasında 12 yıllık Kirchner hükümeti dönemi dalgalanmalar ile yaşanmış, müteakiben iktidara gelen Mauricio Macri hükümeti, Arjantin'i yeniden uluslararası siyasete ve pazara entegre ederek, neoliberal politikalar uygulamayı hedeflemektedir. Döviz kurunun piyasa koşullarınca belirlenmesi, sermaye üzerindeki kontrollerin ve ihracat vergilerinin kaldırılması, enflasyonun tek haneli seviyeye düşürülmesi konusunda taahhütte bulunan yeni hükümet MERCOSUR¹⁴'a bağlılığını teyid etmiş, AB ve ABD ile ilişkilerin geliştirileceğini, Çin ve Rusya ile yapılan anlaşmaların gözden geçirileceğini belirtmiştir. Arjantin ekonomisine yönelik tahminler genel olarak olumlu olmakla birlikte yeni hükümetin uygulamalarının sonuçlarına bağlı olarak değişebilecektir. IMF'e göre 2016 ve 2017 yılında büyüme hızı sırasıyla %0,1 ve %0,2

¹⁴ MERCOSUR.

olarak tahmin edilen ülke enflasyonunun sırasıyla %23,2 ve %23,6 olacağı öngörülmektedir. (TC Ekonomi Bakanlığı www.ekonomi.gov.tr Erişim Tarihi: 09.09.2016).

2.2.2.3 Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları kapsamında yabancı yatırımcıların, yerli firmalarla aynı vergi yükümlülüklerine tabi olduğu ülkede en çok yatırım yapılan alanlar petrol üretimi ve dağıtımı, iletişim ve bankacılıktır. Kimya sektöründe görülen yatırımlar ise yine petrol ve gaz sektöründen hammadde kullanmak amacıyla yapılmıştır. Ülke bu günkü sanayi yapısı itibarıyla uluslararası piyasalara hammadde ve yarı işlenmiş madde sağlayan bir ülke konumunda olduğu görülmektedir. Son yıllarda Brezilya başta olmak üzere Güney Amerika ülkelerinin ülkedeki yatırım portföylerini artırdıkları dikkati çekmekle birlikte Brezilya, Arjantin'e en fazla doğrudan yatırım yapan ülkedir. Brezilya'yı Şili, ABD ve İspanya sırasıyla izlemektedir (TC Ekonomi Bakanlığı www.ekonomi.gov.tr Erişim Tarihi: 09.09.2016).

Yabancı yatırım stoku sektörler itibarıyla incelendiğinde ülkeye yapılan yatırımlarda petrol ilk sırayı almaktadır. Doğrudan yabancı yatırımlar stokunun yaklaşık dörtte biri bu sektöre yönelmiştir. İmalat sanayi içinde kimya ve plastik, otomotiv ve metal önemli yatırım alanlarıdır. Uygulanan politikaların bir sonucu olarak hizmet sektörüne yapılan yatırımlar görece olarak düşük düzeyde bulunmaktadır. Ülkeye giren yabancı sermaye büyük ölçüde madencilik, petrol, kimya, kauçuk, plastik, otomotiv, gıda, makine, ticaret, bankacılık ve iletişim sektörlerine yönelmiştir (DEİK 2015).

Enerji sektöründe petrol ve doğalgazın yanında biodizel yatırımları da ciddi bir artış potansiyeli taşımaktadır. Ülkenin zengin bir tarımsal üretim potansiyeline sahip olması ve işlenmiş tarım ürünlerinin ihracatına yönelik teşvik politikaları sayesinde tarıma dayalı sanayiye yabancı sermaye girişi devam edeceği öngörülmektedir (www.mfa.gov.tr/arjantin-ekonomisi.tr.mfa Erişim Tarihi: 10.08.2016).

2014 yılı sonunda, Arjantin Hükümeti, hidrokarbon ihracatı için vergi oranlarını tekrar gözden geçirerek yeni bir kayan ölçek uygulamış, bununla birlikte ülkedeki 1 milyar doları aşan doğrudan yabancı yatırımı ile Chevron Corporation (ABD) ve Petronas (Malezya) projelerine petrol üretimi ve ihracatı için mali sübvansiyonlar sağlayan bir ham petrol üretim teşvik programını kabul etmiştir (UNCTAD WIR 2016).

Tablo 2.27'de Arjantin'e yapılan 2010-2015 yıllarını kapsayan DYSY giriş ve çıkışları görülmektedir. Burada Arjantin'e 2015 yılında yapılan 11.625 milyon dolar yatırımın 2014 ile kıyaslandığında %130 seviyelerinde bir artış göze çarpmaktadır.

Tablo 2.27 Arjantin'e ait Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırım Giriş ve Çıkışları

DYSY Girişleri (milyon dolar)						DYSY Çıkışları (milyon dolar)					
2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015
11.333	10.840	15.324	9.822	5.065	11.625	965	1.488	1.055	890	1.921	1.139

Kaynak : UNCTAD, World Investment Report, 2016

2.2.2.4 Dış Ticaret (İhracat/İthalat)

Hububat ve yağlı tohumlar üretimi Arjantin ekonomisi ve ihracatının en önemli unsuru niteliğindedir. Dünyanın en önemli et üreticileri arasında yer alan Arjantin'in ihraç ettiği bazı ürünler; Soya fasulyesi ve türevleri, mısır, otomobil, buğday, petrol, kamyon-kamyonet, bio-dizel yakıtlar, bakır, oto yedek parçaları, petrol yağları, demir-çelik profiller, diğer hava taşıtları, ayçiçeği yağı, şarap ve arpa'dan oluşmaktadır.

Çoğu ülkeyle ticaretinde dış ticaret fazlası veren Arjantin, başta Brezilya, Çin ve ABD olmak üzere en büyük ticaret ortaklarına karşı dış ticaret açığına sahiptir. Arjantin'in en büyük ihraç pazarını Brezilya teşkil etmekle birlikte 2016 yılı itibarıyla toplam ihracatın yaklaşık %16'sı bu ülkeye gerçekleştirilmiştir. Çin, dünya genelinde de her geçen yıl artan önemiyle Arjantin'in bulunduğu kıta olan Latin Amerika dışındaki en büyük pazarını oluşturmaktadır. İhracatta önde gelen ürünlerinin özellikle soya ve soya yağı gibi önemli bir kısmı Çin'e yönlendirilmektedir. Arjantin'in ihraç pazarında ikinci sırada yer alan ABD'ye 2016 yılı itibarıyla 4,4 milyar dolar olarak gerçekleşen ihracat %8'lik bir paya sahiptir. AB üyesi ülkeler içinde ise Arjantin'in en fazla ihracat yaptığı ülkeler; İspanya, Hollanda, Almanya ve İtalya yer almaktadır. Arjantin 2016 yılı itibarıyla toplam ihracatının ithalat ile benzer şekilde yaklaşık %28'ini Venezüella dahil MERCOSUR üyesi ülkelerle yapmıştır (www.mfa.gov.tr/arjantin-ekonomisi.tr.mfa Erişim Tarihi : 10.08.2016).

Tablo 2.28'de Arjantin ihracatında önemli yere sahip başlıca ülkeler sunulmuştur.

Tablo 2.28 Arjantin'in İhracatındaki Önde Gelen Ülkeler (Milyon Dolar).

S.No	Ülke	2012	2013	2014	2015	2016
1	Brezilya	16.456	15.948	13.882	10.099	9.027
2	ABD	4.023	4.182	4.081	3.432	4.482
3	Çin	5.068	5.511	4.459	5.173	4.425
4	Vietnam	800	1.185	1.550	1.801	2.546
5	Şili	5.051	3.823	2.791	2.403	2.297
36.	Türkiye	302	451	375	334	486
Toplam		79.982	75.962	68.407	56.787	57.733

Kaynak : ITC Trade Map, (www.trademap.org).

Tablo 2.28'de Türkiye'nin Arjantin ihracatında 36. sırada yer aldığı ve toplam ihracatının binde 8'i gibi düşük bir orana sahip olduğu ve Arjantin'in ihracatının önemli bir bölümünü yaklaşık %16'sını komşusu Brezilya ile yaptığı görülmektedir.

Tablo 2.29 Arjantin'in İthalatındaki Önde Gelen Ülkeler (Milyon Dolar).

S.No	Ülke Adı	2012	2013	2014	2015	2016
1	Kanada	510	489	555	461	345
2	Belçika	435	766	417	286	312
3	Malezya	447	490	398	354	291
4	T.Tobago	1.905	1.861	1.842	967	291
5	İsveç	284	309	300	239	289
14.	Türkiye	302	451	375	334	486
Toplam		67.973	74.441	65.229	59.756	55.609

Kaynak : ITC Trade Map, (www.trademap.org).

Tablo 2.29'da Türkiye'nin Arjantin ithalatında 14. sırada yer aldığı ve toplam ithalatının, ihracatta olduğu gibi binde 8'i gibi düşük bir oranla Türkiye ile yaptığı 2016 yılı itibari ile 1.000 milyon dolar ticaret fazlası verdiği ve Arjantin'in ithalatında ilk sırada Kanada'nın yer aldığı görülmektedir.

2.2.2.5 Arjantin'in Derecelendirme Faaliyetleri

Arjantin'e ait kredi notları incelendiğinde 18 Kasım 1985 tarihinde başlayan derecelendirme sürecinin 2001 yılı sonunda yaşanan kriz ile S&P ve Fitch'in ülke ekonomisi için iflas kararı aldığı, Fitch'in bunu 2010 yılı ortalarına kadar devam ettiren S&P'nin 2005 ortalarına kadar spekülasyon seviyeye notu çıkarmadığı, iniş ve çıkışları ile kırılgan bir yapıya sahip bir ülke olduğu görülmektedir.

Tablo 2.30 Arjantin'in 1985-2016 Yılları Arasında Kredi Derecelendirme Kuruluşlarından Almış Olduğu Notlar

S.No.	Tarih	FITCH	MOODY'S	S&P
1	18 Kasım 1985	-	Ba3*	-
2	4 Aralık 1987	-	B2***	-
3	26 Mayıs 1989	-	B3***	-
4	13 Temmuz 1992	-	B1**	-
5	25 Ağustos 1993	-	-	BB-*
6	4 Şubat 1994	-	-	BB-**
7	8 Mart 1995	-	-	BB-*
8	16 Mayıs 1995	-	B1****	-
9	2 Nisan 1997	-	-	BB*
10	28 Mayıs 1997	BB	-	-
11	2 Ekim 1997	-	Ba3*	-
12	3 Eylül 1998	-	Ba3****	-
13	22 Temmuz 1999	-	-	BB***
14	20 Ağustos 1999	-	Ba3****	-
15	6 Ekim 1999	-	B1*	-
16	10 Şubat 2000	-	-	BB*

S.No.	Tarih	FITCH	MOODY'S	S&P
17	21 Eylül 2000	BB***	-	-
18	22 Eylül 2000	-	-	BB****
19	14 Kasım 2000	-	-	BB-*
20	21 Kasım 2000	-	B1***	-
21	19 Mart 2001	-	-	BB-****
22	20 Mart 2001	BB-****	-	-
23	26 Mart 2001	-	-	B+****
24	28 Mart 2001	-	B2****	-
25	8 Mayıs 2001	-	-	B****
26	6 Haziran 2001	-	-	B***
27	11 Temmuz 2001	B-***	-	-
28	12 Temmuz 2001	-	-	B-***
29	13 Temmuz 2001	-	B3****	-
30	26 Temmuz 2001	-	Caa1***	-
31	9 Ekim 2001	-	-	CCC+***
32	12 Ekim 2001	CCC-***	Caa3*	-
33	30 Ekim 2001	-	-	CC***
34	2 Kasım 2001	CC****	-	-
35	6 Kasım 2001	C****	-	SD
36	3 Aralık 2001	DDD	-	-
37	21 Aralık 2001	-	Ca*	-
38	20 Ağustos 2003	-	Caa1*	-
39	14 Ocak 2005	D	-	-
40	1 Haziran 2005	-	-	B-*
41	3 Haziran 2005	DDD	-	-
42	29 Haziran 2005	-	B3*	-
43	14 Aralık 2005	RD	-	-
44	23 Mart 2006	-	-	B*
45	2 Ekim 2006	-	-	B+*
46	16 Ocak 2007	-	B3**	-
47	25 Nisan 2008	-	-	B+***
48	11 Ağustos 2008	-	-	B*
49	14 Ağustos 2008	-	B3*	-
50	31 Ekim 2008	-	-	B-*
51	12 Temmuz 2010	B*	-	-
52	13 Eylül 2010	-	-	B*
53	23 Nisan 2012	-	-	B***
54	17 Eylül 2012	-	B3***	-
55	30 Ekim 2012	B****	-	B-***
56	27 Kasım 2012	CC	-	-
57	10 Eylül 2013	-	-	CCC+***
58	17 Mart 2014	-	Caa1*	-
59	17 Haziran 2014	-	-	CCC-***
60	1 Temmuz 2014	-	-	CCC-****
61	30 Temmuz 2014	-	-	D
62	31 Temmuz 2014	D	Caa1***	-
63	2 Kasım 2015	-	Caa1*	-
64	24 Kasım 2015	-	Caa1**	-
65	15 Nisan 2016	-	B3*	-
66	6 Mayıs 2016	-	-	B-*
67	10 Mayıs 2016	B	-	-
TOPLAM (Derecelendirme Sayısı)		16	26	30

*Durağan Görünüm

**Pozitif Görünüm

***Negatif Görünüm

****Negatif İzleme

*****Pozitif İzleme

Kaynak : <http://www.tradingeconomics.com/argentina/rating> (Yalnızca Artış-Azalışlar)

2.2.3. Brezilya

Tablo 2.31 Brezilya'ya Ait 2015 Yılı Genel Ekonomik Göstergeler.

GSYİH (Milyon Dolar)	KBGSYİH (Dolar)	Büyüme Oranı (%)	Nüfus	Yüzölçümü (km ²)	Başkent
1.804.782	15.048	-3.8	207.847.528	8.547.400	Brasilia

Kaynak : www.data.worldbank.org/country/brazil, Erişim Tarihi : 09.02.2017.

2.2.3.1 Brezilya'nın Ekonomik Görünümü

Latin Amerika'nın en büyük, dünyanın yedinci büyük ekonomisi olan Brezilya, Latin Amerika ve Karayipler bölgesindeki en büyük ve en fazla ürün çeşitliliğine sahip sanayi ülkesidir. Ayrıca, Brezilya Ürün çeşitliliğinin de getirdiği birçok tarım ürünü (kahve, soya, şeker kamışı, kakao, pirinç, kakao, mısır, portakal, pamuk, buğday, tütün), canlı hayvan ürünü (et, tavuk eti), ağaç ürünü (kağıt, kağıt hamuru), deri ve ayakkabı ile mineral ve metal ürünü (demir-çelik ve alüminyum) üzerinde dünya genelinde karşılaştırmalı üstünlüğü elinde bulundurmaktadır. Brezilya, 1990'lı yıllar itibariyle liberalizasyon çabalarının neticesi olarak özellikle otomotiv sanayi ve altyapı modernizasyonunda özelleştirme ve DYSY'ler sayesinde önemli adımlar ve gelişmelere konu olmuştur. Brezilya bu gelişmelerle birlikte hızlı bir ekonomik büyüme trendi yakalayarak IMF'e olan borçlarını bitirmiş, hatta anılan örgüte kaynak aktaran ülke konumuna geçmiştir(www.mfa.gov.tr/brezilya-ekonomisi.tr.mfa Erişim Tarihi : 15.08.2016).

Brezilya, 2005 yılı sonu itibariyle IMF'ye olan borcunu tamamen ve vaktinden önce ödemeyi başarmış ve 2009 yılında IMF'ye kaynak (10 milyar dolar) aktarabilen ülke konumuna gelmiştir. 2008 yılında Küresel ekonomik krizi nispeten az hasarla atlattığı başarılı Brezilya, bu süreçte dış ticarete kayıplara uğramasına rağmen 2010 yılını dış ticarete ticaret fazlasıyla kapatabilmiştir. Örneğin, Brezilya'nın 2010 yılı için ticaret fazlası 20,3 milyar ABD doları olarak kaydedilmiş, fakat bu rakam, 2009 yılına kıyasla 25,3 milyar ABD doları olarak kaydedilen dış ticaret fazlasından %19,7 oranında düşük seviyede gerçekleşerek, küresel ekonomik krizin etkisi az da olsa gözlemlenmiştir (DEİK 2015).

2050'li yıllarda Brezilya'nın, Rusya, Hindistan ve Çin (BRIC Ülkeleri) ile birlikte dünya ekonomisine yön verecek ülkelerden biri olacağı tahminlerde ortaya konulmaktadır. Yeni petrol rezervleri ile gelecekte petrol üreticileri arasında iyi bir yerde olması beklenen Brezilya'nın küresel ekonomik krize rağmen BRIC ülkeleri arasında varlığını sürdürmesinde, tedarikçi ülke olması ve zengin doğal kaynaklarının bulunmasının rolü büyüktür (DEİK 2015). Brezilya'nın sanayisinde önde gelen sektörler: çelik, sivil havacılık, kimyasal malzemeler, petrokimya ürünleri, ayakkabı, makine, motorlar, taşıt araçları, oto yedek parçaları, dayanıklı tüketim malları, çimento ve kereste olarak görülmektedir (<http://www.worldbank.org/en/country/brazil>).

2.2.3.2 Ekonomi Politikaları

Brezilya, özellikle otomotiv sanayi ve altyapı modernizasyonunda özelleştirme ve doğrudan yabancı yatırımlar sayesinde önemli gelişmeler sağladığı ve ürün çeşitliliğini artırarak bazı ürünlerde karşılaştırmalı üstünlüğe sahip olduğu daha önceki bölümde vurgulanan, Brezilya'nın göreceli olarak kapalı ekonomik niteliği halen korunmaktadır (DEİK 2015 :2).

Son yıllarda ülke ekonomisi politikalarını üç hedefe doğru yönlendirmiş pozisyonundadır, bunlar(DEİK, 2015:3);

- a. Enflasyonun kontrolü,
- b. Dış ticaret dengesi,
- c. Ekonomik kalkınmanın desteklenmesidir.

Dünyanın; IMF'ye göre 10'uncu, Dünya Bankası verilerine göre ise 8'inci büyük ekonomisi olan Brezilya, Latin Amerika'da en büyük ekonomiye sahip ülkedir. Ülkenin en önemli sorunu sosyal sınıflar arasındaki derin gelir dağılımı, eğitim ve yaşam kalitesi eşitsizliğinin yol açtığı şiddet ve asayiş problemleridir. UNDP¹⁵ raporuna göre Brezilya, dünyada gelir dağılımı yönünden adaleti ve eşitliği sağlayamamış 7'inci ülke durumundadır (www.mfa.gov.tr/brezilya-ekonomisi.tr.mfa Erişim Tarihi: 15.08.2016).

2.2.3.3 Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları

İstikrarlı ve sürdürülebilir bir kalkınma için; yabancı sermayeyi teşvik politikalarına öncelik verilen, mevcut iktidarların sol söylemleri ve kamulaştırma çabalarına rağmen genel olarak ihracat dayalı kalkınma politikalarının izlendiği ülkede, kamu yönetiminde şeffaflık ve rüşvetle mücadele politikaları ile birlikte yabancı yatırımcıyı teşvik ederek, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına giderek artan bir önem verildiği gözlemlenmektedir (DEİK 2015).

Brezilya'da yabancı yatırımlara uygun koşullar sağlanmasına rağmen, devlet tekelinde olan petrol arama ve çıkarma, iletişim-medya, maden cevherleri, atom enerjisi, madenler ve diğer minerallerin araştırma ve çıkarılması, kırsal bölgelerde mülkiyet edinme, hava taşımacılığı ve finans sektörünün bazı dallarında yabancı yatırımlara genel olarak kısıtlama ve engeller söz konusudur. Anayasaya yapılan değişiklikler ile yerli ve yabancı sermayeye sağlanan teşvikler arasındaki farklılığın ortadan kaldırılmasına yönelik

¹⁵ UNDP : United Nations Development Programme- Birleşmiş Milletler Gelişim Programı.

çalışmalar devam etmektedir. Bu kapsamda devlet tekelinde yer alan telekomünikasyon, petrol ve doğal gaz dağıtımını gibi sektörler özelleştirmeye açılmıştır (DEİK 2015).

Brezilya hükümeti, ekonomik büyümeye katkıda bulunacağı düşünülen ve hükümetin öncelikli alanlar listesinde yer bulan sektörlerde genel olarak yatırımlara teşvik vermektedir. Bu alanlara bakıldığında; tarım, teknoloji, emek ağırlıklı sanayi kolları ile ihtiyacı ithalat yoluyla karşılanan malların üretimini kapsadığı görülmektedir. Diğer taraftan Turizm, ağaçlandırma, gemi yapımı, selüloz, kimya, petro-kimya, otomotiv, uçak sanayi ile tekstil ve gıda sektörleri de teşvik sağlanan sektörler olarak öne çıkmaktadır. Ülkeye gelen yabancı sermayenin Merkez Bankasında kaydedilmesi zorunlu olmakla birlikte bu durum, yatırımcının ve yapılan yatırım miktarının tespiti için de gereklidir. Ayrıca, yatırımdan elde edilen karın yatırımcı ülkeye ödenmesi ve transferi yatırımın yapıldığı para birimi üzerinden gerçekleştirilmektedir (DEİK 2015).

Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Örgütü (UNCTAD) tarafından yayınlanan 2014 Dünya Yatırım Raporu'na göre Brezilya; Hong Kong, Çin ve Singapur ile birlikte gelişmekte olan ülkeler arasında en fazla yabancı sermaye stokuna sahip ülkelerden biri olarak görülmektedir. Küreselleşme ve ülkenin büyüme rakamlarının da etkisiyle DYSY girişinin yanısıra yurtdışına yönelik yatırım miktarında da artış yaşanmıştır. Bu kapsamda pek çok Brezilya firması stratejilerini dış pazarlara ulaşma üzerine kurmaktadır (UNCTAD WIR 2016).

Tablo 2.32'de Brezilya'ya yapılan 2010-2015 yıllarını kapsayan DYSY giriş ve çıkışları görülmektedir. Burada Brezilya'ya 2015 yılında yapılan 64.648 milyon dolar yatırımın 2014 ile kıyaslandığında %11 seviyelerinde bir azalış görülmektedir.

Brezilya'da yerli ve yabancı yatırımcılar genel itibarıyla aynı kurallara tabi tutulmakla birlikte ülkeye yatırım yapacak yabancı yatırımcı için sağlık, medya, havacılık, arsa, nükleer enerji, hava ve deniz taşımacılığı gibi bazı alanlarda kısıtlamalar mevcuttur. Bölgesel bazda oluşturulan bazı projelere hükümet tarafından kaynak sağlanabilmekle birlikte geri kalmış bölgelerin kalkınmasını hızlandırmak amacıyla bu bölgelere vergi avantajları verilmektedir. Bölgesel kalkındırma teşvikleri ile bölgede bulunan serbest bölgeler aracılığıyla sağlanabilmektedir (DEİK, 2015).

Tablo 2.32 Brezilya'ya ait Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırım Giriş ve Çıkışları

DYSY Girişleri (milyon dolar)						DYSY Çıkışları (milyon dolar)					
2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015
83.749	96.152	76.098	53.060	73.086	64.648	22.060	11.062	5.301	1.180	2.230	3.072

Kaynak : UNCTAD, World Investment Report, 2016

2.2.3.4 Dış Ticaret (İhracat/İthalat)

Brezilya, geleneksel pazarını teşkil eden Amerika kıtası ve Avrupa Birliği'nin yanı sıra son dönemlerde Afrika, Orta Doğu, Doğu Avrupa ve Asya pazarlarına ihracatını önemli ölçüde artırmış, Güney-Güney ticareti olarak tanımlanan ve dünya ticaretinde giderek daha ağırlık kazanan eğilimde Brezilya'nın payı büyük olmuştur. Tarım ürünlerinin yanı sıra uçak, otomotiv, demir, kimyasallar, makine, ayakkabı, kağıt, elektrik ve elektronik gibi endüstri ürünleri de önemli ihraç kalemleri arasına girmiştir. Brezilya'nın 2016 yılı toplam ithalatı 137 milyar dolar, ihracatı ise 185 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 2.33 Brezilya'nın İhracatında Öne Çıkan Başlıca Ülkeler (milyon dolar)

S.No	Ülke Adı	2012	2013	2014	2015	2016
1	Çin	41.227	46.026	40.616	35.607	35.133
2	ABD	26.849	24.865	27.144	24.215	23.299
3	Arjantin	17.997	19.615	14.281	12.800	13.417
4	Hollanda	15.040	17.325	13.035	10.044	10.322
5	Almanya	7.277	6.551	6.630	5.171	4.860
34	Türkiye	1.207	957	1.308	1.335	1.446
Toplam		242.579	242.178	225.100	191.126	185.235

Kaynak : ITC Trade Map, (www.trademap.org).

Tablo 2.33 'de Brezilya'nın 2014 yılı ile kıyasla toplam ihracatındaki %17 daralmaya rağmen, Türkiye ile bu dönem içerisinde ihracat hacmini artırması, Türkiye'nin 2014 yılında Brezilya'nın ihracat yaptığı ülkeler içerisinde 37. sırada iken, 2016 yılında 34.sıraya yükselmesine neden olmuştur.

Brezilya'nın ihracatında öne çıkan bazı ürünler; demir cevherleri, soya, ham petrol, şeker, tavuk eti, soya küspesi, kahve, dondurulmuş sığır eti, odun hamuru, mısır, petrol yağları, uçaklar, binek otomobil, kara taşıtlarının aksam ve parçaları, alüminyum oksit, tütün, altın, demir-çelik ürünleri ile meyve ve sebze sularıdır (DEİK,2015:3). İhracatında önde gelen ticaret ortakları ise Çin, ABD ve Arjantin olarak görülmektedir. İhracatındaki ilk 10 ülkenin toplam ihracatı içindeki payı %56'dır. Türkiye ise Brezilya'nın ihracatında 34. sırada yer almakta olup, toplam ihracatı içinde %0,8'lik bir paya sahiptir (DEİK 2015: 5).

Tablo 2.34 Brezilya'nın İthalatında Öne Çıkan Başlıca Ülkeler (milyon dolar)

S.No	Ülke Adı	2012	2013	2014	2015	2016
1	ABD	32.607	36.280	35.299	26.761	24.099
2	Çin	34.248	37.302	37.340	30.719	23.363
3	Almanya	14.208	15.182	13.837	10.376	9.130
4	Arjantin	16.444	16.462	14.143	10.284	9.084
5	G.Kore	9.097	9.491	8.526	5.420	5.448
50	Türkiye	964	1.144	882	566	397
Toplam		223.149	239.620	229.060	171.446	137.552

Kaynak : ITC Trade Map, (www.trademap.org).

Tablo 2.34'de Brezilya'nın 2014 yılı ile kıyasla toplam ithalatındaki %40 daralması Türkiye ile ithalat hacminin 397 milyon dolar seviyelerine düşmesine neden olmuş, Türkiye'nin Brezilya'dan ithalat rakamlarındaki artışa rağmen ihracatındaki azalma ticaret dengesini Brezilya lehine bozmuş görülmektedir.

2.2.3.5 Brezilya'nın Derecelendirme Faaliyetleri

Brezilya'ya ait kredi notları incelendiğinde 18 Ekim 1986 tarihinde Moody's ile başlayan derecelendirme süreci 1994 yılı sonlarında S&P ve Fitch'in de katılması ile piyasa hakimiyeti olan üç kuruluştan da kredi notuna sahip olmuştur.

Tablo 2.35 Brezilya'nın 1985-2016 Yılları Arasında Kredi Derecelendirme Kuruluşlarından Almış Olduğu Notlar

S.No.	Tarih	FITCH	MOODY'S	S&P
1	18 Ekim 1986	-	Ba1*	-
2	04 Aralık 1987	-	B1*	-
3	28 Mart 1989	-	B2*	-
4	05 Ekim 1994	-	B2****	-
5	30 Kasım 1994	-	B1*	B**
6	01 Aralık 1994	B+	-	-
7	18 Temmuz 1995	-	-	B+*
8	20 Aralık 1995	-	-	B+**
9	02 Nisan 1997	-	-	BB-*
10	03 Eylül 1998	-	B2*	-
11	10 Eylül 1998	-	-	BB-***
12	14 Ocak 1999	-	-	B+***
13	26 Ocak 1999	B	-	-
14	10 Kasım 1999	-	-	B+*
15	22 Şubat 2000	B+	-	-
16	29 Şubat 2000	-	-	B+**
17	19 Mayıs 2000	BB-	-	-
18	17 Ağustos 2000	-	B2****	-
19	21 Eylül 2000	BB-*	-	-
20	16 Ekim 2000	-	B1*	-
21	03 Ocak 2001	-	-	BB-*
22	17 Temmuz 2001	BB-***	-	-
23	09 Ağustos 2001	-	-	BB-***
24	27 Şubat 2002	-	B1**	-
25	04 Haziran 2002	-	B1*	-
26	20 Haziran 2002	B+***	B1***	-
27	02 Temmuz 2002	-	-	B+***
28	01 Ağustos 2002	B+****	-	-
29	12 Ağustos 2002	-	B2*	-
30	21 Ekim 2002	B***	-	-
31	10 Mart 2003	B*	-	-
32	29 Nisan 2003	-	-	B+*
33	03 Haziran 2003	B**	-	-
34	06 Kasım 2003	B+*	-	-
35	11 Aralık 2003	-	-	B+**
36	09 Eylül 2004	-	B1*	-
37	17 Eylül 2004	-	-	BB-*
38	28 Eylül 2004	BB-*	-	-
39	11 Ekim 2005	BB-**	-	-
40	12 Ekim 2005	-	Ba3*	-
41	08 Kasım 2005	-	-	BB-**
42	28 Şubat 2006	-	-	BB*

S.No.	Tarih	FITCH	MOODY'S	S&P
43	28 Haziran 2006	BB*	-	-
44	01 Ağustos 2006	-	Ba3****	-
45	31 Ağustos 2006	-	Ba2*	-
46	22 Kasım 2006	-	-	BB**
47	05 Şubat 2007	BB**	-	-
48	10 Mayıs 2007	BB+*	-	-
49	16 Mayıs 2007	-	-	BB+**
50	24 Mayıs 2007	-	Ba2****	-
51	23 Ağustos 2007	-	Ba1*	-
52	30 Nisan 2008	-	-	BBB-*
53	29 Mayıs 2008	BBB-*	-	-
54	06 Temmuz 2009	-	Ba1****	-
55	22 Eylül 2009	-	Baa3**	-
56	28 Haziran 2010	BBB-**	-	-
57	04 Nisan 2011	BBB*	-	-
58	23 Mayıs 2011	-	-	BBB-**
59	20 Haziran 2011	-	Baa2**	-
60	17 Kasım 2011	-	-	BBB*
61	06 Haziran 2013	-	-	BBB***
62	02 Ekim 2013	-	Baa2*	-
63	24 Mart 2014	-	-	BBB-*
64	09 Eylül 2014	-	Baa2***	-
65	09 Nisan 2015	BBB***	-	-
66	28 Temmuz 2015	-	-	BBB-***
67	11 Ağustos 2015	-	Baa3*	-
68	09 Eylül 2015	-	-	BB+***
69	15 Ekim 2015	BBB-***	-	-
70	09 Aralık 2015	-	Baa3****	-
71	16 Aralık 2015	BB+***	-	-
72	17 Şubat 2016	-	-	BB***
73	24 Şubat 2016	-	Ba2***	-
74	05 Mayıs 2016	BB***	-	-
TOPLAM (Derecelendirme Sayısı)		24	26	26

*Durağan Görünüm

**Pozitif Görünüm

***Negatif Görünüm

****Negatif İzleme

*****Pozitif İzleme

Kaynak : <http://www.tradingeconomics.com/brazil/rating> (Brezilya'nın 1986-2016 Dönemi Not Hareketleri (Yalnızca Artış-Azalışlar))

The Economist dergisinde 2016 yılı ülke risk raporunda belirtildiği üzere Brezilya bağımsızlık, döviz kuru, ekonomik yapı ve ülke riski açısından "BB" risk notu ile istikrarlı bir durum sergilemektedir. Politik risk ve bankacılık sektörüne ilişkin risk notu da "BB" dir.

2.2.4. Çin

Tablo 2.36 Çin'e Ait 2015 Yılı Genel Ekonomik Göstergeler.

GSYİH (Milyon Dolar)	KBGSYİH (Dolar)	Büyüme Oranı (%)	Nüfus	Yüzölçümü (km ²)	Başkent
11.065.000	8.659	6.9	1.371.000.000	9.561.000	Pekin

Kaynak: www.worldbank.org/en/country/china, Erişim Tarihi : 09.02.2017.

2.2.4.1 Ekonomik Görünümü

Çin küresel güç olma yolunda son dönemde yabancı sermayeyi çekme konusunda çok başarılı olmuş, 1990'lı yıllar itibariyle gelişmekte olan ülkelere yapılan yatırımlarda

önde gelen ülke olmuştur. Çin tarafından yabancı yatırımlara ayrıcalıklı muamele yerine ülkenin bu anlamda bir doyuma ulaştığı düşüncesi ile yerli ve yabancı yatırımlara eşit muamele anlamına gelen uluslararası kabul görmüş, “Milli Muamele” ilkesi uygulamaya konulmuş, bununla birlikte altyapının zayıf olduğu batı ve iç bölgelerde özellikle uzun vadeli projeler için bazı özel teşvikler planlamalara dahil edilmiştir (DEİK 2014).

Çin'in Dış Ticaret Kanunu 1995'te yürürlüğe girmiş, yabancı sermayeli kuruluşlar istisna tutularak, dış ticaret faaliyetleri planlama mekanizması ilkeleri doğrultusunda Dış Ticaret ve Ekonomik İşbirliği Bakanlığı tarafından yürütülmektedir. İthalatta “plan” yerli üretimi korumak ve döviz rezervini kontrol etmek amacı ile önemini devam ettirmektedir (www.mfa.gov.tr/cin-ekonomisi.tr.mfa Erişim Tarihi: 15.08.2016).

2015 yılındaki ekonomik performansa bakıldığında Çin'in GSYİH'sı 11,2 trilyon dolara ulaşmıştır. Enflasyon %1,5 seviyesinde gerçekleşirken kentsel kayıtlı işsizlik oranı %4,1'e inmiştir. Ayrıca, 13,1 milyon yeni istihdamla bu alanda rekor kırılmıştır. Dış ticaret hacmi 4 trilyon dolar seviyesini aşmıştır. Böylece Çin, dış ticaret hacmi açısından dünyanın en büyük ülkesi olmuştur. 2015 yılında dış ticaret hacmi için %5,6 oranında artış kaydetmiştir. Diğer taraftan, hizmet sektörünün ekonomideki payı %46,1'e ulaşarak ilk kez sanayi sektörünü geride bırakmıştır (Ekonomi Bakanlığı 2016).

2.2.4.2 Ekonomi Politikaları

Merkezi planlamadan ayrıldığı 1978 yılından itibaren Çin, yılda ortalama %10 seviyelerinde büyümektedir. Özellikle ülkenin doğu kıyıları yoğun bir şekilde gelişme göstermekte, fakat ekonomik büyümenin hızının istikrarlı olmadığı değerlendirilmektedir. Ülkenin tüketim eğiliminin artmasıyla, fiyatlar yükselmekte, yabancı yatırımlar ve şehirde kişi başına düşen gelir artmaktadır. Ülke için yapılan bazı değerlendirmelerde Çin'in resmi olarak açıklanandan çok daha hızlı büyüdüğünü vurgulanmaktadır (DEİK 2014).

2.2.4.3 Doğrudan Yabancı Yatırımların Görünümü

Yatırımlar, hammadde zengini gelişmekte olan ülkelerden gelişmiş teknolojiye, markalara ve küresel dağıtım ağlarına erişim sağlamak için gelişmiş ülkelere kaymaktadır. 2010 yılında değer olarak en büyük 10 şirket satın alma ve birleşmelerinin yarısı gelişmiş ülkelerde gerçekleşirken 2016'da ise en büyük 10 şirket satın alma ve birleşmelerinin 9'u gelişmiş ülkelerde gerçekleşmiştir. Geçmişte, Çin'in büyük kamu şirketlerinin yurtdışı yatırımları dikkat çekmesine rağmen son zamanlarda özel sektör firmalarının yurtdışı yatırımlarındaki iddialı yükselişi göze çarpmaktadır (www.mfa.gov.tr/cin-ekonomisi.tr.mfa Erişim Tarihi : 15.08.2016).

Tablo 2.37’de Çin’e yapılan 2010-2015 yıllarını kapsayan DYSY giriş ve çıkışları görülmektedir. Burada Çin’e 2015 yılında yapılan 135.610 milyon dolar yatırımın 2014 ile kıyaslandığında yaklaşık %6 seviyelerinde bir artış görülmektedir. Seçilmiş G-20 ülkeleri ile kıyaslandığında yatırımlarındaki istikrarlı artış göze çarpmaktadır.

Tablo 2.37 Çin’e ait Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırım Giriş ve Çıkışları

DYSY Girişleri (milyon dolar)						DYSY Çıkışları (milyon dolar)					
2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015
114.734	123.985	121.080	123.911	128.500	135.610	68.811	74.654	87.804	107.844	123.120	127.560

Kaynak : UNCTAD, World Investment Report, 2016.

Çin’de yatırım teşvikleri belirli ülkeler veya bölgeler bazında değil, genel olarak tercihli sektörler ve tercihli bölgeler ve şehirler bazında düzenlenerek mevcut ihtiyaçlar doğrultusunda revize edilmektedir. Örneğin, yeni tarım teknolojileri ve entegre tarımsal kalkınma, enerji, bazı ulaştırma alt sektörleri, özel hammadde projeleri ve yüksek teknoloji gibi sektörler desteklenmektedir. Bununla birlikte, eski teknoloji, çevreye ve enerji kullanımına duyarlı olmayan projeler, bazı ulaştırma alt sektörleri ile madencilik ve mineral sektörleri kısıtlı olarak desteklenmektedir. Diğer taraftan, yabancı yatırımcıya savunma alanında ve çevreye duyarlı olmayan, yoğun enerji tüketimine yönelik projelerde yatırım izini verilmemektedir(T.C.ekonomi Bakanlığı www.ekonomi.gov.tr, Erişim Tarihi: 09.09.2016).

2.2.4.4 Dış Ticaret (İhracat/İthalat)

Dış ticaret yapma hakkı devletin mülkiyetindeki Dış Ticaret şirketlerine ait olup Çin’de bireysel dış ticaret yapılması yasaklanmıştır. GATT Anlaşmasının 11. Maddesinin ihlali anlamına gelen durum DTÖ sistemine aykırıdır DTÖ’nün temel amacı bireylere ticaret yapabilme özgürlüğü vermektir. Bu kapsamda 1996 yılında Uruguay Round sonrasında kurulan DTÖ’nün ticaret serbestliği ilkesiyle Ekim 1998’de, Ocak 1999’dan itibaren ihracatın özel sektöre açıldığı duyurulmuştur. Bu tarihten sonra dış ticaret yapma izni olan özel firma sayısında önemli bir artış olduğu gözlemlenmiştir (www.mfa.gov.tr/cin-ekonomisi.tr.mfa Erişim Tarihi: 15.08.2016).

Tablo 2.38 Çin’in İhracatında Öne Çıkan Başlıca Ülkeler (milyon dolar)

S.No	Ülke Adı	2012	2013	2014	2015	2016
1	ABD	352.438	369.063	397.104	410.804	388.105
2	H.Kong	323.445	384.497	363.087	334.290	292.214
3	Japonya	151.626	150.132	149.410	135.896	129.450
4	G.Kore	87.673	91.164	100.334	101.474	94.659
5	Almanya	69.212	67.342	72.703	69.216	65.768
28	Türkiye	15.585	17.746	19.305	18.630	16.807
Toplam		2.048.782	2.209.007	2.342.343	2.281.855	2.118.980

Kaynak : ITC Trade Map, (www.trademap.org).

Tablo 2.38'de Türkiye'nin 2016 yılında Çin'in ihracat yaptığı ülkeler içerisinde 28. sırada yer almış ve Çin'in toplam ihracatı içerisinde aldığı pay binde 8 düzeylerinde kalmıştır. 2016 yılı için Çin'in ihracatında ilk sırayı alan ülkeler sırasıyla ABD, Hong Kong, Japonya, G.Kore ve Almanya olmuştur.

Tablo 2.39 Çin'in İthalatında Öne Çıkan Başlıca Ülkeler (milyon dolar)

S.No	Ülke Adı	2012	2013	2014	2015	2016
1	G.Kore	168.728	183.072	190.105	174.563	159.168
2	Japonya	177.832	162.245	162.841	143.092	145.771
3	Taiwan	132.199	156.405	151.996	144.980	139.715
4	ABD	133.765	153.394	159.841	150.543	135.047
5	Almanya	91.933	94.156	104.991	87.689	86.118
55	Türkiye	3.511	4.486	3.703	2.959	2.775
Toplam		1.818.199	1.949.992	1.958.021	1.681.670	1.588.695

Kaynak : ITC Trade Map, (www.trademap.org).

Tablo 2.39'da Çin'in 2014 yılı ile kıyasla toplam ithalatındaki %19 daralması Türkiye ile ithalat hacminin 2014 yılına kıyasla 2.775 milyon dolar seviyelerine düşmesine yaklaşık %23 seviyelerinde daralmasına neden olmuştur. Yine Tablo 2.39'da Çin'in ithalatında 2016 yılı için ilk sıraları G.Kore, Japonya ve Taiwan'ın aldığı görülmektedir.

2.2.4.5 Çin'in Kredi Derecelendirme Faaliyetleri

Çin'in derecelendirme faaliyetleri 18 Mayıs 1988 tarihinde Moody's şirketinin notlamasıyla başlamış, daha sonra 20 Şubat 1992'de S&P ve 11 Aralık 1997 tarihinde de Fitch'in notlaması ile piyasa hakimiyetine sahip üç kuruluş tarafından derecelendirme faaliyetine tabi tutulmuştur. Çin notlanmaya başladığı 1988 yılından bugüne yatırım yapılabilir ülke seviyesindedir.

Tablo 2.40 Çin'in 1988-2016 Yılları Arasında Kredi Derecelendirme Kuruluşlarından Almış Olduğu Notlar

S.No.	Tarih	FITCH	MOODY'S	S&P
1	18 Mayıs 1988	-	A3*	-
2	08 Kasım 1989	-	Baa1*	-
3	20 Şubat 1992	-	-	BBB*
4	19 Temmuz 1993	-	-	BBB**
5	10 Eylül 1993	-	A3*	-
6	14 Mayıs 1997	-	-	BBB+*
7	11 Aralık 1997	A-	-	-
8	19 Şubat 1998	-	A3***	-
9	16 Temmuz 1998	-	-	BBB+***
10	20 Temmuz 1999	-	-	BBB*
11	21 Eylül 2000	A-*	-	-
12	14 Ağustos 2001	-	A3*	-
13	22 Kasım 2002	-	A3**	-

S.No.	Tarih	FITCH	MOODY'S	S&P
14	15 Nisan 2003	-	-	BBB**
15	14 Mayıs 2003	A*	-	-
16	13 Ekim 2003	A-**	-	-
17	15 Ekim 2003	-	A2*	-
18	17 Şubat 2004	-	-	BBB+**
19	19 Temmuz 2005	-	-	A-**
20	16 Ekim 2005	A*	-	-
21	27 Temmuz 2006	-	-	A*
22	13 Eylül 2006	A**	-	-
23	30 Mayıs 2007	-	A2**	-
24	26 Temmuz 2007	-	A1*	A**
25	05 Kasım 2007	A+*	-	-
26	31 Temmuz 2008	-	-	A+*
27	09 Kasım 2009	-	A1**	-
28	11 Kasım 2010	-	Aa3**	-
29	16 Aralık 2010	-	-	AA-*
30	16 Nisan 2013	-	Aa3*	-
31	02 Mart 2016	-	Aa3***	-
32	31 Mart 2016	-	-	AA-***
TOPLAM (Derecelendirme Sayısı)		7	13	13

*Durağan Görünüm

**Pozitif Görünüm

***Negatif Görünüm

****Negatif İzleme

*****Pozitif İzleme

Kaynak : <http://www.tradingeconomics.com/china/rating> (Yalnızca Artış-Azalışlar)

2.2.5. Hindistan

Tablo 2.41 Hindistan'a Ait 2015 Yılı Genel Ekonomik Göstergeler.

GSYİH (Milyon Dolar)	KBGSYİH (Dolar)	Büyüme Oranı (%)	Nüfus	Yüzölçümü (km ²)	Başkent
2.089.000	1.820	7.9	1.311.000.000	3.287.263	Yeni Delhi

Kaynak : www.worldbank.org/country/india , Erişim Tarihi : 09.02.2017).

2.2.5.1 Ekonomik Görünümü

Hindistan ekonomisi iki farklı yapıya sahiptir. Bunlar; orta sınıfın en zekilerini çalıştıran modern ve küresel rekabet gücüne sahip bilgiye dayalı hizmetler sektörü ve diğer tarafta çoğunlukla eğitimi az işgücünün çalıştığı ve rekoltesi yağışlara bağlı tarım sektörünün yer aldığı yapıdır. İmalat sektörü genel olarak kalitesiz mallar nedeniyle yetersiz olmakla birlikte, bu durum son yıllarda değişim çabası içerisindedir. Hizmet sektöründeki güçlü büyümenin bir sonucu olarak sektörün GSYİH içinde payı 2012 yılında %56,3 olarak gerçekleşirken, tarımın payı %17,5, sanayinin payı ise %26,2 olmuştur. 2015 yılı sonunda bu oranların hizmet için %58,9, sanayi için %24,5 ve tarım sektörü için %16,6 olması ülke ekonomisi beklentilerinde yer almaktadır (Ekonomi Bak.lığı UDY 2015).

Hindistan, özellikle kırsal alanda dünyadaki en kötü insani gelişim endekslerini taşımaktadır. Buna karşın, Hindistan'ın çok sayıda yüksek nitelikli işgücü ve aynı zamanda birkaç uluslararası endüstriyel gruba da sahip olduğu bilinmektedir (DEİK 2011).

2.2.5.2 Ekonomi Politikaları

Hindistan başlattığı son ekonomik reformlar sayesinde 1990'lı yıllardan itibaren ekonomik büyümesini geçici olmaktan çıkarmış ve önceki yıllardan daha yüksek bir büyüme oranı yakalamıştır. 2003 yılından itibaren her yıl %8'in üzerinde gerçekleşen ve 2006 yılında %9,7 ile tepe noktasına ulaşan reel büyüme oranı bunun en büyük göstergesi olarak görülmektedir. 2008 yılında ise küresel ekonomik krizin etkisiyle ekonomik büyüme %6,1 oranında gerçekleşmiş, Hindistan hükümetin geniş kapsamlı mali canlandırma paketinin uygulamaya konulmaması durumunda bu büyüme oranı çok daha düşük oranda gerçekleşebileceği değerlendirilmiştir. Bahse konu mali canlandırma paketinin uygulanması ile kamu harcamaları büyümenin yaklaşık üçte birine katkı sağlamıştır. Nitekim, yüksek büyümenin gerçekleştiği 2003 ve 2007 yıllarında kamu harcamalarının büyümeye katkısının sadece %6 olduğu düşünüldüğünde, kamu harcamalarının yüksek bir ivme kazandığı gözlenmiştir. Buna mukabil, yüksek büyüme döneminde büyümenin yaklaşık yarısını oluşturan özel tüketim 2008 yılında dramatik bir şekilde azalarak büyümenin ancak %27'sini teşkil edebilmiştir. Bu arada Hindistan'ın net ithalatçı olmasının ekonomiye negatif etkisi 2008 yılında gerçekleşen küresel ekonomik krizin de etkisiyle hızlanmıştır. Ekonomideki en iyi gelişme ise ekonomik faaliyetler içindeki yatırımlardır (DEİK 2011).

2.2.5.3 Doğrudan Yabancı Yatırımların Görünümü

Hindistan ekonomisinde yabancı yatırımcılar şirketin öz sermayesi, şirket karar alma sürecinde oy hakkı, zorunlu devlet onaylamaları ve sermaye kontrolleri vasıtasıyla kontrol altında tutmaya çalışılarak bazı engellerle karşı karşıya kalmıştır. 1991 yılı itibariyle devlet bu kısıtlamaları azaltmayı amaçlayan ekonomik reformlar uygulamaya koymaktadır. Bu reform hareketlerine rağmen hala bir dizi karmaşık kısıtlama ve engeller söz konusudur. Yabancı yatırımların hala daha bazı sektörlerde yasaklı olduğu Hindistan Ekonomisinin bir gerçeğidir (DEİK 2011).

Liberal politikalara doğru bir yöneliş olmasına rağmen, Hindistan'da yatırım yapma süreci her zaman şeffaf olarak işlememektedir. Ocak 2005' itibariyle yeni yapılacak yabancı yatırımlar üzerinde kısıtlamalar kısmende olsa azaltılma yoluna gidilmiştir. Getirilen yeni düzenlemeler ile eski ortak girişimler üzerindeki kısıtlamalar devam etsede, yeni yatırımcılara kendi ticari koşulları hakkında müzakere imkanı sağlamaktadır. Yine aynı şekilde bu düzenlemeler ile yerel firmanın, yabancı ortağının iş stratejisini kısıtlama yetkisi de azaltılma yoluna gidilmiştir, ancak şirketin elden çıkarılması ve tasfiyesine ilişkin

işlemlere yönelik mevcut ortaklıklar için belirsizlikler devam etmektedir (TC Ekonomi Bakanlığı, www.ekonomi.gov.tr, Erişim Tarihi : 09.09.2016).

Hindistan'da özelleştirme politikaları kapsamında yabancı yatırımcılar devlet mallarının satışlarına yönelik teklif verebilmektedirler. Yabancı yatırımcılar yatırımları süresince Hindistan vatandaşı gibi muamele görmekle birlikte, lisans gerektiren bazı sektörlerde yabancı yatırımcılara işlemlerde ayrımcılık yapılmamaktadır. Buna rağmen bazı tüketim mallarında ihracat zorunlulukları ve yerli mamül kullanma zorunluluğu vardır (TC Ekonomi Bakanlığı, www.ekonomi.gov.tr, Erişim Tarihi: 09.09.2016).

Mevcut şirketler de yabancı ortaklığa gidebilmek için otomatik yatırım izni alabilmektedir. Bunun için bazı koşullar şunlardır (DEİK 2011):

- Yabancı payı artışı şirketin öz sermayesi artışı ile birlikte olmalıdır (yabancı yatırımcı mevcut hisseleri satın almak yoluyla yatırım yapamaz),
- Yapılan yatırım döviz girdisi sağlamalıdır,
- Hindistan şirketinin yönetim kurulu buna onay vermelidir.

Tablo 2.42'de Hindistan'a yapılan 2010-2015 yıllarını kapsayan DYSY giriş ve çıkışları görülmektedir. Burada Hindistan'a ait 2015 yılında gerçekleşen 44.208 milyon dolar yatırımın 2014 ile kıyaslandığında %28 seviyelerinde bir artış görülmektedir.

Tablo 2.42 Hindistan'a ait Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırım Giriş ve Çıkışları

DYSY Girişleri (milyon dolar)						DYSY Çıkışları (milyon dolar)					
2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015
27.417	36.190	24.196	28.199	34.582	44.208	15.947	12.456	8.486	1.679	11.783	7.501

Kaynak : UNCTAD, World Investment Report, 2016

2.2.5.4 Dış Ticaret (İhracat/İthalat)

Tablo 2.43 Hindistan'ın İhracatında Öne Çıkan Başlıca Ülkeler (milyon dolar)

S.No	Ülke Adı	2012	2013	2014	2015	2016
1	ABD	37.170	41.956	42.684	40.312	41.992
2	BAE	35.781	33.980	32.919	29.989	30.041
3	H.Kong	11.940	13.666	13.412	12.146	13.209
4	Çin	14.729	16.416	13.434	9.576	8.916
5	Birleşik Krallık	8.100	10.559	9.665	8.891	8.565
15	Türkiye	3.672	4.555	5.603	4.435	4.473
Toplam		289.564	336.611	317.544	264.381	260.326

Kaynak: ITC Trade Map, (www.trademap.org).

Tablo 2.43'de Hindistan'ın 2014 yılı ile kıyasla toplam ithalatındaki %18 daralma yaşanmış ve 2016 yılında toplam ihracatı 260.326 milyon dolara düşmüştür. Türkiye ile ihracat hacminin 4.473 milyon dolar seviyelerine düşmesi, yine 2014 yılı ile kıyasla Türkiye'ye ihracatında yaklaşık %20 seviyelerinde azalmaya neden olmuştur.

Tablo 2.44 Hindistan'ın İthalatında Öne Çıkan Başlıca Ülkeler (milyon dolar)

S.No	Ülke Adı	2012	2013	2014	2015	2016
1	Çin	54.140	51.635	58.230	61.604	60.483
2	ABD	24.105	22.600	20.439	20.463	20.395
3	BAE	37.799	32.964	27.287	20.283	19.240
4	S.Arabistan	32.826	36.596	32.703	21.353	18.460
5	İsviçre	28.718	24.659	21.133	21.113	14.855
44	Türkiye	1.052	872	1.347	989	1.129
Toplam		488.976	466.045	459.369	390.744	356.704

Kaynak : ITC Trade Map, (www.trademap.org).

Tablo 2.44'de Hindistan'ın 2014 yılı ile kıyasla toplam ithalatındaki %22 seviyelerindeki daralması Türkiye ile ithalat hacminin 1.129 milyon dolar seviyelerine düşmesine yaklaşık %16 seviyelerinde daralmasına neden olmuştur. Hindistan'ın ithalatında önemli yere sahip ülkeler Tablo 2.44'de sıralanmıştır.

2.2.5.5 Derecelendirme Faaliyetleri

Hindistan'ın derecelendirme faaliyetleri 28 Ocak 1988 tarihinde Moody's şirketinin notlamasıyla başlamış, daha sonra 13 Eylül 1990'da S&P ve 8 Mart 2000 tarihinde de Fitch'in notlaması ile piyasa hakimiyetine sahip üç kuruluşta derecelendirme faaliyetine tabi tutulmuştur.

Tablo 2.45 Hindistan'ın 1988-2016 Yılları Arasında Kredi Derecelendirme Kuruluşlarından Almış Olduğu Notlar

S.No.	Tarih	FITCH	MOODY'S	S&P
1	28 Ocak 1988	-	A2*	-
2	13 Eylül 1990	-	-	BBB*
3	04 Ekim 1990	-	Baa1*	-
4	07 Mart 1991	-	-	BBB-****
5	26 Mart 1991	-	Baa3*	-
6	29 Mayıs 1991	-	-	BB+
7	24 Haziran 1991	-	Ba2*	-
8	29 Eylül 1991	-	-	BB+*
9	14 Eylül 1994	-	Ba2****	-
10	01 Aralık 1994	-	Baa3*	-
11	01 Ekim 1996	-	-	BB+**
12	06 Ekim 1997	-	-	BB+*
13	08 Ocak 1998	-	Baa3****	-
14	22 Mayıs 1998	-	-	BB+***
15	19 Haziran 1998	-	Ba2*	-
16	22 Ekim 1998	-	-	BB*
17	06 Ekim 1999	-	Ba2**	-
18	08 Mart 2000	BB+	-	-

S.No.	Tarih	FITCH	MOODY'S	S&P
19	20 Mart 2000	-	-	BB**
20	21 Eylül 2000	BB+*	-	-
21	10 Ekim 2000	-	-	BB*
22	31 Mayıs 2001	BB+***	-	-
23	07 Ağustos 2001	-	-	BB***
24	08 Ağustos 2001	-	Ba2*	-
25	22 Kasım 2001	BB*	-	-
26	14 Kasım 2002	-	Ba2****	-
27	03 Şubat 2003	-	Ba1*	-
28	16 Ekim 2003	-	Ba1****	-
29	16 Aralık 2003	-	-	BB*
30	21 Ocak 2004	BB+*	-	-
31	22 Ocak 2004	-	Baa3*	-
32	23 Ağustos 2004	-	-	BB**
33	02 Şubat 2005	-	-	BB+*
34	19 Nisan 2006	-	-	BB+**
35	01 Ağustos 2006	BBB-*	-	-
36	30 Ocak 2007	-	-	BBB-*
37	24 Şubat 2009	-	-	BBB-***
38	18 Mart 2010	-	-	BBB-*
39	25 Nisan 2012	-	-	BBB-***
40	18 Haziran 2012	BBB-***	-	-
41	12 Haziran 2013	BBB-*	-	-
42	26 Eylül 2014	-	-	BBB-*
43	09 Nisan 2015	-	Baa3**	-
TOPLAM (Derecelendirme Sayısı)		8	15	20

*Durağan Görünüm

**Pozitif Görünüm

***Negatif Görünüm

****Negatif İzleme

*****Pozitif İzleme

Kaynak: <http://www.tradingeconomics.com/india/rating> (Yalnızca Artış-Azalışlar)

2.2.6 Endonezya

Tablo 2.45 Endonezya'ya Ait 2015 Yılı Genel Ekonomik Göstergeler.

GSYİH (Milyon Dolar)	KBGSYİH (Dolar)	Büyüme Oranı (%)	Nüfus	Yüzölçümü (km ²)	Başkent
861.900	3.679	4.8	257.600.000	1.904.443	Cakarta

Kaynak: www.worldbank.org/en/country/indonesia, Erişim Tarihi : 09.02.2017.

2.2.6.1 Ekonomik Görünümü

Endonezya, bağımsızlığını 1945'te kazanmış, 1950'li ve 1960'larda yaşadığı büyük ekonomik sorunlardan sonra iktisadi hedeflerini 5 yıllık kalkınma planları ile belirlemeye çalışmıştır. Kararlı ve planlı iktisadi idare ülkenin istikrarlı büyüme oranı tutturmasını sağlamış, bu oran 1970-96 döneminde yıllık %6'nın üzerinde gerçekleşmiştir. 1960'lı yıllarda fakir ülkeler sınıfında yer alan ülke 1996 yılında gerçekleştirdiği 1.150 dolarlık kişi başına gelire orta gelirli ülkeler sınıfına yükselmiştir. Zengin doğal kaynaklarına sahip ve yaklaşık 259 milyon nüfusu ile son 25 yılda gösterdiği büyüme performansı, Endonezya'nın Uzak Doğu'nun kaplanları arasında sayılmasını sağlamıştır. 1997 yılı ortalarında meydana gelen Asya Krizi ile mali çevrelerin dikkatlerini üzerinde toplamış bir ülkedir (DEİK 2014).

Endonezya dengeli bir şekilde büyüyen, oldukça iyi konumda kabul gören bir ekonomiye sahiptir. Tarım geleneksel olarak istihdam ve üretim açısından baskın faaliyet olarak önemli konumunu sürdürmekte olup, ülkede birçok mineral kaynağı bulunmaktadır. Son 30 yıl içinde hızlı bir şekilde değerlendirilen madencilik sektörü ödemeler dengesi bilançosuna önemli katkılar sunmaktadır (DEİK 2014).

2.2.6.2 Doğrudan Yabancı Yatırımların Görünümü

Ülkeye yabancı sermaye girişinde son yıllarda artış gözlenmekle birlikte gerek portfolyo gerekse DYSY'lerde artış gözlemlenmektedir. 2007 yılında DYSY'leri teşvik amacıyla yeni düzenlemeler uygulamaya konulmuş, yeni düzenlemeler ile, yabancılara yerli yatırımcıyla eşit muamele, ulusallaştırmaya karşı koruma, serbest sermaye transferleri, anlaşmazlıklarda uluslararası çözüm yollarına gitme, minimum sermaye miktarı olmaması, belirli tip yatırımlarda vergi teşviki gibi yenilikler getirilmiştir. Ancak mevcut altyapı ve yasal sistemdeki belirsizlikler nedeniyle uygulama farklılıkları yabancı yatırımların önündeki en büyük engel olarak görülmektedir. Ülkeye yapılan yatırımların önemli bir bölümü Jakarta'ya yönelmektedir (Ekonomi Bakanlığı UDY 2016).

Tablo 2.47'de Endonezya'ya yapılan 2010-2015 yıllarını kapsayan DYSY giriş ve çıkışları görülmektedir. Burada Endonezya'ya 2015 yılında yapılan 15.508 milyon dolar yatırımın 2014 yılı ile kıyaslandığında %29 seviyelerinde bir azalış gösterdiği göze çarpmaktadır. Burada dünya genelinde görülen doğrudan yabancı sermaye yatırımları daralmasından Endonezya'nında %29 azalma ile etkilendiği görülmektedir.

Tablo 2.47 Endonezya'ya ait Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırım Giriş ve Çıkışları

DYSY Girişleri (milyon dolar)						DYSY Çıkışları (milyon dolar)					
2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015
13.771	19.241	19.138	18.817	21.866	15.508	2.664	7.713	5.422	6.647	7.077	6.250

Kaynak: World Investment Report, 2016

2.2.6.3 Dış Ticaret (İhracat/İthalat)

Tablo 2.48 Endonezya'nın İhracatında Öne Çıkan Başlıca Ülkeler (milyon dolar)

S.No	Ülke Adı	2012	2013	2014	2015	2016
1	Çin	21.659	22.601	17.605	15.046	16.785
2	ABD	14.910	15.741	16.560	16.268	16.171
3	Japonya	30.135	27.086	23.127	18.020	16.101
4	Singapur	17.135	16.686	16.752	12.632	11.247
5	Hindistan	12.496	13.031	12.248	11.731	10.093
29	Türkiye	1.369	1.536	1.446	1.158	1.024
Toplam		190.031	182.551	176.036	150.366	144.494

Kaynak: ITC Trade Map, (www.trademap.org).

Tablo 2.48'de Endonezya'nın 2014 yılı ile kıyasla toplam ihracatındaki %18 daralma yaşanmış ve 2016 yılında toplam ihracatı 144.494 milyon dolara düşmüştür. Türkiye ile ihracat hacminin 1.024 milyon dolar seviyelerine düşmesi, yine 2014 yılı ile kıyasla Türkiye'ye ihracatında yaklaşık %29 seviyelerinde azalmaya neden olmuştur. Endonezya'nın ihracatında 2016 yılı için başlıca ülkeler sırasıyla; Çin, ABD, Japonya, Singapur ve Hindistan olmuştur.

Tablo 2.49 Endonezya'nın İthalatında Öne Çıkan Başlıca Ülkeler (milyon dolar)

S.No	Ülke Adı	2012	2013	2014	2015	2016
1	Çin	29.387	29.849	30.624	29.411	30.800
2	Singapur	26.087	25.581	25.186	18.022	14.548
3	Japonya	22.767	19.284	17.007	13.263	12.984
4	Tailand	11.437	10.703	9.781	8.083	8.666
5	ABD	11.614	9.081	8.188	7.616	7.319
40	Türkiye	304	1.314	1.069	249	311
Toplam		191.690	186.628	178.179	142.694	135.652

Kaynak: ITC Trade Map, (www.trademap.org).

Tablo 2.49'da Endonezya'nın 2014 yılı ile kıyasla toplam ithalatındaki %24 seviyelerindeki daralması Türkiye ile ithalat hacminin 311 milyon dolar seviyelerine düşmesine yaklaşık %71 seviyelerinde azalmasına neden olmuştur. Endonezya'nın ithalatında 2016 yılı için önde gelen ülkeler Tablo 2.49'da sunulmuştur.

2.2.6.4 Derecelendirme Faaliyetleri

Endonezya'nın derecelendirme faaliyetleri 14 Mart 1994 tarihinde Moody's şirketinin notlamasıyla başlamış, daha sonra 4 Haziran 1997'de Fitch ve 8 Nisan 2011 tarihinde de S&P'nin notlaması ile piyasa hakimiyetine sahip üç kuruluşunda derecelendirme faaliyetine tabi tutulmuştur.

Tablo 2.50 Endonezya'nın 1994-2016 Yılları Arasında Kredi Derecelendirme Kuruluşlarından Almış Olduğu Notlar

S.No.	Tarih	FITCH	MOODY'S	S&P
1	14 Mart 1994	-	Baa3*	-
2	04 Haziran 1997	BBB-	-	-
3	17 Aralık 1997	BBB-****	-	-
4	21 Aralık 1997	-	Ba1*	-
5	22 Aralık 1997	BB+	-	-
6	08 Ocak 1998	BB-	-	-
7	09 Ocak 1998	-	B2*	-
8	21 Ocak 1998	B+****	-	-
9	16 Ocak 1998	B-****	-	-
10	20 Mart 1998	-	B3*	-
11	21 Eylül 2000	B-*	-	-
12	14 Eylül 2001	B-**	-	-
13	30 Kasım 2001	B-*	-	-
14	24 Nisan 2002	-	B3**	-
15	01 Ağustos 2002	B*	-	-

S.No.	Tarih	FITCH	MOODY'S	S&P
16	25 Haziran 2003	-	B3****	-
17	29 Eylül 2003	-	B2*	-
18	20 Kasım 2003	B+*	-	-
19	04 Ekim 2004	B+**	-	-
20	26 Ocak 2005	BB-**	-	-
21	18 Şubat 2005	-	B2**	-
22	12 Şubat 2006	BB-*	-	-
23	26 Şubat 2006	-	B2****	-
24	18 Mayıs 2006	-	B1*	-
25	28 Ocak 2007	BB-**	-	-
26	05 Şubat 2007	-	B1**	-
27	01 Ağustos 2007	-	B1****	-
28	18 Ekim 2007	-	Ba3*	-
29	13 Şubat 2008	BB*	-	-
30	11 Haziran 2009	-	Ba3**	-
31	16 Eylül 2009	-	Ba2*	-
32	24 Ocak 2010	BB+*	-	-
33	21 Haziran 2010	-	Ba2**	-
34	01 Aralık 2010	-	Ba2****	-
35	17 Ocak 2011	-	Ba1*	-
36	24 Şubat 2011	BB+***	-	-
37	08 Nisan 2011	-	-	BB+**
38	15 Aralık 2011	BBB-*	-	-
39	18 Ocak 2012	-	Baa3*	-
40	02 Mayıs 2013	-	-	BB+*
41	21 Mayıs 2015	-	-	BB+**
TOPLAM (Derecelendirme Sayısı)		19	19	3

*Durağan Görünüm

**Pozitif Görünüm

***Negatif Görünüm

****Negatif İzleme

*****Pozitif İzleme

Kaynak: <http://www.tradingeconomics.com/indonesia/rating> (Yalnızca Artış-Azalışlar)

2.2.7 Meksika

Tablo 2.51 Meksika'ya Ait 2015 Yılı Genel Ekonomik Göstergeler.

GSYİH (Milyon Dolar)	KBGSYİH (Dolar)	Büyüme Oranı (%)	Nüfus	Yüzölçümü (km ²)	Başkent
1.144.000	10.622	2.5	127.000.000	1.964.375	Mexico City

Kaynak: www.worldbank.org/en/country/mexico, Erişim Tarihi : 09.02.2017.

2.2.7.1 Ekonomik Görünüm

Latin Amerika'nın en güçlü ekonomilerinden birine sahip olan Meksika, dünyanın 14. büyük ekonomisidir. 1980'li yıllardan itibaren geçirdiği ekonomik dönüşümün ve 1994 yılında yürürlüğe giren ve üyesi olduğu NAFTA'nın etkisiyle ABD ve Kanada ile ticaretini üç kat arttırarak, liberal ekonomik politikalarında etkisiyle önemli atılımlar gerçekleştirmiştir. Ancak özel ve kamuya ait tekelleşmenin ülke ekonomisindeki ağırlığının hala hissedilir olması, rekabeti ve üretkenliği kısıtlayan, fiyatları artıran ve hizmet kalitesini düşüren önemli bir bozucu faktör olarak öne çıkmaktadır (DEİK 2013).

Küresel ekonomik krizin etkilerinin görülmeye başladığı 2009 yılında %6,5 oranında gerçekleşen sanayi üretimindeki düşüşten en fazla etkilenen sektörler; inşaat, otomotiv ve makine sanayi olmuştur. Etkinin gözlemlendiği hizmetler sektöründe ise özellikle restoran işletmeciliği, perakendecilik ve turizm alanlarında yine bu dönemde ortaya çıkan H1N1 virüsünün de etkisiyle gelirlerde düşüş meydana gelmiştir. Bankacılık sektörünün ekonomideki payının az olması, ekonomik krizden etkilenme düzeyi açısından olumlu bir gelişme olsa da, firmaların kredi olanaklarını kısıtlayan en önemli faktör olarak göze çarpmaktadır. Nitekim özel bankaların toplam kredilerin yalnızca %20'sini sağlayabilmesi bu kısıtlılığın bir göstergesidir (DEİK 2013).

Ekonomik faaliyetler, genel olarak başkent Mexico City'de yoğunlaşmaktadır. GSYİH'nin %20'sinin üretildiği başkenttin bağlı olduğu eyalet, ağır sanayinin merkezidir. Kuzey sınırındaki altı eyalet (Baja California, Sonora, Chihuahua, Coahuila, Nuevo León ve Tamaulipas), Meksika'nın imalat sanayi ve özellikle ABD'ye ihraç edilen üretim mallarının üretiminin ve satışının sağlandığı fabrikaların yoğunlaştığı bölgedir (DEİK 2013).

2.2.7.2 Ekonomi Politikaları

Ticaretinin %90'ından fazlasını Serbest Ticaret Anlaşmaları ile yürüten Meksika'nın 45 ülkeyi kapsayan 12 Serbest Ticaret Anlaşması yürürlükte. Enerji maliyetlerinin azaltılması, ekonominin petrole bağımlılığının azaltılması, altyapı hizmetlerinin geliştirilmesi, rekabet ortamının iyileştirilmesi, yoksullukla ve işsizlikle mücadele, vergi gelirlerinin artırılması konularına önem verilmekle birlikte, 2014 yılında 1995'ten bu yana en yüksek seviyeye (%42,1) ulaşan kamu borç stoku/GSYİH oranının 2020 yılında %51,7'ye yükseleceği beklenmektedir (Ekonomi Bak.lığı UDY 2015).

Meksika ekonomisi, 2008 yılı sonunda ABD'de başlayan ve daha sonra küresel çapta yayılan kriz, ülkedeki uyuşturucu kartellerinin sebebiyet verdiği şiddet olayları ve Meksika'da başladığı bilinen H1N1 salgını nedeniyle 2009 yılında tüm bu gelişmelerin etkisiyle resesyona girmiştir. 2008 yılı itibariyle %1,5 oranında büyüyen Meksika ekonomisi, 2009 yılında %6,5 oranında küçülmüş, bahse konu küçülme, aynı zamanda ülkenin 1932 yılından bugüne yaşadığı en yüksek küçülme oranını teşkil etmiştir. H1N1 virüsünün ülke ekonomisine verdiği zarar ise 2009 yılı itibariyle 2 milyar Dolar'a ulaşmıştır. Meksika Merkez Bankası 2008 yılında 5,6 milyar dolar seviyelerinde ekonomik önlem paketi açıklamış, bunu 2009 yılında daha sert önlemler izlemek zorunda kalmıştır (DEİK 2013).

2008 yılı küresel ekonomik krizin getirdiği, tüm dünyada ve dolayısıyla Meksika'da yaşanan likidite darlığı, tüketim harcamalarında ve yabancı sermaye girişinde de gerilemeye sebebiyet vermiştir. Meksika'nın en önemli ihrac pazarı olan ABD'ye ihracat olanaklarının daralması ile pazarını çeşitlendirme çabalarına rağmen ülke ekonomisinde özellikle otomotiv, inşaat, turizm ve lojistik sektörlerini ciddi anlamda zora sokmuştur. 2009 yılı sonu itibariyle ABD ekonomisindeki iyileşmeye istinaden, ABD'ye ihracatını yeniden artıran Meksika, ekonomisini toparlanma ve yeniden istikrarlı büyüme sürecine sokmuştur (TC.Ekonomi Bakanlığı, www.ekonomi.gov.tr, Erişim Tarihi : 09.09.2016).

Cari dengenin sağlanmasında en önemli unsur, ekonominin %30'unu oluşturan turizm gelirleri ve ABD'de çalışan Meksikalı göçmenlerin ülkeye gönderdiği döviz olmuştur. Nitekim ABD'de yaşayan yaklaşık 33 milyon Meksikalı, ABD standartlarına göre düşük, fakat Meksika'da kazanabileceğinden 7 kat daha fazla gelir elde etmekte ve bunun yaklaşık dörtte birini ülkelerine göndermektedir. Elde edilen bu birikimler, Meksika ekonomisi için önemli bir kaynak teşkil etmektedir (TC.Ekonomi Bakanlığı www.ekonomi.gov.tr Erişim Tarihi: 09.09.2016).

2.2.7.3 Doğrudan Yabancı Yatırımların Görünümü

Meksika'nın NAFTA'ya üye olması ve gerçekleştirdiği özelleştirme politikalarının da etkisiyle yabancı sermaye girişinde son yıllarda önemli artışlar görülmüştür. Ancak, Ekonomik büyüme, rekabet ve teknolojik gelişimi yönlendirmesi nedeniyle ülke ekonomisinin katalizörü durumunda olan DYSY'lerin özellikle küresel ekonomik krizin de etkisi ile 2009 yılında gerilediği bilinmektedir (DEİK 2013).

Yabancı yatırımlara sağlanan kolaylıklardan ve düşük üretim maliyetlerinden faydalanıp ABD'ye ihracat yapmak isteyen firmalar ve Meksika'ya yatırım yapma arzusundaki ABD'li yatırımcılar, ülkedeki yabancı yatırımların büyük çoğunluğunu teşkil etmektedir. 1993 yılından itibaren uygulanmaya konulan ve NAFTA'nın ilgili hükümleri ile uyumlu olan Yabancı Yatırım Yasası gereğince, yabancı yatırımların büyük kısmına yerli yatırımlarla "eşit muamele" ilkesi doğrultusunda, çoğu proje için performans gerekliliği engeli ortadan kaldırılmış ve küçük çaplı yatırımlar için otomatik onay kriterlerini karşılama yönünde kolaylaştırmaya gidilmiştir (Aydın 2013).

Son yıllarda rekabet ortamının hızlanması nedeniyle Çin ve Brezilya gibi ülkelerin gerisinde kalmamak için çoğu sektörde yabancı yatırıma serbestlik tanınmıştır. Genel olarak yabancı yatırımlar ABD'ye hızlı teslim avantajı nedeniyle kuzeydeki eyaletlerde ve Yucatan yarımadasında, bir kısmı da Federal District (Mexico City) ve çevresinde

yoğunlaşmış bir şekilde gerçekleşmektedir. Bu doğrultuda en fazla yatırım çeken sektörler; Finans, otomotiv ve elektronik olmuştur (DEİK 2013).

ABD sınırında yer alan eyaletlerin kalkınması, yabancı sermaye girişinin, teknolojik gelişimin ve istihdamın sağlanması gibi nedenlerle 1965 yılı itibariyle Meksika Ekonomi Bakanlığı tarafından “maquila” programı kapsamında değerlendirilen “**maquiladora**”, **ülke ekonomisinin kalkınmasında çok büyük fayda sağlamıştır**. Bu bölgede günümüzde yaklaşık 3.500 firma ile bir milyondan fazla kişiye istihdam olanağı verilmektedir. ABD ile Meksika arasındaki mesafenin kısa olması ve bunun nakliye masraflarının düşük olmasına sebebiyet vermesi nedeniyle ihracatın bu bölge yoğun bir şekilde gerçekleşmesine olanak sağlamaktadır (Aydın 2013).

Tablo 2.52’de Meksika’ya yapılan 2010-2015 yıllarını kapsayan DYSY giriş ve çıkışları görülmektedir. Burada Meksika’ya 2015 yılında yapılan 30.285 milyon dolar yatırımın 2014 ile kıyaslandığında %18 seviyelerinde bir artışa rağmen 2013 yılı DYSY girişlerine göre %34 seviyelerinde bir azalış gösterdiği göze çarpmaktadır. Burada dünya genelinde görülen doğrudan yabancı sermaye yatırımlarındaki daralmanın etkilerinin Meksika üzerinde de devam ettiği görülmektedir.

Tablo 2.52 Meksika’ya ait Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırım Giriş ve Çıkışları

DYSY Girişleri (milyon dolar)						DYSY Çıkışları (milyon dolar)					
2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015
26.431	23.649	20.437	45.855	25.675	30.285	15.050	12.636	22.470	13.138	8.304	8.072

Kaynak: UNCTAD, World Investment Report, 2016.

2.2.7.4 Dış Ticaret (İhracat/İthalat)

Tablo 2.53 Meksika’nın İhracatında Öne Çıkan Başlıca Ülkeler (milyon dolar)

S.No	Ülke Adı	2012	2013	2014	2015	2016
1	ABD	288.176	299.486	318.681	309.213	302.941
2	Kanada	10.927	10.414	10.714	10.544	10.427
3	Çin	5.720	6.468	5.964	4.873	5.407
4	Almanya	4.484	3.711	3.551	3.507	3.949
5	Japonya	2.610	2.219	2.608	3.017	3.770
43	Türkiye	358	358	328	216	238
Toplam		370.706	379.949	396.881	380.600	373.882

Kaynak: ITC Trade Map, (www.trademap.org).

Tablo 2.53’de Meksika’nın 2014 yılı ile kıyasla toplam ihracatındaki %6 daralma yaşanmış ve 2016 yılında toplam ihracatı 373.882 milyon dolara düşmüştür. Türkiye ile

ihracat hacminin 238 milyon dolar seviyelerine düşmesi, yine 2014 yılı ile kıyasla Türkiye'ye ihracatında yaklaşık %28 seviyelerinde azalmaya neden olmuştur.

Tablo 2.54 Meksika'nın İthalatında Öne Çıkan Başlıca Ülkeler (milyon dolar)

S.No	Ülke Adı	2012	2013	2014	2015	2016
1	ABD	185.683	187.758	195.857	187.301	179.984
2	Çin	56.936	61.321	66.255	69.987	69.520
3	Japonya	17.655	17.076	17.544	17.368	17.751
4	Almanya	13.507	13.460	13.762	13.974	13.877
5	G.Kore	13.340	13.492	13.771	14.618	13.612
34	Türkiye	426	527	639	668	730
Toplam		370.751	381.210	399.976	395.232	387.064

Kaynak: ITC Trade Map, (www.trademap.org).

Tablo 2.54'de Meksika'nın 2014 yılı ile kıyasla toplam ithalatındaki %3 seviyelerindeki daralmasına rağmen bu Türkiye ile olan ithalatına yansımamış ve ithalat hacmi 730 milyon dolar seviyelerine yükselerek yaklaşık %13 seviyelerinde bir artış göstermiştir.

2.2.7.5 Derecelendirme Faaliyetleri

Meksika'nın derecelendirme faaliyetleri 18 Aralık 1990 tarihinde Moody's şirketinin notlamasıyla başlamış, daha sonra 30 Temmuz 1992'de S&P ve 30 Ağustos 1995 tarihinde de Fitch'in notlaması ile piyasa hakimiyetine sahip üç kuruluşunda derecelendirme faaliyetine tabi tutulmuştur. Meksika hali hazırda üç kredi derecelendirme kuruluşu tarafından yatırım yapılabilir seviyede notlanmaktadır.

Tablo 2.55 Meksika'nın 1990-2016 Yılları Arasında Kredi Derecelendirme Kuruluşlarından Almış Olduğu Notlar

S.No.	Tarih	FITCH	MOODY'S	S&P
1	18 Aralık 1990	-	Ba2*	-
2	30 Temmuz 1992	-	-	BB+*
3	18 Kasım 1993	-	-	BB+**
4	23 Aralık 1994	-	-	BB+
5	10 Şubat 1995	-	-	BB+*
6	23 Mart 1995	-	-	BB+***
7	30 Ağustos 1995	BB	-	-
8	28 Şubat 1996	-	-	BB***
9	03 Eylül 1996	-	-	BB*
10	02 Eylül 1997	-	-	BB**
11	03 Eylül 1998	-	Ba2****	-
12	02 Ekim 1998	-	-	BB*
13	10 Şubat 1999	-	Ba2***	-
14	09 Haziran 1999	-	Ba2*	-
15	21 Haziran 1999	-	Ba2****	-
16	10 Ağustos 1999	-	Ba1**	-
17	15 Eylül 1999	-	-	BB**
18	02 Şubat 2000	-	Ba1*****	-
19	07 Mart 2000	-	Baa3*	-

S.No.	Tarih	FITCH	MOODY'S	S&P
20	13 Mart 2000	-	-	BB+**
21	11 Nisan 2000	BB****	-	-
22	03 Mayıs 2000	BB+	-	-
23	21 Eylül 2000	BB+**	-	-
24	04 Eylül 2001	-	Baa3**	-
25	15 Ocak 2002	BBB-*	-	-
26	06 Şubat 2002	-	Baa2*	-
27	07 Şubat 2002	-	-	BBB-*
28	12 Mart 2003	-	Baa2**	-
29	06 Ocak 2005	-	Baa1*	-
30	31 Ocak 2005	-	-	BBB*
31	07 Aralık 2005	BBB*	-	-
32	29 Mart 2007	BBB**	-	-
33	02 Temmuz 2007	-	-	BBB**
34	19 Eylül 2007	BBB+*	-	-
35	08 Ekim 2007	-	-	BBB+*
36	10 Kasım 2008	BBB+***	-	-
37	11 Mayıs 2009	-	-	BBB+***
38	23 Kasım 2009	BBB*	-	-
39	14 Aralık 2009	-	-	BBB*
40	12 Mart 2013	-	-	BBB**
41	08 Mayıs 2013	BBB+*	-	-
42	19 Aralık 2013	-	-	BBB+*
43	05 Şubat 2014	-	A3*	-
44	31 Mart 2016	-	A3***	-
TOPLAM (Derecelendirme Sayısı)		11	14	19

*Durağan Görünüm

**Pozitif Görünüm

***Negatif Görünüm

****Negatif İzleme

*****Pozitif İzleme

Kaynak : <http://www.tradingeconomics.com/mexico/rating> (Yalnızca Artış-Azalışlar)

2.2.8 Avusturalya

Tablo 2.56 Avustralya'ya Ait 2015 Yılı Genel Ekonomik Göstergeler.

GSYİH (Milyon Dolar)	KBGSYİH (Dolar)	Büyüme Oranı (%)	Nüfus	Yüzölçümü (km ²)	Başkent
1.223.887	47.389	2.5	24.016.000	7.692.924	Kanbera

Kaynak : <http://www.ekonomi.gov.tr/portal/faces/home/disliskiler/ulkeler/ulke-detay/Avustralya>,
Erişim Tarihi : 09.09.2016 (Ekonomi Bakanlığı)

2.2.8.1 Ekonomik Görünüm

EIU¹⁶ verilerine göre 2014 yılı için sektörlerin GSYİH içindeki payı; tarım için %4,0, sanayi için %27,7 ve hizmetler için %68,3 olarak gerçekleşmiştir. Avustralya, doğal kaynaklar yönünden zengin, metal, maden ve doğal gaz ile birlikte buğday başta olmak üzere önemli tarım ürünü ihracatçısı pozisyonundadır. Sürekli büyüyen Çin ekonomisinin enerji ve ham maddeye olan ihtiyacı, dünyadaki arz açığı nedeni ile hammadde fiyatlarının artmasına, bu durumun da Avustralya ekonomisini olumlu yönde etkilemesine neden olmaktadır (DEİK 2014).

¹⁶ EIU : The Economist Intelligence Unit.

Özellikle dünyada maden sektöründe yeni yatırımların yapılmaması nedeniyle Çin'in ham madde ihtiyacını karşılamakta zorlanan bu sektör, Avustralya lehine kazanç doğurmaktadır. Avustralya net petrol ithalatçısı bir ülke olmasına rağmen, zengin mineralleri ve enerji alanları ile doğal gaz ve kömür ihracatı gün geçtikçe artan bir ülke konumundadır (TC.Ekonomi Bakanlığı www.ekonomi.gov.tr Erişim Tarihi: 09.09.2016).

Avustralya ekonomisinde sektörlerin gayrisafi milli hâsılaya katkılarına bakıldığında, tarım önemli bir yer almaya başlamıştır. Bu sektörün gayrisafi milli hâsılaya katkısı son yıllarda, ortalama %3 olarak artış göstermiştir. GSMH'ye en büyük katkıyı hizmetler sektörü yapmaktadır (DEİK 2014).

2.2.8.2 Ekonomi Politikaları

Avustralya son 20 yıldır sürekli büyüyen olumlu ekonomisinin arkasında sağlam bir mali yapısının olması yatmaktadır. Avustralya'nın bağımsız Merkez Bankası (Reserve Bank of Australia-RBA) ülkenin para politikası ile ilgili kamu kurumu olup, tüketici fiyat enflasyonunu yıllık ortalama %2/3 arasında tutmayı hedeflemektedir (DEİK 2014).

Avustralya ihracat performansı, mineral ve enerji kaynaklarının hakimiyetine dayanmaktadır. Uluslararası piyasalar ve özellikle Asya Pasifik bölgesindeki talep ile bahse konu doğal kaynaklara rekabetçi fiyat olanağı sağlanmaktadır. Ayrıca, söz konusu sektörlerin mevcut pazarlarını koruması, yeni pazarların yaratılması konusunda hükümetin dikkatli ve akılcı politikalar izlemesi istikrarlı ekonomik büyümeyi sağlamaktadır. Avustralya uluslararası platformda giderek önemi artan Çin, Hindistan gibi ekonomilerle mevcut ilişkilerin geliştirilmeye ve derinleştirmeye devam ederek, yoğun temas halinde bulunmakta, bununla beraber üyesi olduğu Asya-Pasifik Ekonomik İşbirliği (APEC), Asya Zirvesi ve G-20 hedefleri doğrultusunda ekonomi politikalarını sürdürmektedir (DEİK 2014).

Avustralya'nın geleceğe yönelik beklentilerine bakıldığında, yüksek beceri, yüksek ücretli ülke olarak, Asya ve Afrika'nın düşük ücretli ülkeleri ve düşük değerli mal ve hizmet üreten ülkeleri ile ihracat ve ithalatına karşı bir rekabet içinde olmadığı bir gerçektir. Bunun yanı sıra Avustralya, yenilikçi ve girişimci bir yönetim anlayışı ile maden, mineral, enerji ve tarım kaynakları ve ileri teknolojili modern ekipmanları kullanarak yüksek verimlilik sağlayan sektörlerde rekabetçi anlayışı hedeflemektedir (DEİK 2014).

Yakın dönemde Avustralya'nın ekonomik büyümesindeki en önemli risk küresel ekonomideki belirsizliktir. Avustralya'nın Çin ile girmiş olduğu yoğun ekonomik ilişkiler nedeniyle, Çin ekonomisinde ortaya çıkabilecek bir resesyonun Avustralya ekonomisinde yansımalarının görülmesi kaçınılmaz olacaktır (DEİK 2014).

2.2.8.3 Doğrudan Yatırım Görünümü

Avustralya doğrudan yatırım sermayesi konusunda net ithalatçı olma konumunu sürdürmektedir. Avustralya İstatistik Bürosu verilerine göre 2004-2008 döneminde imalat sanayi iç yatırımların en çok yapıldığı sektör olmuştur. Onu madencilik, perakende ve toptan ticaret sektörleri izlemektedir. Avustralya doğrudan yabancı sermaye için cazip bir ülke olarak görülmektedir. Diğer gelişmiş ülkelerle karşılaştırıldığında daha fazla doğrudan yabancı yatırım çekmektedir. Avustralya'ya Doğrudan Yabancı Yatırım yapan en önemli ülkeler ABD, Birleşik Krallık, Japonya ve Hollanda'dır (DEİK 2014).

Tablo 2.57'de Avustralya'ya yapılan 2010-2015 yıllarını kapsayan DYSY giriş ve çıkışları görülmektedir. Burada Avustralya'ya 2015 yılında yapılan 22.264 milyon dolar yatırımın 2014 yılı ile kıyaslandığında %44 seviyelerinde bir azalışa rağmen 2013 yılı DYSY girişlerine göre %61 seviyelerinde bir azalış gösterdiği göze çarpmaktadır. Burada dünya genelinde görülen doğrudan yabancı sermaye yatırımlarındaki daralmanın etkilerinin Avustralya üzerinde de etkisini sürdürdüğü görülmektedir.

Tablo 2.57 Avustralya'ya ait Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırım Giriş ve Çıkışları

DYSY Girişleri (milyon dolar)						DYSY Çıkışları (milyon dolar)					
2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015
36.443	58.908	58.981	56.977	39.615	22.264	19.804	1.716	6.737	1.581	3	16.739

Kaynak: UNCTAD, World Investment Report, 2016

2.8.4 Dış Ticaret (İhracat/İthalat)

Tablo 2.58 Avustralya'nın İhracatında Öne Çıkan Başlıca Ülkeler (milyon dolar)

S.No	Ülke Adı	2012	2013	2014	2015	2016
1	Çin	73.959	88.091	85.526	56.509	56.565
2	Japonya	36.671	31.292	27.497	20.529	18.493
3	G.Kore	19.700	17.731	15.632	11.837	10.813
4	ABD	8.115	7.965	9.535	9.563	8.481
5	Birleşik Krallık	6.625	3.553	3.309	2.753	7.430
34	Türkiye	685	858	442	357	401
Toplam		262.466	255.621	252.602	191.192	189.554

Kaynak: ITC Trade Map, (www.trademap.org).

Tablo 2.58'de Avustralya'nın 2014 yılı ile kıyasla toplam ihracatındaki %25 daralma yaşanmış ve 2016 yılında toplam ihracatı 189.554 milyon dolara düşmüştür. Türkiye ile ihracat hacminin 2016 yılı için 401 milyon dolar seviyelerinde gerçekleşmesi ile Türkiye Avustralya'nın ihracat yaptığı ülkeler arasında 34. sırayı almıştır.

Tablo 2.59 Avustralya'nın İthalatında Öne Çıkan Başlıca Ülkeler (milyon dolar)

S.No	Ülke Adı	2012	2013	2014	2015	2016
1	Çin	45.104	44.782	46.182	45.779	43.533
2	ABD	29.008	23.929	23.863	22.274	21.416
3	Japonya	19.412	18.012	15.133	14.628	14.411
4	Tailand	10.155	10.676	9.470	9.900	10.642
5	Almanya	11.551	10.952	10.643	9.224	10.029
33	Türkiye	506	575	616	574	695
Toplam		251.120	233.264	228.736	200.792	189.308

Kaynak: ITC Trade Map, (www.trademap.org).

Tablo 2.59'da Avustralya'nın 2014 yılı ile kıyasla toplam ithalatındaki %18 seviyelerindeki daralmasına rağmen bu Türkiye ile olan ithalatına yansımamış ve Türkiye ile ithalat hacmi 695 milyon dolar seviyelerine yükselerek yaklaşık %13 seviyelerinde bir artış göstermiştir. Avustralya'nın ithalatında 2016 yılı için Çin, ABD, Japonya, Tailand ve Almanya ilk beş sırayı almıştır.

2.2.8.5 Derecelendirme Faaliyetleri

Avustralya, üç derecelendirme kuruluşları tarafından AAA alan bir ekonomi olarak, uzun vadeli yabancı yatırım için ve kısa vadeli uluslararası sermaye akımları için tercih edilen bir ülke konumundadır. Avustralya'nın derecelendirme faaliyetleri 15 Ocak 1962 tarihinde Moody's şirketinin notlamasıyla başlamış, daha sonra 6 Haziran 1975'de S&P ve 25 Ocak 1996 tarihinde de Fitch'in notlaması ile piyasa hakimiyetine sahip üç kuruluşta derecelendirme faaliyetine tabi tutulmuştur. Piyasa hakimiyetine sahip üç kuruluş tarafından da yatırım yapılabilir ülke seviyesinde notlanmaktadır.

Tablo 2.60 Avustralya'nın 1957-2016 Yılları Arasında Kredi Derecelendirme Kuruluşlarından Almış Olduğu Notlar

S.No.	Tarih	FITCH	MOODY'S	S&P
1	27 Şubat 1957	-	-	BBB
2	15 Ocak 1962	-	A*	-
3	15 Ekim 1974	-	Aaa*	-
4	06 Haziran 1975	-	-	AAA
5	10 Eylül 1986	-	Aa1*	-
6	02 Aralık 1986	-	-	AA+
7	26 Haziran 1989	-	-	AA+***
8	10 Eylül 1989	-	Aa2*	-
9	24 Ekim 1989	-	-	AA***
10	03 Eylül 1993	-	-	AA*
11	25 Ocak 1996	AA	-	-
12	21 Ağustos 1996	-	-	AA**
13	18 Haziran 1998	AA****	-	-
14	19 Kasım 1998	AA	-	-
15	17 Mayıs 1999	-	-	AA+*
16	21 Eylül 2000	AA*	-	-

S.No.	Tarih	FITCH	MOODY'S	S&P
17	20 Ekim 2002	-	Aaa*	-
18	03 Şubat 2003	AA+*	-	-
19	16 Şubat 2003	-	-	AAA*
20	28 Kasım 2011	AAA*	-	-
21	06 Temmuz 2016	-	-	AAA***
TOPLAM (Derecelendirme Sayısı)		6	5	10

*Durağan Görünüm

**Pozitif Görünüm

***Negatif Görünüm

****Negatif İzleme

*****Pozitif İzleme

Kaynak: <http://www.tradingeconomics.com/australia/rating> (Yalnızca Artış-Azalışlar)

2.2.9 Kanada

Tablo 2.61 Kanada'ya Ait 2015 Yılı Genel Ekonomik Göstergeler.

GSYİH (Milyon Dolar)	KBGSYİH (Dolar)	Büyüme Oranı (%)	Nüfus	Yüzölçümü (km ²)	Başkent
1.553.000	46.528	0.9	35.850.000	9.093.507	Ottawa

Kaynak: www.worldbank.org/en/country/canada, Erişim Tarihi : 09.02.2017.

2.2.9.1 Ekonomik Görünüm

IMF 2012 verilerine göre Kanada dünyanın 11. büyük ekonomisidir. Kanada, Kuzey Amerika pazarı ile hızla gelişen Asya ekonomileri arasında bir köprü görevi gören stratejik bir konuma sahiptir. Dünyanın en büyük dokuzuncu tüketim pazarı olan ülke ABD ve Meksika ile gerçekleştirilen Kuzey Amerika Serbest Ticaret Alanı (NAFTA) sayesinde 443 milyonu aşan bir tüketici pazarına ulaşma imkanı ile birlikte, genel olarak güvenli iş ve yatırım ortamı ile dünyanın önde gelen dinamik ekonomilerinden biridir (DEİK 2015).

Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD), G-8 ve G-20 üyesi olan Kanada, dünyanın en zengin ekonomilerinden biri olarak göze çarpmaktadır. Gelişmiş ve sanayileşmiş diğer ekonomilerden farklı olarak Kanada ekonomisinde, ağaç ve petrol sanayi (birincil endüstriler) önemli yer tutmaktadır. Ülke aynı zamanda Güney Ontario merkezli, özellikle otomobil ağırlıklı bir imalat sanayine de sahiptir (DEİK 2015).

Doğal kaynaklar ülke ekonomisinde önemli rol oynarken toplam ekonomik faaliyetlerin %70'i ve istihdamın %75'ini oluşturan hizmetler sektörüyle bugün Kanada ekonomisi oldukça çeşitlilik kazanmıştır. British Columbia ve Alberta eyaletleri için çok büyük önem taşıyan doğal kaynaklar ülke ekonomisinde ticari dengenin sağlanabilmesi için önemli bir yer edinmektedir (T.C. Ekonomi Bak.lığı 2015).

Son olarak 1991 yılında yaşanan %2,1'lik daralmadan sonra küresel ekonomik krizin etkilerinin yaşandığı 2009 yılına kadar olan dönem içinde Kanada ekonomik performansının en göze çarpan özelliği hiç ekonomik daralma yaşamamasıdır. Bu dönem içerisinde Kanada ekonomisinin genel olarak düşük işsizlik ve bütçe fazlaları ile istikrarlı bir büyüme trendi içerisinde olduğu görülmektedir. Kanada ekonomisi 2001 krizini, sadece üç aylık bir daralma ile atlattığı başarılmış, buna rağmen ekonomisi 2004-2007 yılları arasında yıllık ortalama %3 seviyelerinde büyümüştür (DEİK 2015).

2.2.9.2 Ekonomi Politikaları

Serbest piyasa ekonomisi uygulanan Kanada'da, devletin ekonomik hayata müdahalesi Avrupa ülkeleri kadar olmamakla birlikte, ABD'ye kıyasla biraz daha fazladır. Aynı şekilde kıyasla Ontario ve Batı eyaletlerinin bazıları hariç, genellikle Kanada'nın kişi başına düşen GSYİH'si, ABD'den düşük, Avrupa ekonomilerinden fazla durumdadır (DEİK 2015).

Kanada'da ABD ile yakından bağlantılı, ihracata dönük ve gelişmiş bir piyasa ekonomisi yürürlüktedir. Kanada Ekonomik refah düzeyi bakımından günümüzde İsviçre, İsveç ve ABD ile birlikte ilk sıralarda yer almaktadır. Kanada'da federal yönetim sistemi nedeniyle vergi toplama yetkisi federal yönetim ile eyalet yönetimleri arasında paylaşılmaktadır. Federal yönetimin gelir kaynakları genel olarak dolaylı vergilere dayanır (T.C.Ekonomi Bak.ıııı 2015).

2.2.9.3 Doğrudan Yabancı Yatırımların Görünümü

Kanada, güçlü ve istikrarlı ekonomisi ile rekabetçi yatırım ortamı, gelişmiş araştırma ve geliştirme altyapısı ve nitelikli işgücünün varlığı ile yabancı yatırımlar için cazip bir ülke haline almaktadır. Sahip olduğu bu özellikleri sayesinde imalattan bilgi ve iletişim teknolojilerine, gıda işlemeden yenilenebilir enerjiye kaynaklarına kadar pek çok sektörde dünyanın önde gelen firmaları için Kanada, yatırım yapılabilir ülke konumundadır. Ayrıca, Kanada G-8 ülkeleri içinde önümüzdeki 5 yıllık dönemde yatırım yapmak için en elverişli ülkelerden biri olarak görülmektedir (T.C. Ekonomi Bak.ıııı UDY 2015)

Ülke bazında ele alındığında Kanada'ya en fazla yatırım yapan ve toplam yatırımların yarısından fazlasını teşkil eden ABD öne çıkmaktadır. Bu ülkeyi sırasıyla Hollanda, İngiltere, Lüksemburg, İsviçre, Japonya ve Brezilya izlemektedir. Ayrıca, Kanada'nın yurtdışı yatırımlarının yaklaşık %40'ı ABD'ye gerçekleşmektedir (DEİK 2015).

Sektör bazında yabancı yatırımlara bakıldığında; madencilik, petrol, doğal gaz, imalat ve finans sektörlerinin en fazla yabancı yatırım çeken alanlar olarak öne çıktığı görülmektedir. İmalat sanayinde yabancı yatırımlar; petrol, birincil metaller, kimyasal

ürünler, ulaştırma araçları, gıda, içecek, tütün ve kağıt ürünleri imalatı sektörlerinde fazla olarak görülmektedir. Kanada'nın gerçekleştirdiği yurt dışı yatırımlarda ise madencilik, petrol, doğal gaz, imalat, finans ve şirket yönetiminin önde gelen sektörler olduğu görülmektedir (DEİK 2015).

Ülkede yabancı yatırımlara sağlanan bir vergi avantajı veya muafiyeti bulunmamaktadır. Ancak, uygulanan vergi oranları diğer G-8 üyesi ülkelere göre daha düşük seviyededir. Kanada'da devlet yardımları ve yatırım ortamı eyaletten eyalete çeşitlilik göstermekle birlikte yatırımın büyüklüğüne göre ya da yer aldığı sektöre göre faydalanılacak devlet yardımı farklılık içermektedir (DEİK 2015).

Tablo 2.62'de Kanada'ya yapılan 2010-2015 yıllarını kapsayan DYSY giriş ve çıkışları görülmektedir. Burada Kanada'ya 2015 yılında yapılan 48.643 milyon dolar yatırımın 2014 ile kıyaslandığında %17 seviyelerinde bir azalışa rağmen 2013 yılı DYSY girişlerine göre %33 seviyesinde bir azalış gösterdiği göze çarpmaktadır. Burada dünya genelinde görülen doğrudan yabancı sermaye yatırımlarındaki daralmanın etkilerinin Kanada üzerinde de etkisini sürdürdüğü görülmektedir. Ayrıca Kanada örneğinde DYSY'lerin giriş ve çıkış miktarlarındaki denge diğer çoğu ülkede görülmediği kadar belirgin bir şekilde göze çarpmaktadır.

Tablo 2.62 Kanada'ya ait Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırım Giriş ve Çıkışları

DYSY Girişleri (milyon dolar)						DYSY Çıkışları (milyon dolar)					
2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015
28.400	39.669	43.111	71.753	58.506	48.643	34.723	52.148	55.864	54.879	55.688	67.182

Kaynak: UNCTAD, World Investment Report, 2016

2.2.9.4 Dış Ticaret (İhracat/İthalat)

Tablo 2.63 Kanada'nın İhracatında Öne Çıkan Başlıca Ülkeler (milyon dolar)

S.No	Ülke Adı	2012	2013	2014	2015	2016
1	ABD	338,260	346,035	363,513	313,591	296,577
2	Çin	19,383	19,900	17,488	15,824	15,829
3	Birleşik Krallık	18,776	13,556	13,764	12,482	12,904
4	Japonya	10,350	10,325	9,706	7,641	8,090
5	Meksika	5,391	5,277	5,026	5,160	5,758
25	Türkiye	851	862	960	881	869
Toplam		454,098	456,598	473,603	408,803	388,659

Kaynak: ITC Trade Map, (www.trademap.org).

Tablo 2.63'de Kanada'nın 2014 yılı ile kıyasla toplam ihracatındaki %18 daralma yaşanmış ve 2016 yılında toplam ihracatı 388.659 milyon dolara düşmüştür. Türkiye ile ihracat hacminin 2016 yılı için 869 milyon dolar seviyelerinde gerçekleşmesi ile Türkiye, Kanada'nın ihracat yaptığı ülkeler arasında 25. sırada yer almıştır.

Tablo 2.64 Kanada'nın İthalatında Öne Çıkan Başlıca Ülkeler (milyon dolar)

S.No	Ülke Adı	2012	2013	2014	2015	2016
1	ABD	234.075	240.614	251.746	223.198	210.342
2	Çin	50.764	51.209	53.040	51.377	48.627
3	Meksika	25.535	25.919	26.071	24.415	25.037
4	Almanya	14.310	14.955	14.435	13.571	13.018
5	Japonya	15.038	13.342	12.045	11.564	11.937
36	Türkiye	1.480	1.280	1.275	1.012	1.034
Toplam		462.366	461.785	462.984	419.151	402.886

Kaynak: ITC Trade Map, (www.trademap.org).

Tablo 2.64'de Kanada'nın 2014 yılı ile kıyasla toplam ithalatındaki %13 seviyelerindeki daralmasında etkisiyle Türkiye ile olan ithalatına da yansımış ve 2016 yılı Türkiye'den ithalat hacmi 1.034 milyon dolar seviyelerine gerileyerek 2014 yılı ile kıyasla yaklaşık %19 seviyelerinde bir azalış göstermiştir.

2.2.9.5 Derecelendirme Faaliyetleri

Kanada'nın derecelendirme faaliyetleri 24 Ağustos 1949 tarihinde S&P şirketinin notlamasıyla başlamış, daha sonra 22 Mayıs 1968'de Moody's ve 10 Ağustos 1994 tarihinde de Fitch'in notlaması ile piyasa hakimiyetine sahip üç kuruluşunda derecelendirme faaliyetine tabi tutulmuştur. Kanada istikrarlı bir şekilde yatırım yapılabilir ülke seviyesinde notlanmıştır.

Tablo 2.64 Kanada'nın 1949-2004 Yılları Arasında Kredi Derecelendirme Kuruluşlarından Almış Olduğu Notlar

S.No.	Tarih	FITCH	MOODY'S	S&P
1	24 Ağustos 1949	-	-	AA
2	03 Kasım 1951	-	-	AAA
3	22 Mayıs 1968	-	Aa*	-
4	12 Nisan 1974	-	Aaa*	-
5	26 Haziran 1989	-	-	AAA*
6	14 Ekim 1992	-	-	AA+*
7	02 Haziran 1994	-	Aa1*	-
8	10 Ağustos 1994	AA	-	-
9	16 Şubat 1995	-	Aa1****	-
10	03 Mart 1995	-	-	AA+***
11	12 Nisan 1995	-	Aa2*	-
12	24 Şubat 1997	-	-	AA+*
13	06 Nisan 2000	-	Aa2*****	-
14	21 Haziran 2000	-	Aa1*	-
15	21 Eylül 2000	AA*	-	-
16	03 Nisan 2001	AA+*	-	-
17	03 Mayıs 2002	-	Aaa*	-
18	29 Temmuz 2002	-	-	AAA*
19	20 Eylül 2002	AA+*	-	-
20	12 Ağustos 2004	AAA*	-	-
TOPLAM (Derecelendirme Sayısı)		5	8	7

*Durağan Görünüm

**Pozitif Görünüm

***Negatif Görünüm

****Negatif İzleme

*****Pozitif İzleme

Kaynak: <http://www.tradingeconomics.com/Canada/rating> (Yalnızca Artış-Azalışlar)

2.2.10 Fransa

Tablo 2.66 Fransa'ya Ait 2015 Yılı Genel Ekonomik Göstergeler.

GSYİH (Milyon Dolar)	KBGSYİH (Dolar)	Büyüme Oranı (%)	Nüfus	Yüzölçümü (km ²)	Başkent
2.419.000	38.575	1.3	66.540.000	543.945	Paris

Kaynak: www.worldbank.org/en/country/france, Erişim Tarihi : 09.02.2017.

2.2.10.1 Ekonomik Görünüm

Fransa'nın Batı Avrupa'da ve Avrupa Birliği'nde en büyük toprağa sahip ülke olarak 552.000 km² yüz ölçümü vardır. Ülke, 65,82 milyon nüfusu ile dünyada nüfus bakımından 22. sırada bulunmaktadır. Fransa'yı ekonomik olarak ele aldığımızda ise 2013 yılı itibariyle dünyanın en büyük GSYİH (Gayrisafi Yurtiçi Hasıla)'a sahip ülke sıralamasında ABD, Çin, Japonya ve Almanya'dan sonra 5'inci olarak kendine yer bulmuştur (T.C. Ekonomi Bak. lığı 2015).

Fransa ekonomisi üzerine, politika yapıcıların eylemsizliğiyle dış rekabet gücünün zayıflamasına izin verilmiş bu nedenle de son on yıl içinde hızla kötüleşmesine yönelik değerlendirmeler mevcuttur. Ayrıca, kaybedilen rekabet gücünün tekrardan geri kazanılmasının zaman alacağı ve Fransa'nın kendi mal ticaret dengesi üzerinde büyük açıklara devam edeceği beklenmektedir. Bununla birlikte, hizmet ve gelir dengeleri üzerindeki fazlalığı sayesinde cari işlemler açığının nispeten sabit kalması diğer öngörüdür (T.C. Ekonomi Bak. lığı 2015).

Fransa ekonomisinin 1990'lı yıllardan bu yana başlıca ekonomik sorunları; düşük büyüme hızı ve delokalizasyon (uluslararası rekabet dolayısıyla üretim maliyetlerinin yüksek kalması nedeniyle fabrikalarının üçüncü ülkelere taşınması) nedeniyle artan işsizlik, bütçe açıkları ve sosyal güvenlik sistemindeki problemlerin temelini teşkil etmektedir (Civaner 2011).

2.2.10.2 Ekonomi Politikaları

Fransa, iyi bir sosyal devlet olarak, iş dünyasında yüksek düzeyde sosyal prim ve vergi ödeyen bunun sonucu olarak işçilerin haftalık çalışma süresini zorunlu olarak 35 saat ile kısıtlamak zorunda olan bir ülkedir. Özel sektör üzerindeki bahse konu yükler nedeniyle diğer gelişmiş ülkelere nazaran rekabet gücü azalmış, bu nedenle haftalık 35 saat çalışma uygulamasında, 2002 yılında ilk defa gevşetme yoluna gidilmiştir. Söz konusu uygulama ile 2007 yılının sonunda, fazla mesai yapan çalışanların (35 saatten fazla) gelirlerinden vergi indirimleri yapılmasına karar verilerek, fazla mesainin teşvik edilmesi amaçlanmıştır (Civaner 2011).

Fransa'nın sahip olduğu eğitimli işgücü, kaliteli altyapısı ve büyük pazar hacmi ile önemli ölçüde DYSY çekme potansiyeli olan bir ülkedir. Ancak diğer gelişmiş ülkelere nazaran düşük düzeyde Ar-Ge yatırımları, yüksek vergi yükü ve ağır bürokrasisi nedeniyle yabancı sermaye çekme konusunda gerçek potansiyelinin altında kalmaktadır. Bunun yanı sıra Fransız şirketleri Doğu Avrupa, Uzak Doğu, Orta Doğu ve Kuzey Afrika'nın düşük vergi ve ucuz işgücünden faydalanmak için yurtdışına yatırımlarını yönlendirmektedir (Civaner 2011).

2.2.10.3 Doğrudan Yabancı Yatırımların Görünümü

Öte yandan Fransa en çok yabancı sermayenin sanayi yatırımı girişi olan ülkeler arasında birinci sıradır. İşçi verimliliğinde ise dünyada 4. sırada yer almaktadır. Fransa'da en çok DYSY'si bulunan ülkeler sırasıyla; Hollanda, İngiltere, ABD, Almanya, Belçika, İsviçre, İtalya, Japonya, İspanya ve Kanada olarak göze çarpmaktadır. 2002-2015 yılları arasında ülkeye 8500 yeni greenfield yatırım girişi olmuş, bu yatırımlar ile 380.000'in üzerinde iş imkanı yaratılmıştır. Hali hazırda, 20.000 yabancı şirket iş yapmakta ve 2 milyon kişi bu şirketlerde çalışmaktadır (<http://www.diplomatie.gouv.fr/>, http://sayouitofrance-innovation.com/wp-content/uploads/2015/09/investinFrance_UK_sept2015_BD.pdf (EY, 2015))

Diğer taraftan 2014 yılında Fransa'dan Türkiye'ye yapılan yatırım değeri 9.389 milyon dolar, Türkiye'de yerleşik kişilerin Fransa'da yaptıkları DYS yatırımlarının değeri ise 109 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir (T.C. Ekonomi Bakanlığı 2015).

Tablo 2.67'de Fransa'ya yapılan 2010-2015 yıllarını kapsayan DYSY giriş ve çıkışları görülmektedir.

Tablo 2.67 Fransa'ya ait Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırım Giriş ve Çıkışları

DYSY Girişleri (milyon dolar)						DYSY Çıkışları (milyon dolar)					
2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015
13.890	31.642	16.979	42.892	15.191	42.883	48.155	51.415	31.639	24.997	42.869	35.069

Kaynak: UNCTAD, World Investment Report, 2016

2.2.10.4 Dış Ticaret (İhracat/İthalat)

Tablo 2.68 Fransa'nın İhracatında Öne Çıkan Başlıca Ülkeler (milyon dolar)

S.No	Ülke Adı	2012	2013	2014	2015	2016
1	Almanya	92.316	93.524	93.804	79.145	78.851
2	İspanya	37.799	38.591	40.237	36.022	36.644
3	ABD	34.123	35.765	36.382	36.216	36.127
4	İtalya	41.250	40.407	40.954	35.348	35.742
5	Birleşik Krallık	37.689	39.093	40.208	35.002	34.445
11	Türkiye	8.874	8.319	7.958	7.866	7.749
Toplam		558.460	567.987	566.656	493.941	488.885

Kaynak: ITC Trade Map, (www.trademap.org).

Tablo 2.68'de Fransa'nın 2014 yılı ile kıyasla toplam ihracatındaki %14 daralma yaşanmış ve 2016 yılında toplam ihracatı 488.885 milyon dolara düşmüştür. Türkiye ile ihracat hacminin 2016 yılı için 7.749 milyon dolar seviyelerinde gerçekleşmesi ile Türkiye, Fransa'nın ihracat yaptığı ülkeler arasında 11. sırayı alarak istikrarlı bir ticaret partneri olduğunu göstermektedir.

Tablo 2.69 Fransa'nın İthalatında Öne Çıkan Başlıca Ülkeler (milyon dolar)

S.No	Ülke Adı	2012	2013	2014	2015	2016
1	Almanya	115.584	115.130	112.991	96.149	94.547
2	Çin	53.458	54.221	56.416	51.871	51.032
3	İtalya	48.221	48.163	48.092	41.704	42.045
4	ABD	42.557	43.526	41.858	38.775	39.678
5	Belçika	50.348	52.709	52.914	40.813	38.019
13	Türkiye	7.322	7.977	8.153	7.407	7.792
Toplam		666.675	671.253	659.872	563.398	560.554

Kaynak: ITC Trade Map, (www.trademap.org).

Tablo 2.69'da Fransa'nın 2014 yılı ile kıyasla toplam ithalatındaki %15 seviyelerindeki daralmasında etkisiyle Türkiye ile olan ithalatına da yansımış ve 2016 yılı Türkiye'den ithalat hacmi 7.792 milyon dolar seviyelerine gerileyerek 2014 yılı ile kıyasla yaklaşık %5 seviyelerinde bir azalış göstermiştir. Fransa'nın 2016 yılı verilerine göre Türkiye'den ithalatı öne çıkan ülkeler arasında 13. sırada yer almıştır.

2.2.10.5 Derecelendirme Faaliyetleri

Fransa'nın derecelendirme faaliyetleri 25 Haziran 1975 tarihinde S&P şirketinin notlamasıyla başlamış, daha sonra 23 Ocak 1979'de Moody's ve 10 Ağustos 1994

tarihinde de Fitch'in notlaması ile piyasa hakimiyetine sahip üç kuruluşta derecelendirme faaliyetine tabi tutulmuştur.

The Economist dergisinin 2013 yılı ülke risk raporunda da ifade edildiği üzere Fransa bağımsızlık ve ülke riski, bankacılık ve ekonomik yapıya ilişkin risk notu açısından "A" risk notu ile istikrarlı bir durum sergilemektedir. Politik riski ise "AAA" ve döviz kuru riski "BB" dir.

Tablo 2.70 Fransa'nın 1975-2015 Yılları Arasında Kredi Derecelendirme Kuruluşlarından Almış Olduğu Notlar

S.No.	Tarih	FITCH	MOODY'S	S&P
1	25 Haziran 1975	-	-	AAA
2	23 Ocak 1979	-	Aaa*	-
3	26 Haziran 1989	-	-	AAA*
4	10 Ağustos 1994	AAA	-	-
5	21 Eylül 2000	AAA*	-	-
6	05 Aralık 2011	-	-	AAA****
7	16 Aralık 2011	AAA***	-	-
8	13 Ocak 2012	-	-	AA+***
9	16 Şubat 2012	-	Aa1***	-
10	12 Temmuz 2013	AA+*	-	-
11	08 Kasım 2013	-	-	AA*
12	10 Ekim 2014	-	-	AA***
13	14 Ekim 2014	AA+****	-	-
14	12 Aralık 2014	AA*	-	-
15	18 Eylül 2015	-	Aa2*	-
TOPLAM (Derecelendirme Sayısı)		6	3	6

*Durağan Görünüm

**Pozitif Görünüm

***Negatif Görünüm

****Negatif İzleme

*****Pozitif İzleme

Kaynak: <http://www.tradingeconomics.com/France/rating> (Yalnızca Artış-Azalışlar))

2.2.11 Almanya

Tablo 2.71 Almanya'ya Ait 2015 Yılı Genel Ekonomik Göstergeler.

GSYİH (Milyon Dolar)	KBGSYİH (Dolar)	Büyüme Oranı (%)	Nüfus	Yüzölçümü (km ²)	Başkent
3.363.000	47.149	1.7	81.680.000	356.970	Berlin

Kaynak: www.worldbank.org/en/country/germany, Erişim Tarihi : 09.09.2016.

2.2.11.1 Ekonomik Görünüm

Yüksek alım gücüne sahip Alman Ekonomisi, Türkiye'nin ihracat ve ithalatında en büyük partneri olarak, dünyanın ABD ve Japonya'dan sonra gelen en gelişmiş sanayi ülkesidir. Ülke 81,8 milyonluk nüfusuyla Avrupa Birliği'nin en kalabalık ve en önemli ekonomik pazarı konumunu korumaktadır (T.C.Ekonomi Bak.lığı 2015).

Alman ekonomisinde en önemli yeri imalat sanayi ve hizmet sektörü teşkil etmektedir. İmalat sektörü içerisinde; sanayi makineleri, otomotiv, kimya sanayi ve son yıllarda telekomünikasyon'da öne çıkan faaliyetler olarak görülmektedir. Diğer taraftan, Ruhr bölgesinde çelik imalatı ciddi şekilde azalırken tarımın da önemi gün geçtikçe azalmaya devam etmektedir. Diğer sanayileşmiş ülkelerle benzer şekilde Almanya'nın da hizmetler sektörünün önemi her geçen gün artmaktadır. 2015 yılı verilerine göre hizmet sektörü Alman ekonomisinin %69'luk bir kısmını teşkil etmektedir (T.C. Ekonomi Bak. İlgı 2015).

2.2.11.2 Ekonomi Politikaları

Alman ekonomisi küresel ekonomik krizde etkisiyle 2009 yılında, son 60 yılın en büyük gerilemesini yaşayarak yıllık olarak %5 seviyelerinde küçülmüştür. Ülkenin büyüme hızındaki düşüşün önemli bir kaynağını özel tüketimdeki düşüşün oluşturduğu ifade edilmektedir. Tüketimde gerçekleşen düşüşün nedeninin, tüketicinin avronun tedavüle girmesiyle birlikte fiyatların hızlı bir şekilde artmakta olduğu hissi ile tüketim harcamalarında kısıtlamaya gitmesi, bunun neticesi olarak ücret artışlarının yavaşlaması ve istihdamdaki olumsuz gelişmelerden kaynaklandığı ifade edilmektedir (TC Ekonomi Bakanlığı, www.ekonomi.gov.tr Erişim Tarihi: 09.09.2016).

Ülkenin ihracatının 2009 yılı itibarıyla %14,3 azalması, 1950'den bu yana yıllık bazda yaşanan en büyük düşüş olmuştur. İhracat oluşan bu gerileme ile 2003'ten bu yana dünya ihracatında ilk sırada yer alan Almanya'yı 2009 yılında Çin'in ardından ikinci sırayı almasına neden olmuştur. 2009 yılında yaşanan GSYİH daralması %4,7 olarak gerçekleşmiş, 2010 yılında toparlanma sürecine giren Alman ekonomisi yılı %3,9'luk büyümeyle tamamlamıştır. Bu rakam 1990 yılında doğu ve batı Almanya'nın birleşmesinden sonra gerçekleşen en yüksek oran olmuştur (DEİK 2011).

2.2.11.3 Doğrudan Yabancı Yatırımları Görünümü

Almanya, DYSY'lerin GSMH'ya oranı açısından kendisinden daha küçük ekonomilerden daha düşük bir paya sahip olsa da, bu yatırım çeşidi için dünyadaki en cazip ülkelerden biri olarak öne çıkmaktadır. Ülkenin 1990'lı yıllarda sahip olduğu yoğun DYSY girişleri o döneme ait genel küresel ve Avrupa ölçeğindeki DYSY hareketlerinin özelliğini taşımaktadır. DYSY'lerde 2000'li yılların başında yaşanan düşüş sonrası, ülkenin yatırım hareketleri 2003'ten itibaren artmaya başlasa da, DYSY girişleri dünya ortalaması kadar artış göstermemiş, toplam DYSY stoku GSMH'sının dörtte biri düzeyinde oluşmuştur. Ülkenin dışa yönlü yatırım akışı genel olarak iç yönlü yatırımlarını aştığından, yatırım ortamında kaynak ülke olarak göze çarpmaktadır (DEİK 2011).

Tablo 2.72'de Almanya'ya yapılan 2010-2015 yıllarını kapsayan DYSY giriş ve çıkışları görülmektedir. UNCTAD (World Investment Report 2016) verilerine göre 2015 yılında Almanya'ya giren doğrudan yabancı yatırımların miktarı 31.719 milyon dolar, doğrudan yabancı yatırım stoğu ise 1.121.288 milyon dolardır.

Tablo 2.72 Almanya'ya ait Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırım Giriş ve Çıkışları

DYSY Girişleri (milyon dolar)						DYSY Çıkışları (milyon dolar)					
2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015
65.642	67.514	28.181	11.671	880	31.719	125.451	77.930	62.164	40.362	106.246	94.313

Kaynak: World Investment Report, 2016

2.2.11.4 Dış Ticaret (İhracat/İthalat)

Tablo 2.73 Almanya'nın İhracatında Öne Çıkan Başlıca Ülkeler (milyon dolar)

S.No	Ülke Adı	2012	2013	2014	2015	2016
1	ABD	112.268	118.864	127.770	126.565	118.604
2	Fransa	131.638	131.789	133.561	113.949	110.670
3	Birleşik Krallık	91.023	94.641	105.122	98.712	94.075
4	Hollanda	90.323	94.250	96.598	87.825	86.835
5	Çin	86.101	89.317	99.196	79.429	85.350
15	Türkiye	25.951	29.002	25.663	24.796	24.886
Toplam		1.410.129	1.450.950	1.498.157	1.328.549	1.340.752

Kaynak: ITC Trade Map, (www.trademap.org).

Tablo 2.73'de Almanya'nın 2014 yılı ile kıyasla toplam ihracatındaki %11 daralma yaşanmış ve 2016 yılında toplam ihracatı 1.340.752 milyon dolara düşmüştür. Türkiye ile ihracat hacminin 2016 yılı için 24.886 milyon dolar seviyelerinde gerçekleşmesi ile Türkiye, Almanya'nın ihracat yaptığı ülkeler arasında 15. sırayı alarak istikrarlı bir ticaret partneri olduğunu göstermektedir.

Tablo 2.74 Almanya'nın İthalatında Öne Çıkan Başlıca Ülkeler (milyon dolar)

S.No	Ülke Adı	2012	2013	2014	2015	2016
1	Çin	102.389	100.313	107.593	103.348	105.289
2	Hollanda	110.213	117.764	116.719	97.476	92.488
3	Fransa	81.826	84.300	88.658	74.160	72.918
4	ABD	67.187	66.556	66.753	68.423	65.815
5	İtalya	61.634	62.298	64.482	54.358	57.298
16	Türkiye	15.524	16.351	17.868	16.094	17.004
Toplam		1.161.213	1.187.314	1.214.955	1.057.616	1.060.672

Kaynak: ITC Trade Map, (www.trademap.org).

Tablo 2.74'de Almanya'nın 2014 yılı ile kıyasla toplam ithalatındaki %13 seviyelerinde daralmış ve Türkiye ile olan ithalatına kısmen yansiyarak 2016 yılı Türkiye'den ithalat hacmi 17.004 milyon dolar seviyelerine gerileyerek 2014 yılı ile kıyasla yaklaşık %5 seviyelerinde bir azalış göstererek Türkiye 16. Sıradaki yerini almıştır.

2.2.11.5 Derecelendirme Faaliyetleri

Almanya'nın derecelendirme faaliyetleri 17 Ağustos 1983 tarihinde S&P şirketinin notlamasıyla başlamış, daha sonra 9 Şubat 1986'de Moody's ve 10 Ağustos 1994 tarihinde de Fitch'in notlaması ile piyasa hakimiyetine sahip üç kuruluşta derecelendirme faaliyetine tabi tutulmuştur.

Tablo 2.75 Almanya'nın 1983-2014 Yılları Arasında Kredi Derecelendirme Kuruluşlarından Almış Olduğu Notlar

S.No.	Tarih	FITCH	MOODY'S	S&P
1	17 Ağustos 1983	-	-	AAA
2	09 Şubat 1986	-	Aaa*	-
3	26 Haziran 1989	-	-	AAA*
4	10 Ağustos 1994	AAA	-	-
5	21 Eylül 2000	AAA*	-	-
6	21 Kasım 2011	AAA*	-	-
7	05 Aralık 2011	-	-	AAA****
8	13 Ocak 2012	-	-	AAA*
9	23 Temmuz 2012	-	Aaa***	-
10	28 Şubat 2014	-	Aaa*	-
TOPLAM (Derecelendirme Sayısı)		3	3	4

*Durağan Görünüm

**Pozitif Görünüm

***Negatif Görünüm

****Negatif İzleme

*****Pozitif İzleme

Kaynak: <http://www.tradingeconomics.com/germany/rating> (Yalnızca Artış-Azalışlar)

2.2.12 İtalya

Tablo 2.76 İtalya'ya Ait 2015 Yılı Genel Ekonomik Göstergeler.

GSYİH (Milyon Dolar)	KBGSYİH (Dolar)	Büyüme Oranı (%)	Nüfus	Yüzölçümü (km ²)	Başkent
1.821.000	35.095	0.7	60.730.000	301.338	Roma

Kaynak: www.worldbank.org/en/country/italy, Erişim Tarihi : 09.02.2017.

2.2.12.1 Ekonomik Görünüm

İtalya, IMF'ye ait 2014 yılı verilerine göre dünyanın sekizinci, Avrupa'nın dördüncü büyük ekonomisidir. Avrupa Birliği'nin kurucu üyelerinden biri olan İtalya, aynı zamanda ABD, Almanya, İngiltere, Fransa, Kanada, Japonya ve Rusya ile birlikte G-8 adı verilen sanayileşmiş ülkeler grubunun da bir üyesidir. Ülke, II. Dünya Savaşı sonrası savaşın beraberinde getirdiği ağır ekonomik çöküntüyle karşı karşıya kalmış, ABD'nin savaş

sonrası uyguladığı Marshall Planı ile sanayi tesislerini yeniden yapılandırma yolunda ihtiyaç duyulan sermayeyi elde etmiş, sanayide istihdam edeceği işgücünü de ülkenin güney kesiminde özellikle Sicilya adasına gelen göçmenlerden karşılamıştır. 1950 ve 1960'lı yıllar arasında bahse konu sermaye ve iş gücünün itici özelliği ile zayıf tarımsal bir ekonomiden güçlü bir sanayi ülkesine dönüşüm yaşamıştır. 1959-1962 yılları arasında ortalama yıllık %6,3 oranında ekonomik büyüme gerçekleştirmiş ve bu dönem daha sonraları İtalyan ekonomik mucizesi (il boom economico) olarak adlandırılmıştır (TC Ekonomi Bakanlığı www.ekonomi.gov.tr Erişim Tarihi: 09.09.2016)

1957 yılında AB'nin temelini oluşturan Avrupa Ekonomik Topluluğu (AET)'nin kurulmasıyla başlayan AB sürecinde, Altılar olarak bilinen Fransa, Almanya, İtalya, Hollanda, Belçika ve Lüksemburg'un teşkil ettiği gümrük birliği sayesinde bu ülkeler aralarındaki ticareti sürekli olarak geliştirmiş, aynı zamanda Avrupa'nın ekonomik gelişimine de ivme kazandırmıştır (İTKİB 2011). Ülkenin 2015 yılı itibariyle GSYİH'nin yaklaşık %2,2'si tarım, %23,6'sı sanayi ve %74,2'si hizmet sektöründen oluşmaktadır.

2.2.12.2 Ekonomi Politikası

İtalyan ekonomisi iki yıldır devam eden mali sıkılaştırma politikalarının, zayıf iş dünyası ve tüketici güveni sonucu olarak 2013 yılında % 1,8, 2014 yılında da % 0,4 oranında daralmıştır. 2015 yılında ise ekonomi % 0,6'lık sınırlı da olsa bir büyüme gerçekleştirmiştir. Tekstil, mobilya ve beyaz eşya gibi önemli sektörlerdeki firmalar, düşük maliyetli avantajı ile üretimlerine devam eden Çin karşısında rekabet edemez duruma gelmektedir.

İtalya güçlü ekonomik yapısı, daha çok aile şirketlerinden oluşan, sanayi grupları içerisinde bir araya gelmiş, küçük ve orta ölçekli firmalardan teşkilidir. Bahse konu firmalar çeşitli sermaye ve tüketim ürünlerinde uzmanlıklar geliştirmiş, özellikle imalat sektöründe güçlü bir konuma ulaşmışlardır. Ana sanayi ürünleri arasında otomotiv, gemi yapımı, kimyasallar, mobilya, giyim ve tekstil, deri eşya ve ayakkabı, gıda işlemleri, seramik ürünler, parçalar ve makineleri önde gelmektedir (İTKİB 2011).

Bunun yanı sıra İtalyan sanayisinin en gelişmiş sektörler olarak mekanik, yapı, kimya ve taşıt araçları öne çıkan sektörler olarak görülmektedir. İtalya'nın en önemli gücünün diğer sanayileşmiş ülkelere kıyasla küçük ve orta ölçekli firma sayısının fazla olması olarak ifade edilmektedir. Ülkede 4,5 milyon şirketin faaliyet gösterdiği, bunların %95'inin mikro ölçekli şirket olduğu ve istihdamın %46'sına denk gelen 17,9 milyon kişiyi istihdam ettikleri belirtilmektedir. Şirket bünyesinde çalışan sayısının ortalama 4 kişi olduğu düşünüldüğünde, sadece %0,08 firmanın 250 den fazla çalışanı bulunduğu ifade

edilmektedir. Büyük ölçekli şirketler daha çok İtalya'nın kuzeyi ve ortasında toplanırken Ülkenin güneyinde daha çok tarım ve turizm alanında faaliyette bulunan küçük işletmeler görülmektedir (İTKİB 2011).

İtalyan ekonomisinin bir diğer itici gücü ise "sanayi bölgeleri" olarak adlandırılan ve aynı sektörde, her biri üretim aşamalarının başka bir dalında uzmanlaşmış birçok firmanın sıkı ekonomik ilişkiler içerisinde bir arada bulunduğu alanlarının var olması ve bunların gelişimidir. Bugün ülkede 200'den fazla sanayi bölgesi faaliyet göstermektedir (İTKİB 2011).

2.2.12.3 Doğrudan Yabancı Yatırımları Görünümü

Tablo 2.77'de İtalya'ya yapılan 2010-2015 yıllarını kapsayan DYSY giriş ve çıkışları görülmektedir. UNCTAD (World Investment Report 2016) verilerine göre 2015 yılında İtalya'ya giren doğrudan yabancı yatırımların miktarı 20.279 milyon dolardır.

Tablo 2.77 İtalya'ya ait Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırım Giriş ve Çıkışları

DYSY Girişleri (milyon dolar)						DYSY Çıkışları (milyon dolar)					
2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015
9.178	34.324	93	24.273	23.223	20.279	32.685	53.667	8.007	25.134	26.539	27.607

Kaynak: UNCTAD, World Investment Report, 2016

2.12.4 Dış Ticaret (İhracat/İthalat)

Tablo 2.78 İtalya'nın İhracatında Öne Çıkan Başlıca Ülkeler (milyon dolar)

S.No	Ülke Adı	2012	2013	2014	2015	2016
1	Almanya	62.768	64.356	66.568	56.269	58.331
2	Fransa	55.577	56.149	55.784	47.294	48.606
3	ABD	34.246	35.909	39.508	39.881	40.871
4	Birleşik Krallık	24.367	26.016	27.799	24.783	24.874
5	İspanya	23.536	22.793	23.936	21.905	23.203
11	Türkiye	13.614	13.390	12.922	11.060	10.622
Toplam		501.528	518.095	529.528	456.988	461.529

Kaynak: ITC Trade Map, (www.trademap.org).

Tablo 2.78'de İtalya'nın 2014 yılı ile kıyasla toplam ihracatındaki %13 daralma yaşanmış ve 2016 yılında toplam ihracatı 461.529 milyon dolara gerilemiştir. Türkiye ile ihracat hacminin 2016 yılı için 10.622 milyon dolar seviyelerinde gerçekleşmesi ile Türkiye, İtalya'nın ihracat yaptığı ülkeler arasında 11. sırayı alarak %18 seviyelerinde İtalya'nın Türkiye'ye olan ihracatında düşüş görülmüştür.

Tablo 2.79 İtalya'nın İthalatında Öne Çıkan Başlıca Ülkeler (milyon dolar)

S.No	Ülke Adı	2012	2013	2014	2015	2016
1	Almanya	70.899	70.767	72.235	63.879	65.794
2	Fransa	40.615	40.512	40.912	35.686	36.020
3	Çin	32.162	30.634	33.305	31.315	30.194
4	Hollanda	26.423	27.471	27.646	22.813	22.305
5	İspanya	21.831	21.716	22.893	20.612	21.619
13	Türkiye	6.760	7.310	7.594	7.373	8.271
Toplam		489.104	479.336	474.082	410.933	404.577

Kaynak: ITC Trade Map, (www.trademap.org).

Tablo 2.79'da İtalya'nın 2014 yılı ile kıyasla toplam ithalatındaki %15 seviyelerinde daralmış buna rağmen 2016 yılı Türkiye'den ithalat hacmi 8.271 milyon dolar seviyelerine yükselerek 2014 yılı ile kıyasla yaklaşık %9 seviyelerinde bir yükseliş göstererek Türkiye 13. sıradaki yerini almıştır.

2.2.12.5 Derecelendirme Faaliyetleri

İtalya'nın derecelendirme faaliyetleri 10 Ekim 1986 tarihinde Moody's şirketinin notlamasıyla başlamış, daha sonra 23 Kasım 1988'de S&P ve 10 Ağustos 1994 tarihinde de Fitch'in notlaması ile piyasa hakimiyetine sahip üç kuruluşta derecelendirme faaliyetine tabi tutulmuştur. İtalya'ya ait notlar yatırım yapılabilir seviyede olmasını göstermesine rağmen 2012 yılından itibaren düşüş trendini göstermektedir.

Tablo 2.80 İtalya'nın 1986-2014 Yılları Arasında Kredi Derecelendirme Kuruluşlarından Almış Olduğu Notlar

S.No.	Tarih	FITCH	MOODY'S	S&P
1	10 Ekim 1986	-	Aaa*	-
2	23 Kasım 1988	-	-	AA+
3	26 Haziran 1989	-	-	AA+**
4	30 Mayıs 1991	-	-	AA+*
5	01 Temmuz 1991	-	Aa1*	-
6	06 Mayıs 1992	-	-	AA+***
7	13 Ağustos 1992	-	Aa3*	-
8	25 Şubat 1993	-	Aa3****	-
9	01 Mart 1993	-	-	AA*
10	10 Ağustos 1994	AA	-	-
11	03 Şubat 1995	-	-	AA***
12	23 Şubat 1995	AA-	-	-
13	01 Mayıs 1996	-	A1*****	-
14	01 Mayıs 1996	-	A1*	-
15	03 Temmuz 1996	-	Aa3*	-
16	06 Mayıs 1998	-	-	AA*
17	21 Eylül 2000	AA-*	-	-
18	15 Mayıs 2002	-	Aa2*	-
19	17 Haziran 2002	AA*	-	-
20	15 Ocak 2003	-	-	AA***
21	07 Temmuz 2004	-	-	AA-*
22	29 Haziran 2005	AA***	-	-

S.No.	Tarih	FITCH	MOODY'S	S&P
23	08 Ağustos 2005	-	-	AA-***
24	25 Mayıs 2006	AA****	-	-
25	19 Ekim 2006	-	-	A+*
26	19 Ekim 2006	AA-*	-	-
27	20 Mayıs 2011	-	-	A+***
28	17 Haziran 2011	-	Aa2****	-
29	19 Eylül 2011	-	-	A***
30	04 Ekim 2011	-	A2***	-
31	07 Ekim 2011	A+***	-	-
32	05 Aralık 2011	-	-	A****
33	16 Aralık 2011	A+****	-	-
34	13 Ocak 2012	-	-	BBB+***
35	27 Ocak 2012	A-***	-	-
36	13 Şubat 2012	-	A3***	-
37	13 Temmuz 2012	-	Baa2***	-
38	08 Mart 2013	BBB+***	-	-
39	09 Temmuz 2013	-	-	BBB***
40	14 Şubat 2014	-	Baa2*	-
41	25 Nisan 2014	BBB+*	-	-
42	05 Aralık 2014	-	-	BBB-*
TOPLAM (Derecelendirme Sayısı)		12	13	17

*Durağan Görünüm
**Pozitif Görünüm
***Negatif Görünüm
****Negatif İzleme
*****Pozitif İzleme

Kaynak : <http://www.tradingeconomics.com/italy/rating> (Yalnızca Artış-Azalışlar)

2.2.13 Japonya

Tablo 2.81 Japonya'ya Ait 2015 Yılı Genel Ekonomik Göstergeler.

GSYİH (Milyon Dolar)	KBGSYİH (Dolar)	Büyüme Oranı (%)	Nüfus	Yüzölçümü (km ²)	Başkent
4.383.000	34.414	1.2	127.000.000	377.899	Tokyo

Kaynak : www.worldbank.org/en/country/japan, Erişim Tarihi : 09.02.2017.

2.2.13.1 Ekonomik Görünüm

II. Dünya savaşından bu yana düzenli olarak büyümeye gösteren Japonya ekonomisi, 2008 yılında küresel ekonomik krizde etkisiyle önemli ölçüde yavaşlamaya başlamıştır. Ekonomik büyümesi genel olarak ihracat sektörüne dayanan Japonya'nın, ülke dışından gelen taleplerin ekonomik kriz nedeniyle azalmaya başlaması sonucu japon hükümeti yerel talebi canlandırmaya yönelik önlemler almaya başlamıştır (TC.Ekonomi Bakanlığı www.ekonomi.gov.tr Erişim Tarihi: 09.09.2016).

Küresel ekonomik kriz sonrası dönemde Japonya'da enflasyonist baskıların yeniden ortaya çıkmış, TÜFE %1,4 seviyelerinde gerçekleşmiştir (Tarakçioğlu 2011). İMF tahminlerine göre ortalama tüketici fiyatları enflasyonunun 2014 yılında %2,8 ile zirve yapması, 2016 da %1,8'e düşmesi beklenmektedir.

Japonya'nın yurt dışı yatırımlarının sektörel dağılımına bakıldığında, imalatın %32, finans ve hizmet sektörlerinin yer aldığı imalat dışı yatırımların payının ise yaklaşık %70 seviyesinde olduğu görülmektedir (<http://www.worldbank.org/en/country/japan>).

2.2.13.2 Doğrudan Yabancı Yatırımların Görünümü

Dünyanın üçüncü büyük ekonomisi konumunda bulunan Japonya, yabancı yatırımcıların ilgisini çekmeye devam etmekte ancak ülkeye yapılan doğrudan yabancı yatırım oranı görece düşük seviyelerde kalmaktadır. Buna karşın Japon işadamlarının ülke dışına yönelik yatırımları dünyada önemli seviyelere ulaşmış bulunmaktadır. ABD ile AB ülkelerinin büyük firmaları Japonya'daki en önemli yabancı yatırımcılar olduğu ve geçmiş yıllarda ülkeye yapılan yabancı yatırımların yarısından fazlasını bu ülke grubunun oluşturduğu bilinmektedir (Tarakçıoğlu 2011). Bahse konu yatırımlar, imalata dayalı olmayan işkolları olarak göze çarpmaktadır. Özellikle bu yatırımlarda finansal hizmetler ile perakendecilik ön plana çıkmaktadır. İmalata dayalı doğrudan yabancı yatırımlarda ise otomotiv sanayi en yüksek yatırımların gerçekleştiği alan olarak görülmektedir. 2013 yılında Japonya'nın dış yatırımları 135 milyar dolar olarak gerçekleşmiş, bölge bazında incelendiğinde Japonya'nın dış yatırımlarının en fazla arttığı ülke grubunun Kuzey Amerika ve İngiltere ülkeleri olduğu değerlendirilmektedir (TC.Ekonomi Bakanlığı, www.ekonomi.gov.tr, Erişim Tarihi : 09.09.2016).

Tablo 2.82'de Japonya'ya yapılan 2010-2015 yıllarını kapsayan DYSY giriş ve çıkışları görülmektedir. UNCTAD (World Investment Report 2016) verilerine göre 2015 yılında Japonya'ya giren doğrudan yabancı yatırımların miktarı 2.250 milyon dolardır. Japonya'nın yaptığı DYSY yatırım miktarı ise 128.654 milyon dolardır.

Tablo 2.82 Japonya'ya ait Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırım Giriş ve Çıkışları

DYSY Girişleri (milyon dolar)						DYSY Çıkışları (milyon dolar)					
2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1.252	1.758	1.732	2.304	2.090	2.250	56.263	107.599	122.549	135.749	113.595	128.654

Kaynak: UNCTAD, World Investment Report, 2016

2.2.13.3 Dış Ticaret (İhracat/İthalat)

Tablo 2.83 Japonya'nın İhracatında Öne Çıkan Başlıca Ülkeler (milyon dolar)

S.No	Ülke Adı	2012	2013	2014	2015	2016
1	ABD	142.084	134.539	130.773	126.387	130.585
2	Çin	144.184	129.401	126.361	109.277	113.830
3	G.Kore	61.527	56.513	51.520	44.018	46.235
4	Taiwan	46.017	41.612	39.959	36.960	39.297
5	H.Kong	41.043	37.418	38.143	35.006	33.624
28	Türkiye	2.413	2.315	2.123	2.161	2.861
Toplam		798.620	715.097	690.217	624.873	644.932

Kaynak: ITC Trade Map, (www.trademap.org).

Tablo 2.83'de Japonya'nın 2014 yılı ile kıyasla toplam ihracatındaki %7 daralma yaşanmış ve 2016 yılında toplam ihracatı 644.932 milyon dolara gerilemiştir. Türkiye ile ihracat hacminin 2016 yılı için 2.862 milyon dolar seviyelerinde gerçekleşmesi ile Türkiye, Japonya'nın ihracat yaptığı ülkeler arasında 28. sırada yer almıştır.

Tablo 2.84 Japonya'nın İthalatında Öne Çıkan Başlıca Ülkeler (milyon dolar)

S.No	Ülke Adı	2012	2013	2014	2015	2016
1	Çin	188.500	180.977	181.294	160.559	156.552
2	ABD	78.216	71.958	73.045	68.347	69.221
3	Avustralya	56.449	51.026	48.117	34.791	30.432
4	G.Kore	40.532	35.822	33.385	26.807	25.019
5	Taiwan	24.073	23.744	24.273	23.282	22.957
58	Türkiye	574	598	663	626	563
Toplam		886.031	833.166	812.184	625.568	606.924

Kaynak: ITC Trade Map, (www.trademap.org).

Tablo 2.84'de Japonya'nın 2014 yılı ile kıyasla toplam ithalatındaki %25 seviyelerinde daralarak 2016 yılı için ithalat hacmi 606.924 milyon dolar seviyelerinde gerçekleşmiştir.

2.2.13.4 Derecelendirme Faaliyetleri

Japonya'nın derecelendirme faaliyetleri 22 Ocak 1959 tarihinde S&P şirketinin notlamasıyla başlamış, daha sonra 1 Ekim 1981'de Moody's ve 10 Ağustos 1994 tarihinde de Fitch'in notlaması ile piyasa hakimiyetine sahip üç kuruluşunda derecelendirme faaliyetine tabi tutulmuştur.

Tablo 2.85 Japonya'nın 1959-2016 Yılları Arasında Kredi Derecelendirme Kuruluşlarından Almış Olduğu Notlar

S.No.	Tarih	FITCH	MOODY'S	S&P
1	22 Ocak 1959	-	-	BBB
2	28 Şubat 1975	-	-	AAA
3	01 Ekim 1981	-	Aaa*	-
4	26 Haziran 1989	-	-	AAA*
5	10 Ağustos 1994	AAA	-	-
6	02 Nisan 1998	-	Aaa***	-
7	23 Temmuz 1998	-	Aaa****	-
8	01 Eylül 1998	AAA****	-	-
9	16 Kasım 1998	-	Aa1***	-
10	21 Eylül 2000	AA+*	-	-
11	22 Şubat 2001	-	-	AA+*
12	02 Mart 2001	AA+***	-	-
13	11 Eylül 2001	-	-	AA+***
14	26 Kasım 2001	AA***	-	-
15	27 Kasım 2001	-	-	AA***
16	15 Nisan 2002	-	-	AA-***
17	30 Mayıs 2002	-	Aa1*	-
18	23 Mart 2004	-	-	AA-*
19	07 Nisan 2004	-	Aaa*	-
20	09 Mayıs 2005	AA*	-	-
21	23 Mayıs 2006	-	-	AA-**
22	01 Haziran 2006	-	Aaa**	-
23	22 Nisan 2007	-	-	AA*
24	18 Mayıs 2009	-	Aa2*	-
25	26 Ocak 2010	-	-	AA***
26	27 Ocak 2011	-	-	AA-*
27	22 Şubat 2011	-	Aa2***	-
28	26 Nisan 2011	-	-	AA-***
29	27 Mayıs 2011	AA***	-	-
30	31 Mayıs 2011	-	Aa2****	-
31	24 Ağustos 2011	-	Aa3*	-
32	22 Mayıs 2012	A+***	-	-
33	01 Aralık 2014	-	A1*	-
34	09 Aralık 2014	A+****	-	-
35	27 Nisan 2015	A*	-	-
36	16 Eylül 2015	-	-	A+*
37	13 Haziran 2016	A***	-	-
TOPLAM (Derecelendirme Sayısı)		11	12	14

*Durağan Görünüm

**Pozitif Görünüm

***Negatif Görünüm

****Negatif İzleme

*****Pozitif İzleme

Kaynak : <http://www.tradingeconomics.com/Japan/rating> (Yalnızca Artış-Azalışlar)

2.2.14 Rusya

Tablo 2.86 Rusya'ya Ait 2015 Yılı Genel Ekonomik Göstergeler.

GSYİH (Milyon Dolar)	KBGSYİH (Dolar)	Büyüme Oranı (%)	Nüfus	Yüzölçümü (km²)	Başkent
1.366.000	24.410	-3.7	144.100.000	17.075.400	Moskova

Kaynak: www.worldbank.org/en/country/russia, Erişim Tarihi : 09.02.2017.

2.2.14.1 Ekonomik Görünüm

Rusya, büyük bir ekonomik gücün temelini teşkil eden doğal kaynakları ve beşeri sermayesi ile dünyada sayılı ülkelerden biri durumundadır (DEİK 2012). Ülkenin son on yıllık dönemde yüksek düzeyde seyreden petrol fiyatları ve elverişli ticaret hadleri ile sağladığı güçlü büyümenin ülkenin itici gücünü teşkil ettiği değerlendirilmektedir. Ancak, yapılan çalışmalarda uzun vadeli büyüme ve ekonomideki doğal kaynaklara bağımlılığın arasında negatif bir korelasyon olduğu ortaya konulmaktadır. “Dutch Disease-Hollanda Sendromu” olarak adlandırılan bu durum, aşırı değerlenmiş döviz kurunun doğal kaynak dışı sektörlerde büyümeyi olumsuz etkilediğinin ifade edilmesidir (www.worldbank.org/en/country/russia, Erişim : 09.09.2016).

Rusya'nın sahip olduğu geniş yüzölçümü; emek, doğal kaynaklar ve iş merkezleri arasında uzun mesafelere neden olması nedeniyle ekonomik olarak dezavantaj oluşturmaktadır. Ülkede yer alan nehirlerin çoğunluğunun doğu-batı yönünde değil, kuzey-güney yönünde akmaksı nedeniyle denize ulaşım zorlaşmaktadır. Bunun neticesi olarak ülkedeki taşımacılık ve ulaşım maliyetleri uluslararası ortalama maliyetlere kıyasla yaklaşık 3 katı kadar fazladır (DEİK 2012).

Sovyet bloğunun dağılmasının ardından hizmet sektörünün GSYİH'daki payı 1990'lı yılların başında %36'nın altında iken, 1995 yılında kazanan ivme ile bu rakam bugüne kadar %55 ve %60 seviyelerinde seyretmiştir. Bununla birlikte hizmet ve sanayi sektörü verilerinin transfer fiyatlandırması uygulaması nedeniyle gerçek rakamları tam olarak yansıtmadığı ifade edilmektedir. Transfer fiyatlandırması, ülkedeki petrol şirketlerinin düşük vergi uygulamasına sahip bölgelerde, tamamı kendilerine ait olmak üzere kurdukları şubelerine ucuz fiyatlardan satış yapmasına verilen ve yaygın olarak kullanılan bir uygulama olarak görülmektedir. Hizmet sektöründe faaliyet gösteren bir ticari kuruluşu kaydettirilen bu şubeler, petrol veya gazı pazar fiyatlarından satmakta ve yüksek kar elde etmektedir (DEİK 2012).

Rusya, sahip olduğu merkezi planlama teşkilatı ve zengin kaynakları ile sanayi sektörü ağır sanayi yönünde gelişmiştir. Yakıt, enerji ve metalürji üretimi toplam sınıai üretimin %35'den fazlasını teşkil etmektedir. Elektrik ve gıda üretiminin sınıai üretimdeki payının yaklaşık %25 olduğu göz önünde bulundurulduğunda ileri teknoloji ve tüketim malları üretiminin Rus ekonomisinde küçük bir paya sahip olduğu görülmektedir. Aynı şekilde, tekstil sanayinin de sınıai üretimdeki payı kısıtlı seviyededir (DEİK 2012).

Ülke ekonomisi büyük ölçekli sınıai işletmelerin hakimiyetinde olup, KOBİ'lerin GSYİH'daki payı, sadece %10-15 seviyelerindedir. Bu oranın genel olarak gelişmiş

ekonomilerde ve geçiş ekonomilerinde yaklaşık %50 veya daha fazladır. Küçük ölçekli işletmelerin ekonomide yeterince yer alamamasının önemli nedenlerinden bazıları ülkede uygulanan yoğun vergi ve karmaşık hukuki düzenlemelerdir.

Ülkedeki sanayisi, Moskova, St. Petersburg, Yekaterinburg ve Nizhny Novgorod kentlerinde yoğun olarak yerleşiktir. Bu büyük kentler Sovyet Bloğu sonrası geçiş sürecini diğer kentlere göre daha iyi yönetmiş, üretimde çeşitlilik sağlamıştır. Tomsk ve Novosibirsk gibi daha küçük kentler Sovyet rejimi tarafından yaratılmış sanayi merkezleridir. Sibiry ve ülkenin en doğusundaki bölgeler ham madde ve enerji üssü konumunda olmasına rağmen hala sanayileşememiş durumdadır (DEİK 2012). Sovyet planlamacıların ölçek ekonomisinin faydalarından yararlanmayı hedefleyen politikaları nedeniyle oligopol bir yapı, belirli bir kentin ya da bölgenin tüm yerel ekonomisinin temelini oluşturmuştur.

2.2.14.2 Ekonomi Politikaları

Rusya, Sovyet Bloğunun dağılması sonrası ciddi bir ekonomik çöküntü ile karşı karşıya kalmış, reel GSYİH 1991 yılında yaklaşık %12 oranında gerilemiş, bütçe açığı GSYİH'nın %26'sına kadar yükselmiştir. Altında yapısal sorunların bulunduğu sosyalist ekonominin çökmesi neticesinde enflasyon üç haneli rakamlara kadar yükselmiştir (DEİK 2012) Bu yapısal sorunlar şu şekilde özetlenmektedir:

- Eski Doğu Avrupanın sahip olduğu pazarların, Doğu Bloku'nun dağılması ile çözülmesi ve bunun sonucunda arz zincirinin bozulması,
- Mali yardımların kesilmesi ile tarım sektöründe meydana gelen kriz,
- Kumanda ekonomisi kurallarının, pazar ekonomisi kuralları uygulamaya konulmaya başlamadan terk edilmesi.

Rusya'da 1992 yılında pazar ekonomisinin mümkün olduğunca süratli inşa edilmesine yönelik süreç için bir ekonomik program tasarlanmış, ancak üretimde süregelen düşüş, mali dengede bozulma ve yapısal reformların ağır aksak bir şekilde ilerlemesinin önüne geçilememiştir. Bunun sonucu olarak 1994 yılında Merkez Bankası tarafından IMF desteği ile sıkı para politikası uygulaması başlatılmış ve enflasyonla mücadeleye dönük bir bütçe kabul edilmiştir.

Ülke üç haneli enflasyonla uzun yıllar mücadele etmesinin sonucunda, 1995 yılında belirli ölçüde bir makro ekonomik istikrar sağlanarak, 1998 yılı ortalarına dek bu istikrarı sürdürmeyi başarabilmiştir. Kriz sonrasında alınan önlemleri izleyen dönemlerde hükümetler değişsede makro ekonomik istikrar programına bağlı kalmıştır. İhracattan elde edilen gelirler Ruble'nin değerinin düşmesi neticesinde artış göstermiş ve pek çok

sektör devalüasyonun sağladığı bu avantajdan yararlanarak ihracata yönelmiştir. 2000 yılı sonu itibarı ile enflasyon %20'ye gerilemiştir. Enflasyondaki düşüş eğilimi izleyen yıllarda da devam etmiş olup, 2007 yılı başı itibarı ile %7'nin biraz üzerinde gerçekleşmiştir. Ancak bundan sonraki dönemde aşırı yüksek düzeyde seyreden enerji fiyatları, para arzındaki artış ve küresel gıda fiyatlarından dolayı enflasyonda yeniden bir yükseliş görülmüştür.

Kriz sonrasında kamu maliyesi de dikkate değer bir gelişme göstermiştir. Bu gelişme, petrol sektöründen elde edilen beklenenin üzerinde kazancı yansıtmakla birlikte aynı zamanda toplanan vergilerde artış olduğunu ve harcamaların daha iyi denetlendiğini göstermektedir.

Rusya'nın karmaşık ve külfetli vergi sistemi yatırımlar ve büyüme önünde önemli bir engel teşkil etmiştir. Vergi reformu, uzun yıllar boyunca sürekli gündemde olmuş, ancak ciddi anlamda ilerleme Putin döneminde sağlanabilmiştir (TC Ekonomi Bakanlığı www.ekonomi.gov.tr Erişim Tarihi: 09.09.2016).

Rusya'da 2001 yılından itibaren gerçekleştirilen bazı reformlar;

- %13 oranında kişisel gelir vergisi uygulaması,
- Çeşitli sosyal resim ve harçların yerine birleşik, yüksek ölçüde regresif sosyal vergi uygulaması,
- En yüksek kurumlar vergisi oranının %35'ten, %24 seviyelerine indirilmesi ve bununla birlikte çok sayıdaki yasal boşluğun ortadan kaldırılması,
- Kurumlar vergisi oranının 2009 yılında %24'ten %20 seviyelerine indirilmesi,
- Muntazam ticari harcamalarda muafiyet koşullarının iyileştirilmesi,
- Petrol sektörü ve küçük işletmelere kolaylıklar sağlanması,
- Standart KDV oranının %20'den %18 seviyelerine indirilmesi

şeklinde gerçekleşmiştir (DEİK 2012).

2.2.14.3 Doğrudan Yabancı Yatırımların Görünümü

DYSY'ler 1990'lı yıllar süresince Rusya'nın ekonomik potansiyeline rağmen yetersiz seviyelerde gerçekleşmiştir. Ülkenin siyasi istikrarsızlığı bereberinde gelen ekonomik belirsizliği, yasal boşlukları ile iş ortamını olumsuz yönde etkileyen düzenlemeler ve vergi yükü ülkeye doğrudan yabancı yatırım girişini olumsuz yönde etkileyen unsurlar olarak görülmektedir (OKA 2012).

2000'li yılların başından itibaren DYSY'ler dikkate değer artış kaydetmeye başlamış, 1998-2002 yılları arasında yıllık 3 milyar dolar tutarında düzenli doğrudan yabancı yatırım girişi olmuştur. 2002 yılından sonra hızla artmaya başlayan DYSY'ler 2008 yılında 75

milyar dolarlık (GSYİH'nın % 4,5'i) rekor seviyeye ulaşmıştır. Rusya, 2008 yılında gelişen pazarlar içinde Çin'den sonra en fazla DYSY çeken ikinci ülke olmuştur. Küresel krizin olumsuz etkisine bağlı olarak 2009 yılında ülkeye giriş yapan DYSY'ler, 2008 yılına göre yaklaşık %50 oranında gerileyerek 36,6 milyar dolar tutarında gerçekleşmiştir. 2010 yılında 43,2 milyar dolar olan DYSY girişi, 2011 yılında 55,1 milyar dolar, 2012 yılında 50,6 milyar dolar olmuştur. 2013 yılında ülkeye 69,2 milyar dolar tutarında DYSY girişi gerçekleşmiştir. 2014 yılında 22,9 milyar dolarlık ve 2015 yılında 4.8 milyar dolarlık DYSY girişi gerçekleşmiştir. 2016 yılında 5.1, 2017 yılında 9.5 milyar dolar DYSY girişinin gerçekleşmesi beklenmektedir (Ekonomi Bak.lığı UDY 2015).

Tablo 2.87'de Rusya'ya yapılan 2010-2015 yıllarını kapsayan DYSY giriş ve çıkışları görülmektedir. UNCTAD (World Investment Report 2016) verilerine göre 2015 yılında Rusya'ya giren doğrudan yabancı yatırımların miktarı 9.825 milyon dolardır. Rusya'nın DYSY yatırım girişi 2015 yılında bir önceki yıla kıyasla %300 seviyelerinde azalmıştır.

Tablo 2.87 Rusya'ya ait Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırım Giriş ve Çıkışları

DYSY Girişleri (milyon dolar)						DYSY Çıkışları (milyon dolar)					
2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015
31.668	36.868	30.188	53.397	29.152	9.825	41.116	48.635	28.423	70.685	64.203	26.558

Kaynak: UNCTAD, World Investment Report, 2016

2.2.13.3 Dış Ticaret (İhracat/İthalat)

Tablo 2.88 Rusya'nın İhracatında Öne Çıkan Başlıca Ülkeler (milyon dolar)

S.No	Ülke Adı	2012	2013	2014	2015	2016
1	Hollanda	76.036	69.259	66.683	40.198	29.254
2	Çin	35.766	35.625	37.414	28.334	28.021
3	Almanya	24.039	22.962	24.950	15.906	21.258
4	Belarus	21.380	16.870	16.539	12.428	14.050
5	Türkiye	16.103	15.122	14.755	11.703	13.698
Toplam		524.766	527.265	497.833	343.907	285.491

Kaynak: ITC Trade Map, (www.trademap.org).

Tablo 2.88'de Rusya'nın 2014 yılı ile kıyasla toplam ihracatındaki %43 seviyelerinde daralma yaşanmış ve 2016 yılında toplam ihracatı 285.491 milyon dolara gerilemiştir. Türkiye ile ihracat hacminin 2016 yılı için 13.696 milyon dolar seviyelerinde gerçekleşmesi ile Türkiye, Rusya'nın ihracat yaptığı ülkeler arasında 5. sırayı almıştır.

Tablo 2.89 Rusya'nın İthalatında Öne Çıkan Başlıca Ülkeler (milyon dolar)

S.No	Ülke Adı	2012	2013	2014	2015	2016
1	Çin	51.767	53.173	50.853	35.199	38.086
2	Almanya	38.289	37.904	32.947	18.991	19.450
3	ABD	15.505	16.717	18.594	11.489	11.065
4	Belarus	12.991	13.959	12.316	7.988	9.406
5	Fransa	13.806	13.021	10.551	5.563	8.491
23	Türkiye	6.840	7.272	6.654	4.068	2.147
Toplam		316.192	314.945	286.648	182.781	182.261

Kaynak: ITC Trade Map, (www.trademap.org).

Tablo 2.89'da Rusya'nın 2014 yılı ile kıyasla toplam ithalatındaki %37 seviyelerinde daralarak 2016 yılı için ithalat hacmi 182.261 milyon dolar seviyelerinde gerçekleşmiştir. Bahse konu daralma ile Rusya'nın Türkiye'den yaptığı 2016 yılı için 2.147 milyon dolar seviyesinde ithalatın bir önceki yıla göre %48, 2014 yılına göre ise %300 seviyesinde bir azalış görülmüştür. Bu azalışta Rusya ile Türkiye arasında yaşanan Uçak Krizinin etkisi dünya genelinde belirtilen dış ticaret daralmasından daha büyük olmuştur.

2.2.13.4 Derecelendirme Faaliyetleri

Rusya'nın derecelendirme faaliyetleri, Soğuk Savaş Sonrası 1990'ların başında Sovyetler Birliği'nin dağılması ve Rusya'nın serbest pazar ekonomisine geçmesi neticesinde 7 Ekim 1996 tarihinde piyasa hakimiyetine sahip üç kuruluşunda ortak olarak notlaması ile derecelendirme faaliyeti başlamıştır. Üç derecelendirme kuruluşu da Rusya'yı 2004, 2005 yıllarında yatırım yapılabilir ülke seviyesine çıkarmış, fakat 2015 yılında Moody's ve S&P Rusya'nın kredi notunu tekrardan spekülative seviyeye indirmiştir.

Tablo 2.90 Rusya'nın 1996-2016 Yılları Arasında Kredi Derecelendirme Kuruluşlarından Almış Olduğu Notlar

S.No.	Tarih	FITCH	MOODY'S	S&P
1	07 Ekim 1996	BB+	Ba2*	BB-*
2	19 Aralık 1997	-	-	BB-***
3	03 Şubat 1998	-	Ba2****	-
4	12 Şubat 1998	BB+****	-	-
5	10 Mart 1998	BB+	-	-
6	11 Mart 1998	-	Ba3*	-
7	27 Mayıs 1998	-	-	BB-****
8	29 Mayıs 1998	-	B1***	-
9	05 Haziran 1998	BB+****	-	-
10	07 Haziran 1998	BB****	-	-
11	09 Haziran 1998	-	-	B+*
12	30 Temmuz 1998	BB-	-	-
13	13 Ağustos 1998	-	B2***	B-***
14	17 Ağustos 1998	B-****	-	CCC***
15	21 Ağustos 1998	-	B3***	-
16	27 Ağustos 1998	CCC	-	-
17	16 Eylül 1998	-	-	CCC-***
18	27 Ocak 1999	-	-	D
19	05 Ocak 2000	-	B3*	-
20	14 Şubat 2000	CCC****	-	-
21	08 Mayıs 2000	B-	-	-
22	23 Ağustos 2000	-	B3*****	-

S.No.	Tarih	FITCH	MOODY'S	S&P
23	29 Ağustos 2000	B	-	-
24	21 Eylül 2000	B*	-	-
25	13 Kasım 2000	-	B2*	-
26	08 Aralık 2000	-	-	B-*
27	28 Haziran 2001	-	-	B*
28	17 Temmuz 2001	B**	-	-
29	04 Ekim 2001	B+*	-	B+**
30	29 Kasım 2001	-	Ba3*	-
31	19 Aralık 2001	-	-	B+*
32	22 Şubat 2002	-	-	B+**
33	02 Mayıs 2002	BB-**	-	-
34	26 Temmuz 2002	-	-	BB-*
35	17 Ekim 2002	-	Ba3*****	-
36	05 Aralık 2002	-	-	BB*
37	17 Aralık 2002	-	Ba2*	-
38	13 Mayıs 2003	BB+*	-	-
39	28 Temmuz 2003	-	Ba2*****	-
40	08 Ekim 2003	-	Baa3*	-
41	27 Ocak 2004	-	-	BB+*
42	06 Ekim 2004	-	Baa3**	-
43	18 Kasım 2004	BBB-*	-	-
44	03 Ağustos 2005	BBB*	-	-
45	08 Eylül 2005	-	Baa3*****	-
46	25 Ekim 2005	-	Baa2*	-
47	15 Aralık 2005	-	-	BBB*
48	31 Aralık 2005	-	-	BBB-*
49	25 Temmuz 2006	BBB+*	-	-
50	04 Eylül 2006	-	-	BBB+*
51	11 Mart 2008	-	-	BBB+**
52	27 Mart 2008	-	Baa2*****	-
53	16 Temmuz 2008	-	Baa1**	-
54	19 Eylül 2008	-	-	BBB+*
55	23 Ekim 2008	-	-	BBB+***
56	09 Kasım 2008	BBB+***	-	-
57	08 Aralık 2008	-	-	BBB***
58	12 Aralık 2008	-	Baa1*	-
59	04 Şubat 2009	BBB***	-	-
60	21 Aralık 2009	-	-	BBB*
61	22 Ocak 2010	BBB*	-	-
62	08 Eylül 2010	BBB**	-	-
63	16 Ocak 2012	BBB*	-	-
64	20 Mart 2014	-	-	BBB***
65	21 Mart 2014	BBB***	-	-
66	28 Mart 2014	-	Baa1****	-
67	25 Nisan 2014	-	-	BBB-***
68	27 Haziran 2014	-	Baa1***	-
69	17 Ekim 2014	-	Baa2***	-
70	23 Aralık 2014	-	-	BBB-****
71	09 Ocak 2015	BBB-***	-	-
72	16 Ocak 2015	-	Baa3****	-
73	26 Ocak 2015	-	-	BB+***
74	20 Şubat 2015	-	Ba1***	-
75	03 Aralık 2015	-	Ba1*	-
76	04 Mart 2016	-	Ba1****	-
77	22 Nisan 2016	-	Ba1***	-
TOPLAM (Derecelendirme Sayısı)		26	28	28

*Durağan Görünüm

**Pozitif Görünüm

***Negatif Görünüm

****Negatif İzleme

*****Pozitif İzleme

Kaynak: <http://www.tradingeconomics.com/russia/rating> (Yalnızca Artış-Azalışlar)

2.3. Dünya’da Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı (UNCTAD) Dünya Yatırım Raporu’nun İncelenmesi

Uluslararası alanda DYSY akımları için ülke ve sektör dağılımlarına ilişkin kaynaklardan biri olan ve 2015 yılına ilişkin verileri ve değerlendirmeleri içeren UNCTAD¹⁷ Dünya Yatırım Raporu, 2016 yılı Haziran ayı içerisinde yayımlanmıştır. Bu rapora göre; dünya genelinde 2014 yılında %10,5 seviyelerinde düşüş görülen DYSY akımlarında, 2015 yılında %38 oranında artış gözlenmiş ve 1,76 trilyon ABD doları olarak gerçekleşmiştir. Gelişmekte olan ülkelere yönelen DYSY akımları, 2015 yılı için 799,7 milyar ABD doları seviyesinde gerçekleşerek, bir önceki yıla kıyasla %5,9 oranında artış sağlamıştır. Benzer şekilde gelişmiş ülkelerde yönelen DYSY akımlarında ise %84,4 oranında ciddi bir oranda artış görülmüş ve 962,5 milyar ABD doları seviyelerine erişmiştir (T.C. Ekonomi Bakanlığı UDY 2015). Gelişmiş ülkelerde DYSY akımları bu rakamla küresel krizden bu yana görülen en yüksek seviyeye ulaşarak, 2 yıl aradan sonra gelişmekte olan ülkeleri yeniden geçmiştir. Gelişmiş ülke performansında görülen bu artışta ABD’de görülen 4 kata yakın ve Avrupa ülkelerinde görülen %65’lik artış ve işlemler bazında bahsi geçen birleşme ve satın alma faaliyetlerinin etkisinin olduğu değerlendirilmektedir.

2016 yılı için ise doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının; küresel ekonomideki kırılmanın devam etmesi, ülkelerde düşük büyüme görünümü ve beklentisinin yaygınlaşması ile firmaların vergide yüksek derecede indirim sağlayan ülkelere taşınma imkanlarını kısıtlayacak önlemler ve bunun yanında çok uluslu şirketlerin kârlılıklarında öngörülen düşüş gibi nedenlerle DYSY akımlarının %10-15 seviyelerinde azalacağı tahmin edilmektedir (UNCTAD WIR 2016)

Tablo 2.91 DYSY’lerin Ülke Gruplarına Göre Dağılımı (Milyar ABD Doları)

Ülke Grubu	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Gelişmiş	588	940	1.289	802	654	700	817	787	680	522	962
Gelişen	362	462	613	696	527	689	749	724	747	755	800

Kaynak : World Investment Report (WIR), 2016, UNCTAD.

¹⁷ UNCTAD : Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı

BÖLÜM III

SEÇİLMİŞ G-20 ÜLKELERİNİN KREDİ DERECELENDİRME NOT DEĞİŞİMLERİNİN DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN ANALİZİ

Bu bölümde 3 ayrı Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşunun (S&P, Fitch ve Moody's) seçilmiş G-20 Ülkeleri için verdiği uzun vade (1 yıl ve üzeri) kredi notları ile birlikte; faiz, Brüt Dış Borç Stoku, Yolsuzluk Endeksi, Ticaret Dengesi ve Enflasyon gibi değişkenlerin yine bu ülkelerin 1995-2015 dönemine ait Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Üzerindeki Etkisi panel veri analizi yöntemi yardımıyla tahmin edilip, değerlendirilecektir. Bu amaç doğrultusunda öncelikle konuya ilişkin literatür, analizde kullanılacak olan değişkenler ve veri seti tanımlanarak sonrasında analizde kullanılacak ekonometrik tahmin yöntemi olan panel veri analizi hakkında bilgi verilecektir. Son olarak ise oluşturulan modeller tanımlanarak, modellerin tahmini yapılacak ve elde edilen bulgular yorumlanacaktır.

3.1 Literatür

Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarına yönelik literatürde yer alan çalışmalara bakıldığında;

DYSY'nin nedenlerini araştıran ilk teorik çalışmalardan Ohlin (1933)'e göre bir ülkeye yatırımları çeken temel faktör, gelişmekte olan ülkelerdeki yüksek kârlılık ve bu yatırımları daha düşük faizle finanse etme imkânıdır. Bunlara ilaveten ticari engellerin azalması ve hammadde kaynaklarına ulaşılabilirlik de önemli faktörleri teşkil etmektedir (Nonnemberg ve Mendonça 2004: 3).

Tuselman (1999); DYSY'nin belirleyicilerini arz ve talep yönlü olmak üzere iki gruba ayırmış, arz yönü olanları; emek maliyetleri, kurum vergileri, emeğin kalitesi ve yasal düzenleyici çerçevelerin varlığı şeklinde, talep yönlü faktörleri ise; pazarın hacmi, yatırım yapılacak mekânın coğrafi ve kültürel özellikleri şeklinde açıklamıştır.

Nunnenkamp (2002) ise; geleneksel olmayan faktörleri açıklarken ev sahibi ülkenin; nüfusu, kişi başına düşen GSYİH'sı, GSYİH büyüme oranı, yönetsel sıkıntıları, pazara giriş engelleri ve risk faktörleri olarak sınıflamış, geleneksel olmayan faktörleri ise uygulanan vergiler, istihdam koşulları, emek piyasasına yönelik düzenlemeler şeklinde ifade etmiştir.

Ghumro ve Hakro (2007) Maliyetle ilgili faktörleri açıklarken ev sahibi ülke ile sermayenin geldiği yatırımcı ülke arasında önemli maliyet farklılıklarının oluşması neticesinde, bu durumun yatırım yapılacak ülke seçiminde önem arz ettiğini, yatırım çevresini zenginleştirici faktörleri açıklarken; liberalleşme, vergiler-sübvansiyonlar, para biriminin konvertibilitesi gibi değer katan unsurları ve makroekonomik ve ülkenin kalkınma stratejisine yönelik faktörleri ise; yabancı firmanın lisanslama, ihracat ya da farklı bir yolla ev sahibi ülkeye girmek yerine, doğrudan yatırıma yönlendiren faktörlerden potansiyel pazar hacmine dikkat çekmektedir.

DYSY'leri belirleyen unsurlar araştırmacılar tarafından çeşitli konular altında incelenmiş ve çeşitli sonuçlara varılmıştır. Bu çalışmaların bazıları genel olarak elde edilen sonuçlarla birlikte Tablo 3.1'de sunulmuştur.

Tablo 3.1 Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ile İlgili Çalışmalar

Araştırmacılar	İncelenen Ülke/Grup	Dönem	Yöntem	Sonuç
Schmitz; Bieri (1972)	ABD	1952-1966	En Küçük Kareler Regresyon	Dışa açıklık ve DYSY arasında zayıf ve pozitif bir ilişki olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.
Kravis; Lipsey (1982) ve Edwards (1990)	Gelişmekte Olan Ülkeler	1971-1981	Panel Veri Analizi	Dışa açıklık seviyesinin, yapılan DYSY üzerinde güçlü ve pozitif bir etkiye sahip olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.
Torissi (1985)	Colombia/ABD	1958-1980	Standart Çoklu Regresyon	Dış ticaret fazlası ve DYSY arasında güçlü ve pozitif bir ilişkinin bulunduğuna yönelik benzer bulgular ortaya konulmuştur
Schneider; Frey (1985)	80 Az Gelişmiş Ülke	-	-	
Hein (1992)	41 Gelişmekte Olan Ülke	-	-	Dış ticaret fazlası ve DYSY arasında güçlü ve pozitif bir ilişkinin bulunduğu fakat orta vadede gerçekleşen büyüme ile DYSY'lerin ilişkisinin olmadığına yönelik bulgular ortaya koymuştur
Özağ (1994)	Türkiye	1980-1992	Zaman Serisi	GSMH, İşgücü maliyeti, reel döviz kuru ve yatırım teşviklerinin bağımsız değişken olarak ele alındığı çalışmada, GSMH ve yapılan teşvikler DYSY'yi pozitif yönde, reel döviz kuru ve işgücü maliyetlerinin ise negatif yönde etkilediği bulgusuna ulaşılmıştır.

Araştırmacılar	İncelenen Ülke/Grup	Dönem	Yöntem	Sonuç
Chakrabarti (2001)	Hindistan	1993-1999	Ülkelerarası Regresyonların Duyarlılık Analizi, Grenger Nedensellik Testi	Piyasa Hacmi, İşgücü Maliyeti, Ticaret Engelleri, Büyüme Oranı, Dışa Açıklık, Ticaret Açığı , Döviz Kuru ve Vergi'nin DYSY ile ilişkisi olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.
Dursun (2004)	Türkiye	1981-2003	Zaman Serisi	Kişi başına GSMH ve reel ücret değişkenlerinin doğrudan yatırımlar üzerindeki etkisinin pozitif yönlü olduğu, yine aynı çalışmada düşük işçi ücretlerinin DYSY'leri çeken bir faktör olmadığı, ayrıca enflasyon belirsizliğinin DYSY'ler üzerindeki olumsuz etki yarattığı,
Demirel (2006)	Türkiye	1984 – 2005	Zaman Serisi	Piyananın büyüklüğü, Piyasanın büyüme hızı, Dış ticarete açıklık seviyesi , Döviz kuru, Düzenli bir altyapının varlığı, Emek maliyetleri, Gayri Safi Milli Hâsıla, Ödemelerde bir dengenin olması, İhracat olanakları, Enflasyon oranı , Verimlilik seviyesi ve Vergi oranları
Onyeiwu ve Shrestha (2004)	29 Afrika Ülkesi	1975-1999	Panel Veri Analizi	Ekonomik büyüme, enflasyon , uluslararası rezervler, ekonomik açıklık ve doğal kaynaklara ulaşılabilirlik DYSY'lerin arkasında yatan temel neden olduğu, Ülkedeki altyapı düzeyi ve siyasi hakların ise DYSY'yi etkilemediği,
Özcan ve Arı (2010)	27 OECD ülkesi	1994–2006	Panel veri analizi	Büyüme oranı, altyapı düzeyi ve enflasyonun pozitif olarak etkilediği, açıklık ve cari denge değişkenlerinin ise teoride beklenenin aksine DYSY ile negatif ilişkili olduğu sonucuna varılmıştır.
Karagöz (2007)	Türkiye	1970-2005	Zaman Serisi	DYSY girişlerinin önceki dönem DYSY miktarı ve (bir ölçüde) Ticarî Dışa Açıklıktan anlamlı derecede etkilendiği
Lebe ve Ersungur (2011)	Türkiye	1980-2007	Eşbütünlük ve Granger nedensellik testleri	Dışa açıklık ve piyasa hacmi ile doğrudan yabancı sermaye yatırımları arasında pozitif yönlü; faiz oranı , hizmet sektörü etkinliği, ekonomik istikrar arasında negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Bununla birlikte, Granger nedensellik testi sonuçlarına göre, faiz oranı , ekonomik istikrar ve piyasa hacminden DYSY'ye doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir.
Tarı ve Bıdırdı (2009)	Türkiye	1990-2006	Johansen Çoklu Eşbütünlük Tahmin Yöntemi	Açıklayıcı değişken olarak GSYİH, işgücü maliyeti, enflasyon ve dışa açıklık oranının yer aldığı modelin tahmin edilmesi ile Türkiye'de doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının GSYİH ve dışa açıklık oranından pozitif, işgücü maliyeti ve enflasyon değişkenlerinden ise negatif olarak etkilendiği

Araştırmacılar	İncelenen Ülke/Grup	Dönem	Yöntem	Sonuç
Bayar ve Kılıç (2014)	Türkiye	1995-2013	Eş Bütünleşme, VAR Granger Nedensellik Testleri	Doğrudan yabancı sermaye girişi ile kredi notu arasında pozitif bir ilişki olduğu ve Türkiye'ye yapılan yatırımlarda S&P'nin kredi notunun doğrudan yabancı sermaye girişinde baskın olduğu sonucuna varılan çalışmada, S&P ve Fitch'in ülke kredi notları ve doğrudan yabancı yatırım girişi ile tek yönlü nedensellik Moody's ülke kredi notları ile doğrudan yabancı yatırım girişi arasında ise iki yönlü bir nedensellik bulunduğu ortaya konulmaktadır.
Peilin Cai , Suk-Joong Kim ve Quan Gan (2014)	72 OECD Ülkesi	1985 - 2012	Panel Veri Analizi	Nüfus, banka kredisi, faiz oranı ekonomik ve finansal açıklıklık, döviz kuru rejimi, ticaret engelleri ve ticaretin yönü bağımsız değişken olarak ele alınmıştır. Makalede yer alan üç ana bulguda genel olarak DYSY, düşük kredi dereceli ev sahibi ülkelere aktığı, ikincisi, bir OECD alıcısı kredi derecelendirmesi yüksek olduğunda yüksek doğrudan yabancı yatırım girişi alırken, kredi notu düşük olduğunda OECD dışı bir alıcı yüksek doğrudan yabancı kaynak akışı aldığı, Üçüncü ve son olarak, coğrafi bölgenin DYSY için önemine vurgu yapılmıştır.
Erkan ve Demircioğlu (2011)	Türkiye	1995-2010	Zaman Serisi Analizleri	DYSY miktarları ile alınan derecelendirme notları karşılaştırılmış, ülkeye verilen derecelendirme notu ile ülkeye giren DYSY miktarı arasında doğrudan bir neden sonuç ilişkisi olmadığı ortaya konulmuştur.

Kaynak: Yazar tarafından literatüre istinaden oluşturulmuştur.

3.2 Veri Seti ve Ekonometrik Model

Seçilmiş G-20 Ülkelerinin 3 ayrı Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşundan (S&P, Fitch ve Moody's) aldığı uzun dönem (1 yıl ve üzeri) kredi notlarının kullanıldığı çalışmada, araştırma dönemi olarak 1995-2015 yılları arası yıllık verilerin kullanılmasının ana amacı bu dönemin dünya ölçeğinde ekonomik entegrasyonların, dış ticari ilişkilerin son derece derinleştiği bir dönem olması ve Türkiye'ye verilen kredi notlarının 1992 yılından itibaren başlamasına rağmen üçüncü kuruluş olan Fitch'in çoğu seçilmiş G-20 ülkesini 1994 yılından itibaren notlamaya başlaması göz önünde bulundurularak veri setleri oluşturulmuştur.

Veri setinin elde edilmesinde seçilmiş G-20 ülkelerinden 7 gelişmiş ülke belirlenirken ABD ve İngiltere daha az kırılgan oldukları, Avrupa Birliği Başkanlığı ise başlısı ülkelerin dışında ayrıca verilmiş bir kredi notu olmadığı için çalışma haricinde tutulmuştur. Benzer şekilde 7 Gelişmekte olan veya Yükselen Ülke Ekonomisi seçilirken Suudi Arabistan, Güney Kore ve Güney Afrika Türkiye'ye ekonomik ve coğrafi açıdan daha az benzediği varsayımı altında çalışmaya dahil edilmemiştir. Bu kapsamda çalışmaya dahil edilen Seçilmiş G-20 Ülkeleri aşağıda Tablo 3.2 ve 3.3'de sunulmuştur.

Tablo 3.2 Çalışma Kapsamına Dahil Edilen G-20 Gelişmiş Ekonomiler

S.No	Ülke/ Veri Seti Uygulama Kısaltması
1	Avustralya (AU)
2	Kanada (CA)
3	Fransa (FR)
4	Almanya (DE)
5	İtalya (IT)
6	Japonya (JP)
7	Rusya (RU)

Tablo 3.3 Çalışma Kapsamına Dahil Edilen G-20 Gelişen ve Yükselen Ekonomiler

S.No	Ülke/ Veri Seti Uygulama Kısaltması
1	Arjantin (AR)
2	Brezilya (BR)
3	Çin (CN)
4	Hindistan (IN)
5	Endonezya (ID)
6	Meksika (MX)
7	Türkiye (TR)

G-20'ye üye ülkelerden Seçilen 14 ekonomiye verilen notlar ekonometrik modele aktarılmadan önce üç uluslararası kredi derecelendirme kuruluşunun not standardı aşağıda Tablo 3.4'te belirtilen ve literatürde de sıkça kullanılan not skalasına göre dönüştürülerek hesaplamalara dahil edilmiştir. Tablo 3.4'ün altında belirtilen ve verilen kredi notunun yönünü gösterir ifadeler de notların hesaplamasında belirtildiği şekilde modellere dahil edilmiştir.

Burada amaç, üç ayrı kredi derecelendirme kuruluşu notlarının ortak bir skala ile dönüştürülmesi sonucu elde edilen verilerin modellere her üç kuruluş için ayrı ayrı dahil edilmesi ve diğer değişkenlerin ortak bir şekilde modellerde kullanılması ile bu kuruluşların verdiği notların ayrı ayrı doğrudan yabancı sermaye yatırımlarındaki etkisini ölçmek olacaktır.

Tablo 3.4 Üç Kredi Derecelendirme Kuruluşunun Not Skalasını Dönüştürme Cetveli

Moody's		S&P		Fitch		Derece	Seviye	Skala
Uzun Vadeli	Kısa Vadeli	Uzun Vadeli	Kısa Vadeli	Uzun Vadeli	Kısa Vadeli			
Aaa	P1	AAA	A1+	AAA	F1+	En Yüksek Dereceli	Yatırım Yapılabilir Seviye	21
Aa1		AA+		AA+		Yüksek Dereceli		20
Aa2		AA		AA		Yüksek Dereceli		19
Aa3		AA-		AA-		Yüksek Dereceli		18
A1	P2	A+	A1	A+	F1	Üst Orta Sınıf		17
A2		A		A				16
A3	P3	A-	A2	A-	F2	Alt Orta Sınıf		15
Baa1		BBB+		BBB+				14
Baa2		BBB		BBB				13
Baa3		BBB-	A3	BBB-	F3	Alt Orta Sınıf		12
Ba1	Not Prime	BB+	B	BB+	B	Yatırım Yapılamaz	Spekülatif Seviye	11
Ba2		BB		BB		Spekülatif		10
Ba3		BB-		BB-		Spekülatif		9
B1		B+		B+		Spekülatif		8
B2		B		B		Spekülatif		7
B3		B-		B-		Spekülatif		6
Caa1		CCC+	C	CCC	C	Önemli Riskler		5
Caa2		CCC		CC		Büyük Ölçüde Spekülatif		4
Caa3		CCC-		C		Spekülatif		3
Ca		CC				Kurtarılması Beklenen İflası Yakın		2
	C			İflası Yakın		1		
D		D		DDD		İflas	ÇÖP / Default	0
			DD	0				
			D	0				

*Durağan Görünüm 0
**Pozitif Görünüm + 0,2
***Negatif Görünüm - 0,2
****Negatif İzleme - 0,4
*****Pozitif İzleme + 0,4

3.2.1 Veri Seti Olarak Kullanılan Değişkenler, Kısaltmaları ve Oluşturulan Hipotezler

Üç ayrı kredi derecelendirme kuruluşu notlarının ayrı ayrı dahil edildiği **iki farklı model** tahmin edilerek analizler yapılmaya çalışılmıştır. Bu modellere, içeriğine ve aralarındaki farklılıklara değinilmeden önce modellerde kullanılan değişkenlerin tanımları ve veri kaynakları belirtilmiştir. Analizlerde kullanılacak değişkenler belirlenirken literatürde yaygın olarak kullanılan tanımlara dikkat edilmeye çalışılarak bu konuda tutarlılığın sağlanması hedeflenmiştir. Değişkenler ve kısaltmaları Tablo 3.5’de sunulmuştur.

Tablo 3.5 Kullanılan Değişkenler ve Kısaltmaları

S.No	Değişkenler	Kısaltmaları
1	Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları	Infidibopus
2	Kredi Derecelendirme Kuruluşları'nın (Moody's, S&P ve Fitch) notları	KN Moody's, Fitch, S&P
3	Enflasyon Oranı	İnflation
4	Borç Verme Faiz Oranı	lendint-lending interest
5	Ticaret Dengesi	trbal-trade balance
6	Açıklık Miktar Endeksi	Openness
7	Brüt Dış Borç Stoku/GSYİH	Debt
8	Dummy (Kukla) değişkenler	(Kriz-Gölge=0,11)

Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları (Infidibopus) : Seçilmiş G-20 ülkelerinin Dünya bankası veri tabanından 1995-2015 dönemine ait Amerikan Doları cinsinden elde edilen yıllık verileri, Ödemeler Dengesi Bilançosuna ters kayıt esas gereğince ülkeye giriş yapan DYSY'ler negatif değer olarak borç hanesine yazılmaktadır. Bu kapsamda 3.1.2 Doğrusal Dönüşüm (Lineer Transformasyon) kısmında açıklandığı üzere, elde edilen net DYSY değişkeni doğrusal dönüşüme tabi tutulmuş ve logaritması alınarak modellere bağımlı değişken olarak dahil edilmiştir.

Kredi Derecelendirme Kuruluşları'nın (Moody's, S&P ve Fitch) notları : Seçilmiş G-20 ülkelere ayrı ayrı piyasa hakimiyetine sahip üç derecelendirme kuruluşu tarafından verilen 1994-2014 dönemine ait uzun dönem (1 yıl ve üzeri) notlar Tablo 3.4'de yer alan sayısal dönüştürme cetveliyle elde edilen puanlar ölçüsünde hesaplanarak modellere bağımsız değişken olarak dahil edilmiştir. Değişkene ilişkin oluşturulan hipotez aşağıda sunulmuştur.

H_0 : Kredi Derecelendirme Kuruluşları Not Değişimlerinin Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları üzerinde etkisi yoktur.

H_a : Kredi Derecelendirme Kuruluşları Not Değişimlerinin Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları üzerinde etkisi vardır.

Enflasyon Oranı (inflation) : Euromonitor (Passport) veri tabanından elde edilen enflasyon oranları; Dursun (2004), Onyeiwu ve Shrestha (2004), Demirel (2006), Tarı ve Bıdırdı (2009), Özcan ve Arı (2010)'a ait çalışmalarında da kullanıldığı üzere DYSY'ler ile

ilişkili olduğu varsayımıyla Seçilmiş G-20 Ülkeleri için etkinin ölçülmesi maksadıyla modellerde değişken olarak kullanılmıştır. Değişkene ilişkin oluşturulan hipotez aşağıda sunulmuştur.

H_0 : Ülkelere ait Enflasyon Oranlarının Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları üzerinde etkisi yoktur.

H_a : Ülkelere ait Enflasyon Oranlarının Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları üzerinde etkisi vardır.

Borç Verme Faiz Oranı (lending-Lending interest rate) : Likidite sıkışıklığına düşen bir bankanın, Merkez Bankasından kısa vadeli borçlanmak için ödemeyi kabul ettiği **faiz oranı** anlamına gelen borç verme faiz oranı, Lebe ve Ersungur (2011), Peilin Cai, Suk-Joong Kim ve Quan Gan (2014)'ün çalışmalarında da yer alan değişken bu kapsamda DYSY'ler üzerindeki etkisinin ölçülmesi maksadıyla çalışmaya dahil edilmiştir. Borç Verme Faiz Oranları Euromonitor (Passport) veri tabanından elde edilmiştir. Değişkene ilişkin oluşturulan hipotez aşağıda sunulmuştur.

H_0 : Ülkelere ait Faiz Oranlarının Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları üzerinde etkisi yoktur.

H_a : Ülkelere ait Faiz Oranlarının Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları üzerinde etkisi vardır.

Yolsuzluk Algısı Endeksi Sıra (corr-rank-Corruption Index Rank) : Yolsuzlukla mücadelede dünyanın önde gelen sivil toplum kuruluşlarından Uluslararası Şeffaflık Örgütü (Transparency International) tarafından 1995 yılından bu yana her yıl yayımlanan Yolsuzluk Algı Endeksi ile ülkelerin, kamu yöneticilerine ilişkin yolsuzluk algı düzeyleri ölçülerek değerlendirilmektedir. Raporda konunun uzmanlarının görüşleri ve kamuoyu araştırmaları sonucunda ülkelerdeki yolsuzluk algısı tespit edilerek, ülkelere 100 (temiz) ile 0 (yüksek derecede yolsuz) arasında bir puan verilmektedir. 2016 yılı için 176 ülke arasında yapılan endeks çalışmasına göre Seçilmiş G-20 Ülkelerinin son iki yıla ait sonuçları aşağıda sunulmuştur.

Tablo 3.6 Seçilmiş G-20 Ülkeleri Yolsuzluk Endeksi 2015 ve 2016

S.No	Ülke	2015	2016
1	Kanada	83 (9)	82 (9)
2	Almanya	81 (10)	81 (10)
3	Avustralya	79 (13)	79 (13)
4	Japonya	75 (18)	72 (20)
5	Fransa	70 (23)	69 (23)
6	İtalya	44 (61)	47 (60)
7	Türkiye	42 (66)	41 (75)
8	Brezilya	38 (76)	40 (79)
9	Hindistan	38 (76)	40 (79)
10	Cin	37 (83)	40 (79)
11	Endonezya	36 (88)	37 (90)
12	Arijantin	32 (107)	36 (95)
13	Meksika	35 (95)	30 (123)
14	Rusya	29 (119)	29 (131)

Kaynak: www.transparency.org, Erişim Tarihi : 03.04.2017.

Euromonitor (Passport) veri tabanından alınan seçilmiş G-20 Ülkelerine ait Yolsuzluk Algısı Endeksi sırası, bir ülkedeki kamuya ait yolsuzlukların o ülkeye kalıcı yatırımlar yapacak yatırımcı ve doğrudan yatırımları etkileyeceği varsayımı altında çalışmaya değişken olarak dahil edilmiştir. Değişkene ilişkin oluşturulan hipotez aşağıda sunulmuştur.

H_0 : Bir ülkenin almış olduğu Yolsuzluk Algı Endeksinin o ülkeye yatırım yapacak yabancı yatırımcılar ve Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları üzerinde etkisi yoktur.

H_a : Bir ülkenin almış olduğu Yolsuzluk Algı Endeksinin o ülkeye yatırım yapacak yabancı yatırımcılar ve Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları üzerinde etkisi vardır.

Ticaret Dengesi (Trade Balance) : Dış ticaret dengesi, bir ülkenin mal alım ve satımlarının dengesini ifade etmektedir. Eğer bu ilişki negatif bir değer ise ülkenin ticaret açığı, pozitif bir değer ise ticaret fazlası var anlamına gelmektedir. İhracat ile ithalatın birbirine eşit olması durumunda ise dış ticaret dengesi söz konusudur. Buna göre dış ticaret dengesi ihracat ile ithalat arasındaki ilişkiyi açıklayan bir değişken olarak, Hein (1992), Torissi (1985), Schneider; Frey (1985) Chakrabarti (2001) ve Demirel (2006)'nın çalışmasında da yer aldığı ölçüde DYSY'leri etkileyeceği varsayımı altında modellere dahil edilmiştir. Çalışmada kullanılan modellerde Euromonitor (Passport) veri tabanından alınan veriler kullanılmıştır. Değişkene ilişkin oluşturulan hipotez aşağıda sunulmuştur.

H_0 : Bir ülkenin ticaret fazlası vermesinin Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları üzerinde etkisi yoktur.

H_a : Bir ülkenin ticaret fazlası vermesinin Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları üzerinde etkisi vardır.

Açıklık¹ (Openness) Miktar İndeksi: Genel olarak ülkelerin dışa açıklık oranı, dış ticaret hacminin² GSMH'ya oranı olarak hesaplanmaktadır. Bu oran, ülke ekonomisinin dış ticarete verdiği önemi ve ne ölçüde dışa açık olduğunu da göstermektedir. Ülkenin Dış ticaret hacminin artması ile döviz gelir/giderleri ve dış ticaretin GSMH içindeki payında da bir artış söz konusu olacaktır. Dışa açıklığın artırılması için dış ticaret üzerindeki; gümrük vergileri, kotalar, görünür ve görünmez engeller gibi çeşitli sınırlamaların kaldırılması gerekmektedir. Schmitz; Bieri (1972), Kravis; Lipsey (1982) ve Edwards (1990), Chakrabarti (2001), Onyeiwu ve Shrestha (2004), Demirel (2006), Karagöz (2007), Tarı ve Bıdırdı (2009), Özcan ve Arı (2010), Lebe ve Ersungur (2011)'un çalışmalarında da yer aldığı üzere Dış Ticarete Açıklık Seviyesinin DYSY'ler üzerindeki etkisinin ölçülmesi amacıyla modellere değişken olarak dahil edilmiştir. Çalışmada

¹ Aynı zamanda bu oran ülkenin dış ticarete olan bağımlılığını da göstermektedir.

² İhracat ve ithalat hacmi toplamıdır.

kullanılan Açıklık Endeksleri Euromonitor (Passport) veri tabanından elde edilmiştir. Değişkene ilişkin oluşturulan hipotez aşağıda sunulmuştur.

H_0 : Dış Ticarete Açıklık Seviyesinin Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları üzerinde etkisi yoktur.

H_a : Dış Ticarete Açıklık Seviyesinin Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları üzerinde etkisi vardır.

Debt (Brüt Dış Borç Stoku/GSYİH) : Ülkelerin tüm kamu sektörü kurum ve kuruluşları ile özel sektör kapsamındaki tüm şirket ve şahısların yurt dışı yerleşiklerden sağlamış oldukları kredilerden doğan yükümlülükler ile yurt dışı piyasalarda ihraç ettikleri tahvillerden doğan yükümlülüklerinin toplamına **Brüt Dış Borç Stoku** denir. Brüt dış borçlarının GSYİH'ya oranı olarak hesaplanan Dış Borç Endeksi Euromonitor (Passport) veri tabanından alınarak kullanılmıştır. Değişkene ilişkin oluşturulan hipotez aşağıda sunulmuştur.

H_0 : Bir ülkenin yatırımları finanse edebilmek ve büyümeyi sürdürülebilir hale getirmek için artan Dış Borç Seviyesinin Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları üzerinde etkisi yoktur.

H_a : Bir ülkenin yatırımları finanse edebilmek ve büyümeyi sürdürülebilir hale getirmek için artan Dış Borç Seviyesinin Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları üzerinde etkisi vardır.

Dummy (Kukla) değişkenler (Kriz-Gölge=0,11) : Çalışmada modele dahil edilen kukla değişkenler olarak, 2007 yılının son çeyreğinde ABD'nin konut piyasalarında ortaya çıkan daha sonra 2008'in son çeyreğinden itibaren diğer dünya ülkelerine özellikle finans piyasalarına yayılan ve büyük bir istikrarsızlığa yol açan küresel finansal krizin DYSY'ler üzerindeki etkisini dikkate almak adına çalışmaya kriz adı altında bir gölge değişken ilave edilmiştir. Bu değişken ile kriz sonrası 2008-2011 ve 2011-2015 dönemleri baz alınarak DYSY'lerin kriz öncesi ile sonrası dönemin kıyaslanması ve krizin etkilerinin ölçülmesi hedeflenmiştir. Değişkene ilişkin oluşturulan hipotez aşağıda sunulmuştur.

H_0 : 2008 Yılı Finansal Ekonomik Krizin Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları üzerinde etkisi yoktur.

H_a : 2008 Yılı Finansal Ekonomik Krizin Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları üzerinde etkisi vardır.

Çalışmada üç ayrı kredi derecelendirme kuruluşu notlarının ayrı ayrı ve diğer değişkenlerin ortak olarak dahil edildiği, tahminlerde kullanılacak **iki ayrı ekonometrik model** aşağıda sunulmuştur.

3.2.2 Ekonometrik Modeller

Burada i indisi ülkeleri, t indisi zamanı, -1 ve -2 indisi bir ve iki dönemlik gecikmeyi, d indisi birim kök testi sonucu değişkenin birinci farkının uygulandığını ve ε_{it} ise geçiş hata terimini ifade etmektedir.

Model 1:

$$\text{InfDibopus}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot (\text{moody's, sp, fitch})_{it-1,-2} + \alpha_2 \cdot \text{Debt}_{it} + \alpha_3 \cdot \text{lendint}_{it} \\ + \alpha_4 \cdot \text{Corrank}_{it} + \alpha_5 \cdot \text{trbal}_{it} + \alpha_6 \cdot \text{inflation}_{it} + \alpha_7 \cdot \text{Openness}_{itd} + \varepsilon_{it}$$

Model 2:

$$\text{InfDibopus}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot (\text{moody's, sp, fitch})_{it-1,-2} + \beta_2 \cdot \text{Debt}_{it} + \beta_3 \cdot \text{lendint}_{it} \\ + \beta_4 \cdot \text{Corrank}_{it} + \beta_5 \cdot \text{trbal}_{it} + \beta_6 \cdot \text{inflation}_{it} + \beta_7 \cdot \text{Openness}_{itd} \\ + \beta_8 \cdot \text{Kriz}_{=0} + \beta_9 \cdot \text{Kriz}_{=11} + \varepsilon_{it}$$

3.3 Ekonometrik Metodoloji

Verilerin elde edilmesinin getirdiği maliyetin fazlalığı dışında diğer analiz metotlarıyla kıyaslandığında önemli avantajlara sahip olan panel veri analizi yöntemi kullanılmıştır. Panel data analizi yönteminin seçilmesinin nedeni bu analizin zaman serileri ile yatay kesit serilerini bir araya getirerek, hem zaman hem de kesit boyutuna sahip bir veri setinin oluşturulması ve model parametrelerinin daha doğru çıkarımlara imkan sağlamasıdır. Örnek vermek gerekirse panel data modellerinde yatay kesit ve zaman serisi verilerinin her ikisinin de kullanılması gözlem sayısını arttırmakta ve gözlem sayısının fazla olması ile bu durum serbestlik derecesini arttırmakta ve açıklayıcı değişkenler arasında yüksek derecede doğrusal ilişkinin bulunma olasılığını azaltmaktadır. Bu nedenle panel data analizi yöntemi daha güvenilir ve daha sağlam ekonometrik tahminlerin yapılabilmesine olanak sağlamaktadır (Hsiao 2003).

Panel verilerine ilişkin ilk konferansın yaklaşık 40 yıl önce Ağustos 1977 tarihinde Pascal Mazodier tarafından Paris'te düzenlendiği ve bunun sonucu iki ciltlik Annales del'INSEE isimli kitabın Pascal Mazodier (1978) tarafından yayımlandığına değinen Baltagi (2005) panel verinin avantajlarını sıralarken;

- a. Bireysel heterojenlik kontrolü,
- b. Daha fazla bilgi, serbestlik derecesi ve etkinlik içermesi, değişkenler arasında daha az eşdoğrusallık,
- c. Dinamik veriler üzerinde daha iyi çalışılabilirlik,

ç. Saf yatay kesit veya saf zaman serisi verilerinde basitçe saptanamayan etkileri daha iyi tanımlayabilirlik ve ölçülebilirlik,

d. Saf yatay kesit veya zaman serisi verilerinden daha karmaşık davranış modelleri oluşturmamıza ve test etmemizi,

e. Bireyler, işletmeler ve hane halkları üzerinde toplanan mikro panel verileri makro düzeyde ölçülen benzer değişkenlerden daha doğru ölçüm, sağladığına vurgu yapmaktadır.

Yine Baltagi (2005) Panel veri analizinin kısıtlamalarını sıralarken;

a. Modelleme ve veri toplama sorunları; Panel araştırmaları hazırlanırken veri toplama ve yönetimi konularında kapsamlı bir araştırma gerektirmektedir.

b. Ölçüm Hataları; Açık olmayan sorular nedeniyle verilen hatalı cevaplar, bellek hataları, yanıtların bilinçli olarak bozulması (Prestij veya önyargılar vb.), uygunsuz bilgilendiriciler, yanıtların yanlış yazılması ve görüşmecinin etkileri nedeniyle hatalı yanıtlar ölçüm hatalarını arttırabilmektedir.

c. Seçicilik Problemleri ;

(1) Kendiliğinden seçicilik; İnsanoğlu, rezervasyon ücreti³ teklif edilen ücretten daha yüksek olması durumunda çalışmamayı tercih edecektir.

(2) Yanıtsızlık; Bir veya daha fazla soru cevapsız bırakıldığında, faydalı bir yanıt verilmediğinde veya komple tepkisizlik ile bireyden hiçbir bilgi alınamadığında ortaya çıkar. Bu nedenle, cevaplanmayan veri, parametreler için ciddi tanımlama problemlerine neden olabilir.

(3) Zarar; Yatay kesit çalışmalarda da ortaya çıkarken, panellerde daha ciddi bir sorun teşkil eder çünkü panel içinde zaman serileri de barındırdığı için daha sonraki dalgalara da yanıt alınmamaktadır. Örneğin Denek ölebilir, taşınabilir, yanıtlamanın maliyetinin yüksek olduğu veya zaman kaybı olduğunu düşünebilir.

ç. Kısa zaman serileri boyutu; Tipik mikro paneller, her bir birey için kısa bir zaman aralığıyla veriler içerir. Panelin zaman aralığının artırılması maliyetsiz değildir. Sınırlı bağımlı değişken panel veri modelleri için hesaplama zorluğunu beraberinde getirir.

³ Rezervasyon Ücreti, her işçinin belirli bir ücret oranına sahip olması durumunda ücretli piyasa işlerini yapmak için teşvik edildiğini gösteren İşgücü ekonomisine ait bir kavramdır. Bir işçinin rezervasyon ücretinin altında sunulan ücret, bahse konu işçinin iş gücüne katılmasını önler.

d. Yatay Kesit bağımlılığı; Birey çapında bağımlılığı hesaba katmayan uzun zaman serileri, çalışmanın icra edildiği ülkelerdeki veya bölgelerdeki makro paneller, yanıltıcı çıkarımlara neden olabilir (Baltagi 2005: 4-8).

Zaman serisinin durağan olmaması durumunda hesaplamayı ve istatistiksel çıkarsamayı basitleştiren panel data analizine kıyasla pek çok tahmincinin asimptotik dağılımı⁴ normale yaklaşmayacaktır. Ancak birbirinden bağımsız bireyleri kapsayan panel data kümesinde bireylere ait zaman serileri durağan olmasa dahi, tahmincilerin asimptotik dağılımı normal dağılıma yaklaşacaktır. Bu nedenle panel data analizi yöntemi tahminlerde daha az birim kök sorununu beraberinde getirmektedir (Hsiao 2003).

Birey davranışlarının karmaşıklığını tek bir enine kesit veya zaman serisi verilerinden yakalamak için daha büyük kapasiteye sahip panel data analizinin diğer bir üstünlüğü, yatay kesit veya zaman serilerinden daha karmaşık davranış modellerinin kurulmasına ve bunun test edilmesine olanak sağlamasıdır. Bu avantaj ile zaman serisi veya yatay kesit verileri kullanılarak yapılan çalışmalarda tahmin sonuçlarında önemli sapmalara neden olan dışlanan değişkenler sorununun panel data analizi tahminlerinde önemli bir probleme neden olmamasını sağlamaktadır (Hsiao 2003).

Panel Veri Analizi Yöntemi pek çok avantaja sahip olmakla birlikte sorunsuz değildir. Dezavantajlarına bakıldığında Panel Veri, istatistiksel araçların varsayımlarının veri üretme süreciyle uyumluluğuna bağlıdır. Panelin zengin çeşitliliğinde uygun yöntemi seçerken; İlk olarak , panel verinin tek bir kesitten oluşan veri setleri üzerindeki ekonomik sorunları araştırmamızda bize ne gibi avantajlar sağlayacağı? İkincisi, panel veri kısıtlamaları ve ekonometrik yöntemlerinin neler olduğu? Üçüncüsü, istatistiksel çıkarım prosedürleri ve veri üretme sürecinin altında yatan varsayımların uyumlu olup/olmadığı? Son olarak ise panel verilerini kullanırken, parametre tahminlerinin verimliliğini ve istatistiksel çıkarsamanın güvenilirliğini nasıl artırabileceğimiz? sorularının göz önünde bulundurulması yararlı olacaktır.

Çalışmamızda tanımlanan modeller **dinamik panel veri yöntemleri için sıklıkla kullanılan ve En Küçük Kareler⁵ (EKK) tahmincilerine dayanan rassal/sabit etkiler modelleri veya En Yüksek Olabilirlik⁶ (EYO) yöntemi** ile tahmin edilecektir. Her modelin

⁴ Asimptotik dağılım : Dağılım dizisinin "sınırlayıcısı"olan bir dağılımdır. Teorinin başlıca kullanımı, istatistiksel tahmin edicilerin kümülatif dağılım fonksiyonlarına yaklaşık değerler sunmaktır.

⁵ OLS : Ordinary Least Squares.

⁶ ML : Maximum Likelihood – En Yüksek olabilirlik yönteminin ardında yatan temel beklenti: "Rassal bir olayın gerçekleşmesi, o olayın gerçekleşme olasılığı en yüksek olay olmasındandır." Bu yöntem 1920'li yıllarda İngiliz istatistikçi Sir Ronald A. Fisher (1890-1962) tarafından bulunmuştur. Ayrıca, Ki-kare sınaması, Bayesçi yöntemler ve çeşitli ölçüt modelleri gibi birçok istatistiksel çıkarım yöntemi temelde En Yüksek Olabilirlik(EO) yaklaşımına dayanmaktadır.

tercih edilebilirliği, modellerin içsellik problemi içeriyor olmasına bağlıdır (Baltagi 2008). Sonrasında elde edilecek tahminler ve uygulanacak testler STATA 14.1 paket programı ile gerçekleştirilecektir. Metin içinde STATA 14.1 programına ait çıktı sonuçları tablo halinde sunulacaktır.

3.3.1 Panel Data Analizinin Teorik Çerçevesi

Bu bölümde çalışmada kullanılan Panel Data Analizi yönteminin teorik altyapısı hakkında: Paneli oluşturan değişkenlerin Panel Data birim kök testleri, Hausman'ın İçsellik Testi, Panel Data analizi ile regresyon modeli tahmincileri üzerinde ayrıntılı olarak durularak bilgiler verilecektir.

3.3.1.1 Panel Birim Kök Testleri

İktisadi veriler zaman serisi özelliği nedeniyle durağan olmayabilir fakat zaman serileri ile çalışıldığında verilerin durağan olup olmadığını tespit etmek bir gerekliliktir. Tespit edilmediği takdirde bu durum "sahte regresyon"⁷a neden olabilmektedir. Geleneksel eş bütünleşme testlerine göre verilerin aynı seviyeden homojen olmaları gerekmektedir. Çalışmamızda ampirik analize geçmeden önce verilerin durağanlığını tespit etmek için birim kök testleri uygulanmış, serilerin durağanlık özelliklerinin test edilmesinde en çok kullanılan yöntemler ADF⁸ (1981), PP⁹ (1988) testlerine ilaveten çalışma kapsamında serilerin durağan olup olmadıklarının belirlenmesinde IPS¹⁰ (1997) birim kök testinden de yararlanılmıştır.

Satın alma gücü paritesini sınamak amacıyla ilk kez Abuaf ve Jorion (1990) çalışmalarında panel birim kök testini kullanmıştır. Bu çalışmadan bugüne geçen süre dahilinde panel birim kök yazınında önemli gelişmeler meydana gelmiştir. Levin ve Lin (1992,1993), Im, Pesaran ve Shin (1997), Taylor ve Sarno (1998), Maddala ve Wu (1999), Hadri (2000), Choi (2001), Breuer ve diğerleri (2001,2002), Levin ve diğerleri (2002), Carrioni-Silvestre (2005), Pesaran (2006), Beyaert ve Camacho (2008) panel birim kök testi literatürüne değişik açılardan yaklaşarak önemli katkılarda bulunmuşlardır. Bu çalışmalardan ortak olarak çıkarılan sonuçta, verilerin hem zaman hem de yatay kesit

⁷ Spurious Regression : Granger ve Newbold (1974) durağan olmayan serilerin olduğu durumda yapılan tahminde ortaya sahte regresyon'un çıkabileceğini belirtmişler, R² yeterince yüksek ve t istatistikleri anlamlı olmasına rağmen sonuçların ekonomik bir anlam taşımayabileceğini vurgulamışlardır.

⁸ ADF : Augmented Dickey-Fuller.

⁹ PP : Phillips-Perron.

¹⁰ IPS : Im-Pesaran-Shin.

boyutuna ilişkin bilgiyi dikkate alan panel birim kök testlerinin sadece zaman boyutuyla ilgili bilgiyi göz önüne alan zaman serisi birim kök testlerinden, istatistiksel anlamda daha güçlü olduğu vurgulanmıştır (Güloğlu, İspir 2008).

Paneli oluşturan yatay kesit birimlerinin birbirinden bağımsız olarak ele alınıp alınmaması panel birim kök sınamalarında sorun teşkil etmektedir. Birinci kuşak adı verilen panel birim kök sınamaları, yatay kesit birimlerinin birbirinden bağımsız olduğu varsayımı altında dizayn edilmiştir. Levin ve Lin (1992, 1993), Im, Pesaran ve Shin (1997), Maddala ve Wu (1997), Hadri (2000), Choi (2001), Levin ve diğerleri (2002) sınamaları yatay kesit birimlerinin birbirinden bağımsızlığı varsayımı ile oluşturulan panel birim kök sınamalarına örnek olarak verilebilir.

Yatay kesit birimlerinin birbirinden bağımsızlığı varsayımına dayanan sınamalardan biri, Levin ve diğerleri (2002)'nin homojen panel birim kök testidir (Bu sınama LLC¹¹ testi olarak anılır). Levin ve Lin (1992,1993), Levin ve diğerleri (2002) bağımlı değişken Y'nin birinci gecikme katsayısının (β_i) bütün yatay kesit birimleri için aynı olduğu varsayımıyla hareket etmiştir. Bu anlamda bu tür panel sınamalarına homojen panel birim kök sınamaları da denilmektedir (Güloğlu ve İspir 2008). Levin ve Lin (1992,1993), Levin ve diğerleri (2002) sınamalarında sıfır ve alternatif önsavları ve N yatay kesit biriminin T dönem için Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) regresyonu şu şekildedir:

$$\Delta Y_{it} = \alpha_i + \beta \cdot Y_{i,t-1} + \delta_i \tau + \sum_{j=i}^{\rho_j} \phi_j \cdot \Delta Y_{i,t-j} + u_{it} \quad t=1,2,\dots,T \quad i=1,2,\dots,N \quad (3.1)$$

Burada belirtilen denklemde τ trendi (eğilimi), α_i bireysel etkileri göstermektedir ve u_{it} hata teriminin otokorelasyon problemi içermediği varsayılmaktadır. Ayrıca Levin ve Lin (1992,1993), Levin ve diğerleri (2002), N ve T'nin sonsuza gittiğini fakat T'nin daha hızlı oranda arttığını bunun neticesinde N / T'nin sifıra yaklaştığını varsayarak denklemi, Havuzlanmış En Küçük Kareler (Pooled Ordinary Least Squares) ile tahmin etmektedir.

$$H_0 : \beta_i = \beta = 0 \quad (i=1,2,\dots,N)$$

$$H_1 : \beta_i = \beta < 0$$

H_0 hipotezi ile ilgili serinin birim kök taşıdığı ifade edilirken, alternatif önsav da ise serinin durağan olduğu belirtilmektedir. Dolayısıyla H_0 hipotezini reddetmemiz durumunda paneli oluşturan tüm serilerin durağan olup, aynı hızla ortalamaya döndüklerini kabul etmiş oluruz.

¹¹ Levin Lin and Chu (1.8991 joule'e eşit ısı ölçü birimi, Santigrad ısı birimi) test.

Diğer bir test, Im-Pesaran-Shin (1997,2003)'in testidir. IPS, LLC'den farklı olarak heterojen panel birim kök sınamasıdır. Sıfır ve alternatif hipotezleri şu şekilde kurulur:

$H_0 : \beta_i = 0$ Tüm yatay kesitler için

$H_1 : \beta_i < 0$ En az bir yatay kesit için

Eğer H_0 hipotezi kabul edilirse, tüm yatay kesitler için durağanlık reddedilirken, alternatif hipotezin kabul edilmesi durumunda ise en az bir yatay kesit için durağanlık kabul edilmiş olur. Dolayısıyla LLC'deki gibi H_0 'ın reddedilmesi sonucunda tüm serilerin durağan ve aynı hızla ortalamaya döndüklerinin kabul edilmesinin yerine, bu testte ilgili serilerin durağan ve farklı hızlarda ortalamaya döndükleri kabul edilmiş olur. LLC'den farklı olarak, yatay kesit kalıntılarının serisel korelasyonuna ve gruplar arasındaki hata varyanslarının ve dinamiklerinin heterojenitesine izin verilmektedir. IPS sınama istatistiğinin hesaplanırken, her bir yatay kesit için birinci sıra kendisiyle bağlaşımlı katsayıların t istatistiklerinin ortalamaları alınarak z istatistiği elde edilir. Hesaplamalar şu şekilde yapılır:

$$\bar{Z} = \frac{\sqrt{N}(\bar{t} - N^{-1} \sum_{i=1}^N E(t_{\beta i}))}{\sqrt{N^{-1} \cdot \sum_{i=1}^N Var(t_{\beta i})}} \sim N(0,1) \quad (3.2)$$

Burada $\bar{t} = \sum_{i=1}^N t_i / N$ 'dir. Ayrıca $E(t_{\beta i})$ ve $Var(t_{\beta i})$ Monte-Carlo simülasyon tekniği ile hesaplanmaktadır.

IPS testi gibi paneli oluşturan yatay kesitlerin heterojen olduğu varsayımına dayanan Maddala ve Wu (1997)'nin sınaması fisher tipi panel birim kök testi olarak da bilinmektedir. Fisher tipi birim kök testinin bazı önemli avantajları vardır (Barbieri, 2006): Bu avantajlardan ilki, IPS testi gibi dengeli panele ihtiyaç duymamasıdır. İkincisi, bireysel ADF regresyonlarında farklı gecikme sayılarının kullanılmasına izin vermesidir. Kurulan sıfır ve alternatif hipotezler IPS'de olduğu gibi oluşturulur. Farklı olarak bu testte β_i 'lerin t istatistikleri yerine olasılık değerleri (ρ_i) kullanılmaktadır. ρ_λ , $T \rightarrow \infty$ dönemin sonsuza gittiği durumda elde edilmiştir.

Maddala ve Wu (1997), Choi (2001) ve Erlat ve Özdemir (2005) sınamalarının aynı istatistiksel çerçeveye sahip olduğunu belirtmişler ve her üç sınamanın da sıfır ve alternatif hipotezleri, IPS sınamaları ile aynı şekilde kurulmuştur. Choi (2001), N' nin de

sonsuzu yaklaştığı durum için (P_λ) istatistiğinin şu şekilde standart normal dağılım gösterdiğini ispatlamıştır:

$$\rho_\lambda = N^{-\frac{1}{2}} \sum_{i=1}^N \ln(\rho_i + 1) \sim N(0,1) \quad (3.3)$$

Choi (2001), ayrıca N' nin sonlu olduğu durum için de bir Z istatistiği hesaplamış, bu istatistikte, T ve N 'nin sonsuz gittiği durum için standart normal dağılım gösterdiği vurgulanmıştır.

$$Z = N^{-\frac{1}{2}} \sum_{i=1}^N \phi^{-1}(\rho_i) \sim N(0,1) \quad (3.4)$$

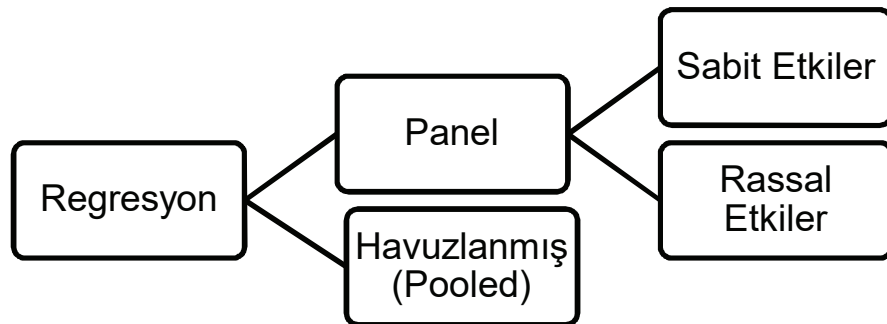
3.3.1.2 Doğrusal Dönüşüm (Lineer Transformasyon)

Modellerde kullanılan ve logaritması alınacak tüm değişkenlerin negatif değerleri için lineer transformasyon denilen bir teknik kullanılmıştır. Buna göre eğer değişken negatif değer içeriyorsa, logaritmasının alınmasının mümkün olmaması nedeniyle önce değişken sadece negatif değerleri için (-1) ile çarpılmıştır. Daha sonra bu değerler artık pozitif olarak dönüştürüldüğü için logaritması alınabilmektedir. Ancak sonrasında, logaritmik dönüşümü yapılmış ve gerçekte negatif olan değerleri için tekrar (-1) ile çarpılarak, logaritmik değerlerin negatif olabilmesi sağlanmıştır. Böylece değişkenler lineer hale getirilerek dönüşümleri tamamlanmış olarak modellere dahil edilebilir duruma getirilmiştir.

3.3.1.3 Panel Data Analiz Tekniği İle Eğim Katsayısının Tahmini

"Regresyon" terimi ilk kez Francis Galton tarafından kullanılmış, bir yazısında; uzun boylu ana babaların çocuklarının uzun, kısa boylu ana babaların çocuklarının kısa boylu olması eğilimine karşın, belli bir boya sahip ana babaların çocuklarının ortalama boyunun, genel nüfustaki ortalama boya doğru yaklaşma (İngilizce deyimle "regress") eğiliminde olduğunu vurgulanmıştır (Gujarati ve Porter, 2016) Regresyon kavramı, bir bağımlı değişken ile bir veya daha çok bağımsız değişken arasında "**bağıntı kurmayı**" ve "**bağıntının şeklini**" ifade eder.

Şekil 3.1 Regresyon Çeşitleri



Şekil 3.1'de ifade edildiği gibi regresyon çeşitleri Panel Tabanlı ve Havuzlanmış (Pooled) regresyon olarak ikiye ayrılmaktadır. Panel tabanlı regresyon ise kendi içinde Sabit ve Rassal (Tesadüfi) Etkiler olarak ikiye ayrılmaktadır. Bu kısımda regresyon çeşitleri ve bahse konu tahmincilerin özelliklerine değinilecektir.

3.3.1.3.1 Panel Tabanlı Regresyon

Zaman boyutuna sahip yatay kesit serilerini kullanarak ekonomik ilişkilerin tahmin edilmesi yöntemine "panel data analizi" adı verilmektedir. Örneğin, OECD'nin yayımlanmış istatistikleri, birçok ülke için yıllık olarak gözlenen sayısız ekonometrik seri içermektedir. Son zamanlarda yapılmış uzunlamasına veri setleri, her biri birkaç noktada gözlemlenen binlerce birey veya aileye ilişkin gözlemleri içerir. Diğer ampirik çalışmalar ise daha çok şirketler, ülke ya da sanayi setleri ile ilgili zaman serisi verileri aynı anda analiz etmiştir. Bu veri setleri, ekonomi hakkında zengin bilgi kaynakları sağlamakla birlikte, modellemede bazı karmaşık stokastik özellikler gerektirir (Greene 2008: 180). Panel data analizinde örneklemdaki farklı zaman noktaları için bireysel gözlemler dikkate alınarak her bir bireysel veri için çoklu gözlemler oluşturulur. En basit şekliyle bir panel data regresyon modeli aşağıdaki şekilde gösterilebilir:

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta X_{it} + \varepsilon_{it}, i = 1, 2, \dots, N; t = 1, 2, \dots, T \quad (3.5)$$

Basit şekliyle belirtilen modelde, *i* harfi ile firma, hane halkı veya ülke gibi bireysel değişkenleri; *t* harfi ise zaman boyutlu değişkenleri ifade etmektedir. **Panel tabanlı regresyon analizinde kullanılan modeli, havuzlanmış (pooled) veri analizinde kullanılan modelden ayıran en önemli özellik bireysel etkiler olarak adlandırılan α_i 'lerin var oluşudur.** Denklem (3.1)'de yer alan bireysel etkiler α_i 'ler firma, hane halkı veya ülke gibi bireyleri temsil etmekte olup, yatay kesitten yatay kesite değişebileceği gibi zaman içinde sabit olarak varsayılan gözlemlenemeyen heterojeniteyi de ifade etmektedir.

k değişkenli bir panel data regresyon modelinin en genel biçimiyle gösterimi aşağıda belirtilmiştir:

$$Y_{it} = \beta_{1it} + \beta_{2it} \cdot X_{2it} + \dots + \beta_{kit} \cdot X_{kit} + \varepsilon_{it} \quad (3.6)$$

Bu modelde $i=1,2,\dots,N$ kesit birimini, $t=1,2,\dots,T$ de zaman dönemini göstermektedir. Ayrıca hata terimi ε 'nin ortalamasının sıfır ve sabit varyanslı olduğu varsayılmaktadır.

$$E(\varepsilon_{it}) = 0 \text{ ve } Var(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2$$

Bununla birlikte β_{2it} den β_{kit} 'ye kadar olan eğim katsayıları da bilinmeyen tepki katsayılarını göstermektedir. Panel data tabanlı regresyon çalışmalarında sabit eğim

katsayısı ve hata terimi hakkında yapılan varsayımlar neticesinde farklı modeller elde edilebilmektedir. Çalışmanın bu kısmında elde edilen bu modeller ele alınacaktır.

3.3.1.3.1.1 Sabit Etkiler (Fixed Effects)

Eğim katsayılarının zaman ve kesit birimleri için aynı olduğu ancak sabit katsayının ise yatay kesit birimleri arasında değiştiği panel data modeline “sabit etkiler modeli” adı verilir. Bu modelde yatay kesit birimlerinin davranışlarındaki farklılıklar, sabit terimdeki farklılıklar ile açıklanmaktadır. Sabit etkiler modeli tek ve iki yönlü olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Tek yönlü sabit etkiler modelinde parametrelerde meydana gelen değişimler, yatay kesit verilerde meydana gelen değişimlerden kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla bu modelde, zaman serilerinin değişiminde etkisi yoktur. İki yönlü sabit etkiler modelinde ise hem yatay kesit verilerinde hem de zaman serisi verilerindeki değişimler dikkate alınmaktadır (Baltagi 2001; Aktaran: Şak 2006).

Eğer, bireysel etkiler olan α_i 'ler gözlemlenemiyor, fakat X_{it} ile ilişkiliyse o zaman β 'nin EKK tahmincisi sapmalı ve tutarsız olur (Hsiao, 2003). Sabit etkiler modelinin matris formülasyonu ise şu şekilde ifade edilebilir (Greene 2008:194): i birimi için T gözlemleri Y_i ve X_i olsun, i biriminin $T \times 1$ sütunu ve ε_i de $T \times 1$ vektörü ile ilişkili hata olsun,

$$Y_i = X_i\beta + i \alpha_i + \varepsilon_{it} \quad (3.7)$$

Denklem (3.4) sabit terim içermemektedir. i ler gölge değişkenini ve α_i 'ler tahmin edilecek olan bilinmeyen bir parametreyi temsil etmektedir.

Açık formuyla;

$$\begin{pmatrix} y_1 \\ y_2 \\ \vdots \\ y_n \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} X_1 \\ X_2 \\ \vdots \\ X_n \end{pmatrix} \beta + \begin{pmatrix} i & 0 \dots & 0 \\ 0 & i \dots & 0 \\ \vdots & & \\ 0 & 0 & i \end{pmatrix} \begin{pmatrix} \alpha_1 \\ \alpha_2 \\ \vdots \\ \alpha_n \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \varepsilon_1 \\ \varepsilon_2 \\ \vdots \\ \varepsilon_n \end{pmatrix}$$

$$y = (X \ d_1 \ d_2 \ \dots \ d_n) \cdot \begin{bmatrix} \beta \\ \alpha \end{bmatrix} + \varepsilon ,$$

Burada d_i , i inci birimin gölge değişkenini göstermektedir. $nT \times n'$ lik bir matris olan

$D = (d_1, d_2, \dots, d_n)$ 'den oluşmaktadır. Buradan Tüm nT sıralarını birleştirilerek, matris formülasyonu ile

$$y = x\beta + D \alpha + \varepsilon \quad (3.8) \quad \text{elde edilir.}$$

Denklem (3.5), genellikle Kukla Değişkenli En Küçük Kareler (LSDV) modeli olarak ifade edilir. Model, klasik bir regresyon modeli olduğundan, analiz etmek için yeni sonuçlar gerekmez. Eğer n yeterince küçük ise, o zaman sıradan en küçük kareler ile X'deki K regresörleri ve D'de n sütun, K + n parametreleriyle çoklu regresyon şeklinde tahmin edilebilir. Model, EKK metodu ile tahmin edildiğinde elde edilen β 'nin tahmincisi, aşağıda belirtilen Denklem 3.6 aracılığıyla hesaplanır (Greene 2008: 195);

$$b = (X'M_D X)^{-1}(X'M_D Y) = b_{within} \quad (3.9)$$

$M_d = I - D(D'D)^{-1}D'$ buradaki M_d matrisi simetrik ve eşgüçlü (idempotent-denk güçlü) bir matristir. Dolayısıyla $M=M^{-1}$ ve $M.M = M.M.M=M$ özelliklerini taşımaktadır.

Modelin sabit terim içerdiği varsayımı altında;

$$Y_{it} = i\bar{\beta}_0 + X_i\beta + D \alpha_i + \varepsilon_i \quad (3.10)$$

şeklinde ifade edilebilir. Açık formuyla;

$$\begin{pmatrix} y_1 \\ y_2 \\ \vdots \\ y_n \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} i \\ i \\ \vdots \\ i \end{pmatrix} \bar{B}_0 + \begin{pmatrix} x_1 \\ x_2 \\ \vdots \\ x_n \end{pmatrix} \begin{pmatrix} B_1 \\ B_2 \\ \vdots \\ B_{k-1} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} i & 0 & \dots & 0 \\ 0 & i & \dots & 0 \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ 0 & 0 & \dots & i \end{pmatrix} \begin{pmatrix} \alpha_1 \\ \alpha_2 \\ \vdots \\ \alpha_n \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \varepsilon_1 \\ \varepsilon_2 \\ \vdots \\ \varepsilon_n \end{pmatrix} \text{ ifade}$$

edilmektedir.

$\bar{\beta}_{0i}$ ortalama sabit terimi göstermektedir. α_i ise, i.birim için ortalama sabit terimden farklılığı temsil etmektedir.

Eğer α_i 'ler sabitse LSDV modelini, buna karşın α_i 'ler rassal ise, hata bileşenleri modelini (ECM) kullanmak gerekmektedir. Sabit terimli modelde n tane gölge değişken yer aldığı için Tam Çoklu Doğrusallık (Perfect Multi-Collinearity) sorunu ile karşı karşıya kalınır. Ancak bazı kısıtlamalarla bu sorunu ortadan kaldırmakta mümkündür. Bu kısıtlamalar:

$$\sum_{i=1}^n \alpha_i = 0 \text{ diğer bir ifade ile } \alpha_1 + \alpha_2 + \dots + \alpha_n = 0$$

$$\alpha_1 = - \sum_{i=2}^n \alpha_i$$

$$\bar{\beta}_0 = \sum_{i=1}^n \alpha_i / n$$

Ortalaması sıfır olan ε_i hata terimleri, değişen varyans ve otokorelasyon sorunlarını içermiyorsa modelin EKK yöntemi ile tahmin edilmesi sonucunda tahmin ediciler doğrusal en iyi sapmasız özelliklerini taşırlar (Greene 2008).

Sabit etkiler modeli, iki şekilde tahmin edilebilir. Bunlardan ilki, gölge değişkenler ile en küçük kareler (Least Square with Dummy Variables) LSDV yöntemi, ikinci yöntem ise within tahmincisi ile sabit etkiler modeli tahminidir. Within tahmincisi, ortalamalarla hareket eden bir modeldir (Greene 2008).

Denklem (3.1)'de her bir bireyin T dönem üzerinden ortalaması alınır, aşağıdaki denklem elde edilir:

$$\bar{y}_i = \alpha_i + \beta \bar{x}_i + \bar{\varepsilon}_i \quad (3.11)$$

Burada y_i 'nin yanındaki nokta, birey içi (grup içi) anlamına gelmektedir.

$$\bar{y}_i = \frac{\sum_{t=1}^T y_{it}}{T} \quad \text{şeklinde hesaplanır.}$$

Eğer denklem (3.8)'i (3.1)'den çıkarırsak grup içi regresyonu (within regression) denklem (3.9)'u elde edilir.

$$(y_{it} - \bar{y}_i) = \beta(x_{it} - \bar{x}_i) + (\varepsilon_{it} - \bar{\varepsilon}_i) \quad (3.12)$$

Denklem (3.9)'da önemsiz diye adlandırılan parametre yoktur ve hata terimi klasik doğrusal regresyon modelinin varsayımlarını sağladığından dolayı bu modele EKK yöntemi uygulanabilir.

$\bar{y}_{it} = y_{it} - \bar{y}_i$, $\bar{x}_{it} = x_{it} - \bar{x}_i$, vb dersek within regresyonu aşağıdaki şekilde ifade edilebilir:

$$\tilde{y}_{it} = \beta \cdot \tilde{x}_{it} + \tilde{\varepsilon}_{it} \quad (3.13)$$

$$\hat{\beta}_w = \frac{\sum \sum \tilde{x}_{it} \tilde{y}_{it}}{\sum \sum \tilde{x}_{it}} = \frac{\sum \sum (x_{it} - \bar{x}_i)(y_{it} - \bar{y}_i)}{\sum \sum (x_{it} - \bar{x}_i)^2} \quad (3.14)$$

Bireysel etkiler ise şu şekilde tahmin edilebilir:

$$\hat{\alpha}_{w,i} = (\bar{y}_i - \bar{y}) - (\bar{x}_i - \bar{x})' \hat{\beta}_w \quad \text{Burada; } \bar{y} = \frac{\sum_{i=1}^N \bar{y}_i}{N}$$

Dahili (within) tahmincisi yardımıyla sabit etkilerin test edilmesi ile gölge değişkenler yardımıyla sabit etkilerin test edilmesi sonucunda elde edilen parametreler arasında bir fark bulunmamaktadır. Ancak gölge değişken yöntemiyle tahmin sonucunda α denilen bireysel etkilerin anlamlılıklarını ölçebilmekteyiz. Ayrıca, Within ile N ya da T ya da

her ikisi de sonsuza giderken, tahmin edilen β katsayısı tutarlıdır. Bireysel etkileri temsil eden α 'lar ise yalnızca T sonsuza giderken tutarlıdır (Hsiao 2003: 33).

3.3.1.3.1.2 Rassal Etkiler (Random Effects)

Sabit etkiler modeli yaygın bir şekilde kullanılmasına rağmen, çok sayıda bireyin söz konusu olması serbestlik derecesi kaybına neden olabilmektedir. Panel veri ile yapılan çalışmalarda, birimlere veya birimlere ve zamana göre meydana gelen farklılıklardan kaynaklanan değişim "Sabit Etkili Modelleri" kullanılarak incelenebileceği gibi, "Rassal (Tesadüfi) Etki Modelleri" kullanılarak da incelenebilmektedir.

Rassal etkiler modelinde yatay kesitlere veya zamana göre meydana gelen değişiklikler, serbestlik derecesi kaybını önlemek amacıyla modele hata teriminin bir unsuru olarak ilave edilmektedir (Baltagi 2001; Aktaran: Şak 2006). Rassal etkiler modelini oluşturmadan önce yatay kesit birimlerini oluşturan örneklemin rassal (rastgele) bir seçimle belirlenmiş olması gereklidir. Diğer bir ifade ile rassal etki modeli yatay kesit birimlerinin büyük bir ana küleden rassal (rastgele) olarak çekildiğinin varsayılması durumunda geçerli olan bir modeldir.

Rassal etkiler modeli, sabit etkiler modelinde de olduğu gibi tek ve iki yönlü olabilmektedir. Tek yönlü rassal etkiler modeli kendi içinde hata bileşenleri modeli ve rassal katsayılı model olmak üzere ikiye ayrılır. Yatay kesit birimleri arasındaki farklılıklar, sadece sabit parametreyi etkileyecek şekilde hata terimine ekleniyorsa; "hata bileşenleri modeli", tüm parametreleri etkileyecek şekilde hata terimine ekleniyorsa; bu modele de "rassal katsayılı model" adı verilir. İki yönlü rassal etkiler modelinde birimlere ve zamana göre meydana gelen değişimler, hata teriminin bir bileşeni olarak ele alınmaktadır. Dolayısıyla iki yönlü rassal etkiler modelinde hem kesit hem de zaman serisi verilerindeki değişimler, hata teriminin bir bileşeni olarak ele alınmaktadır (Baltagi 2001; Aktaran: Şak 2006).

Rassal etkiler modelinin avantajı, tahmin edilecek parametre sayısını azaltıyor olmasıdır. Rassal etki modelinde, bireysel (spesifik) etkilerin açıklayıcı değişkenlerle ilişkisiz olduğu varsayımı yapılır ve bu varsayımın gerçekleşip gerçekleşmediği konusunda Hausman'ın içsellik testine başvurulur. Bu varsayımın gözardı edilmesi halinde, tahminler tutarsız çıkmaktadır (Greene 2008: 201).

$$Y_{it} = X'_{it}\beta + (\alpha + \mu_i) + \varepsilon_{it} \quad t=1,2,\dots,T \quad (3.15)$$

Denklem (3.12)'de, bağımsız değişkenlerce gözlemlenemeyen birimlere ait farklı özellikler hata terimi içerisinde yer almaktadır. Sıfır ortalama ve sabit varyansa sahip μ_i rassal değişkeni gözlemlenemeyen rassal heterojeniteyi göstermektedir ve zaman içinde

de sabit kaldığı varsayımı yapılmaktadır. α gözlemlenemeyen heterojenitenin ortalamasını, ε_{it} panel hata terimini belirtirken, μ_i ise bireye özgü hata terimini ifade etmektedir.

Rassal Etkiler modelinin varsayımları şunlardır (Greene 2008: 201);

- Bireye özgü ve panel hata terimi, normal dağılıma sahiptir. Yani

$$\varepsilon_{it} \sim N(0, \sigma^2_{\varepsilon}) \text{ ve } \mu_i \sim N(0, \sigma^2_{\mu})$$

- Bireysel hata terimleri ile panel hata terimleri kendi aralarında ve karşılıklı olarak ilişkisizdir.

$$E(\mu_i \varepsilon_{it}) = 0$$

$$E(\mu_i \mu_j) = 0 \quad i \neq j \text{ ve } t \neq s \text{ için}$$

$$E(\varepsilon_{it} \varepsilon_{it}) = E(\varepsilon_{it} \varepsilon_{jt}) = E(\varepsilon_{it} \varepsilon_{jt}) = 0$$

Rassal Etkiler Modelini tahmin etmede kullanılan etkin tahmin yöntemi, Genelleştirilmiş En Küçük Kareler (GLS) yöntemidir. GLS yöntemini kısaca açıklayalım (Greene 2008: 201):

$$\eta_{it} = \varepsilon_{it} + \mu_i$$

$$\eta_{it} = [\eta_{t1}, \eta_{t2}, \dots, \eta_{it}]'$$

$$Y_{it} = X'_{it} \beta + \alpha + \eta_{it} \quad (3.16)$$

Denklem (3.13), Hata Düzeltme Modeli (ECM) olarak adlandırılmaktadır (Greene 2008: 201). Model kurulurken bazı varsayımlar yapılmıştır. Bunlar,

$$E(\varepsilon_{it} \setminus X) = E(u_i \setminus X) = 0 ,$$

$$E(\varepsilon^2_{it} \setminus X) = \sigma^2_{\varepsilon} ,$$

$$E(u^2_i \setminus X) = \sigma^2_{\mu} ,$$

$$E(\varepsilon_{it} \cdot u_j \setminus X) = 0 , \text{ tüm } i, t \text{ ve } j \text{ için} ,$$

$$E(\varepsilon_{it} \cdot \varepsilon_{js} \setminus X) = 0 , \text{ Eğer } t \neq s \text{ ve } i \neq j \text{ ise,}$$

$$E(u_i \mu_j \setminus X) = 0 \text{ Eğer } i \neq j \text{ ise,}$$

i birim ve T tane gözlem olsun. Bu varsayımlar altında Σ adında bir matris, $E(\eta_i \cdot \eta'_i \setminus X)$ den oluşsun. Açık formuyla;

$$\Sigma = \begin{pmatrix} \sigma_{\varepsilon}^2 + \sigma_u^2 & \sigma_u^2 & \sigma_u^2 & \cdots & \sigma_u^2 \\ \sigma_u^2 & \sigma_{\varepsilon}^2 + \sigma_u^2 & \sigma_u^2 & \cdots & \sigma_u^2 \\ \sigma_u^2 & \cdots & \sigma_u^2 & \cdots & \sigma_u^2 \\ \sigma_u^2 & \sigma_u^2 & \sigma_u^2 & \cdots & \sigma_{\varepsilon}^2 + \sigma_u^2 \end{pmatrix} = \sigma_{\varepsilon}^2 I_T + \sigma_u^2 i_T i_T'$$

Σ matrisinin diyagonal elemanları $\sigma_{\varepsilon}^2 + \sigma_u^2$ yi gösterirken, diğer elemanları ise σ_u^2 'den oluşmaktadır. I birim matrisi ifade ederken, i_T ise, Tx1'lik 1'ler vektörünü belirtmektedir.

$$\Omega = \begin{pmatrix} \Sigma & 0 & 0 & \cdots & 0 \\ 0 & \Sigma & 0 & \cdots & 0 \\ & & \vdots & & \\ 0 & 0 & 0 & \cdots & \Sigma \end{pmatrix} = I_n \otimes \Sigma.$$

Ω ile gösterilen varyans-kovaryans matrisi, nxn'lik I_n birim matrisi ile Σ matrisinin kronecker çarpımından oluşmaktadır.¹² GLS tahmin metodu ile elde edilen eğim parametresinin tahmincisi,

$$\bar{\beta}_{GLS} = (X' \Omega^{-1} X)^{-1} X' \Omega^{-1} Y \quad (3.17)$$

Modele otokorelasyon ortadan kalkacak şekilde bir dönüştürme yapıldıktan sonra denklem (3.14), EKK yöntemi ile tahmin edilir. Dönüştürme yapılabilmesi için aşağıdaki değişkenlerin elde edilmesi gereklidir:

$$\Omega^{-1/2} = [I_n \otimes \Sigma]^{-1/2}$$

$$\Sigma^{-1/2} = \frac{1}{\sigma_{\varepsilon}} \left[I - \frac{\theta}{T} i_T i_T' \right]$$

$$\text{Eşitlikte yer alan } \theta = 1 - \frac{\sigma_{\varepsilon}}{\sqrt{\sigma_{\varepsilon}^2 + T \sigma_u^2}}$$

Y ve X için GLS dönüştürmesi şu şekilde yapılmaktadır:

$$\Sigma^{-1/2} Y_i = Y_{it}^* = \frac{1}{\sigma_{\varepsilon}} \begin{bmatrix} Y_{i1} & - & \theta \bar{Y}_i \\ Y_{i2} & - & \theta \bar{Y}_i \\ \vdots & & \\ Y_{iT} & - & \theta \bar{Y}_i \end{bmatrix} \quad \Sigma^{-1/2} X_i = X_{it}^* = \frac{1}{\sigma_{\varepsilon}} \begin{bmatrix} X_{i1} & - & \theta \bar{X}_i \\ X_{i2} & - & \theta \bar{X}_i \\ \vdots & & \\ X_{iT} & - & \theta \bar{X}_i \end{bmatrix}$$

$Y_{it}^* = f(X_{it}^*)$ şeklinde Y_{it}^* , X_{it}^* üzerine regresyona tabi tutularak GLS yönteminin tahmincileri elde edilir (Greene 2008: 202).

¹² \otimes ile gösterilen Kronecker çarpım işlemcisi, ilk öğenin her bileşenini ikinci öğeyle doğrudan çarpımı şeklinde tanımlanmaktadır (Laub, J.A., 2005).

3.2.1.3.2. Havuzlanmış (Pooled) Regresyon

Veriler panel tabanlı regresyon modellerinde olduğu gibi kodlanarak, veri seti oluşturulur. Ancak eğer serilerdeki zaman serisi ilişkisi dikkate alınmaz ve her gözlem bağımsız gibi dikkate alınırsa bu veri havuzlanmış (pooled) olarak kullanılmaktadır.

Eğer α_i 'ler sadece sabit terim içerir ise diğer bir ifade ile bireysel etkilerin tüm ülkeler için aynı olduğu varsayımı altında heterojenite reddedilerek En Küçük Kareler (EKK) yöntemi, ortak α ve eğim katsayısı için tutarlı ve etkin tahminler sağlar (Greene 2008: 183). En basit haliyle havuzlanmış veriyi şu şekilde modelleyebiliriz:

$$Y_{it} = \alpha + X_{it}\beta + \varepsilon_{it}, \quad 1, \dots, n, t=1, \dots, T_i, \quad (3.18)$$

$$E(\varepsilon_{it} | X_{i1}, X_{i2}, \dots, X_{iT_i}) = 0,$$

$$Var(\varepsilon_{it} | X_{i1}, X_{i2}, \dots, X_{iT_i}) = \sigma^2_{\varepsilon},$$

$$Cov(\varepsilon_{it}, \varepsilon_{js} | X_{i1}, X_{i2}, \dots, X_{iT_i}) = 0 \quad \text{Eğer } t \neq s \text{ ve } i \neq j \text{ ise,}$$

Denklem (3.3)'de görüldüğü gibi α ve β 'nin indisleri yoktur. Dolayısıyla EKK yöntemi ile tahmin sonucu her bir yatay kesit için toplamda bir adet α ve β tahmin sonucuna ulaşılır. Havuzlanmış veride yatay kesit heterojenitesine yer verilmemektedir. Ayrıca u_{it} 'lerin ortalamasının sıfır, varyansının sabit ve kovaryansının da sıfır olduğu varsayımıyla yapılmaktadır.

3.3.2. Araştırmanın Ampirik Bulguları

Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Not Değişimlerinin Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Üzerindeki Etkisini Seçilmiş G-20 Ülkeleri ile analiz etmek amacıyla panel data analizi yöntemi kullanılarak tahmin edilen modeller aşağıda sunulmuştur.

Model 1:

$$\begin{aligned} \text{Infidibopus}_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 \cdot (\text{moodys, sp, fitch})_{it-1,-2} + \alpha_2 \cdot \text{Debt}_{it} + \alpha_3 \cdot \text{lendint}_{it} \\ & + \alpha_4 \cdot \text{Corrank}_{it} + \alpha_5 \cdot \text{trbal}_{it} + \alpha_6 \cdot \text{inflation}_{it} + \alpha_7 \cdot \text{Openness}_{itd} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Model 2:

$$\begin{aligned} \text{Infidibopus}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \cdot (\text{moodys, sp, fitch})_{it-1,-2} + \beta_2 \cdot \text{Debt}_{it} + \beta_3 \cdot \text{lendint}_{it} \\ & + \beta_4 \cdot \text{Corrank}_{it} + \beta_5 \cdot \text{trbal}_{it} + \beta_6 \cdot \text{inflation}_{it} + \beta_7 \cdot \text{Openness}_{itd} \\ & + \beta_8 \cdot \text{Kriz}_{=0} + \beta_9 \cdot \text{Kriz}_{=11} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

3.3.2.1. Homojenlik Testi Sonuçları

Regresyon analizine geçmeden önce ilk olarak, eğim katsayılarının her bir ülke için homojen mi yoksa heterojen mi olduğu, Pesaran ve Yamagata (2008)'nin delta testleri aracılığıyla araştırılmıştır. Piyasa hakimiyeti olan üç kuruluşun notlarının seçilmiş G-20 ülkeleri için ayrı ayrı dahil edildiği iki ayrı model için hesaplanan delta istatistikleri Tablo 3.7'de gösterilmiştir. Tablo 3.7'ye göre modellere ait delta ve düzeltilmiş delta test istatistiklerinin olasılık değerleri 0.05 anlamlılık düzeyinden büyük olduğu için eğim katsayılarının homojen olduğunu savunan sıfır hipotezi reddedilememektedir.

Tablo 3.7 Pesaran ve Yamagata (2008)'nin Homojenlik Testi

Değişken	Moody's		S&P		Fitch	
	Model-1	Model-2	Model-1	Model-2	Model-1	Model-2
	Test İstatistiği	Olasılık Değeri	Test İstatistiği	Olasılık Değeri	Test İstatistiği	Olasılık Değeri
Delta_tilde	-1.272 [0.89]	0.036 [0.48]	-1.472 [0.69]	0.126 [0.43]	-1.678 [0.95]	0.360 [0.62]
Düzeltilmiş_delta_tilde	-1.710 [0.96]	0.048 [0.49]	-1.948 [0.78]	0.145 [0.54]	-1.256 [0.96]	0.383 [0.67]

3.3.2.2. Yatay Kesit Bağımlılığı Sınaması Sonuçları

İkinci olarak kesitler arasında bağımlılığın olup olmadığı araştırmak için yatay kesit bağımlılığının sınanması gerekmektedir. Panel veri setinde yatay kesit bağımlılığının varlığı reddedilirse birinci nesil birim kök testleri kullanılabilir. Eğer yatay kesit bağımlılığı sorunundan bahsediliyor ise ikinci nesil birim kök testlerini kullanmak daha tutarlı, etkin ve güçlü tahminler elde etmemizi sağlayacaktır.

Tablo 3.8, iki ayrı model ve üç ayrı kuruluşun notları için Ortalama korelasyon katsayıları ve Pesaran (2004) CD testi sonuçlarını göstermektedir.

Tablo 3.8 Ortalama korelasyon katsayıları ve Pesaran (2004) CD testi

Değişken	Model-1 Moody's	Model-2 S&P	Model-3 Fitch
	Test İstatistik ve Olasılık Değeri	Test İstatistik ve Olasılık Değeri	Test İstatistik ve Olasılık Değeri
Infidibopus	0.41 [0.67]	Pesaran testini gerçekleştirmek için panel boyunca yeterli ortak gözlem yoktur.	-0.06 [0.95]
Kredi Notları	-		-
lendint	13.12 [0.00]		12.17 [0.00]
Corrank	3.52 [0.00]		2.17 [0.00]
trbal	4.25 [0.00]		4.61 [0.00]
inflation	12.25 [0.00]		13.23 [0.00]
Openness	21.39 [0.00]		19.80 [0.00]
Debt	12.43 [0.00]		13.45 [0.00]

H_0 : Yatay Kesit Bağımlılığı Sorunu Yoktur.

H_a : Yatay Kesit Bağımlılığı Sorunu Vardır.

Tablo 3.8'den hareketle, Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları (Infidibopus) hariç diğer değişkenlerin test istatistiklerinin olasılık değeri 0.05 anlamlılık düzeyinden daha küçük olduğu için yatay kesit bağımlılığının olmadığını belirten sıfır hipotezi reddedilerek yatay kesit bağımlılığında kullanılan ve ikinci kuşak (yeni nesil) panel birim kök testi olan Pesaran'ın CADF¹³ testinden yararlanılacaktır.

Bu durumda paneli oluşturan ülkeler arasında, yatay kesit bağımlılığı vardır. Ülkelerden birine gelebilecek bir şok diğerlerini de etkileyebilmektedir. Bu nedenle panel birim kök testlerinde bu bağımlılığı dikkate alan panel birim kök testinin kullanılması önem arz etmektedir.

3.3.2.3 Birim Kök Testleri Sonuçları

Ekonometrik anlamda, ortalaması ile varyansı zaman içinde değişmeyen ve iki dönem arasında ortak varyansın bu ortak varyansın hesaplandığı döneme değil de yalnızca iki dönem arasındaki uzaklığa bağlı olan olasılıklı bir süreç için durağandır denebilir. Bu tür durağanlığa zayıf durağan olasılıklı süreç denmekle birlikte bir çok analiz için bu tür bir durağanlık yeterli sayılmaktadır (Gujarati 1999).

Yatay kesit gözlemlerinin belirli bir dönem içinde bir araya getirilmesi suretiyle oluşturulan panel veri analizi, beraberinde zaman serisi özelliklerini ve sorunlarını da taşımaktadır. Eğer verilerde birim kökün var olduğu tespit edilirse, sahte regresyon sorunu panel veri analizinde de oluşmaktadır. Dolayısıyla modellerin tahmin aşamasında modeli oluşturan serilerin birim kök taşıyıp taşımadıklarının araştırılması, tahminlerin güvenilirliği açısından oldukça önem taşımaktadır.

Birim kök testlerine geçmeden önce ortalama korelasyon katsayıları ve Pesaran (2004) CD testi sonucunda bazı değişkenlerde yatay kesit bağımlılığı tespit edilmiş bu kapsamda yatay kesit bağımlılığını hesaba katan ikinci kuşak (yeni nesil) panel birim kök testi olan Pesaran'ın CADF (2008) testinden bu bölümde yararlanılmıştır.

Tablo 3.9 modellerde kullanılan seriler için panel birim kök sınamaları sonuçlarını göstermektedir.

¹³ CADF : Cross-Sectionally Augmented Dickey-Fuller.

Tablo 3.9 Panel Birim Kök Testleri

Değişken	Test	Birinci Nesil		İkinci Nesil	
		Düzye	Birinci Fark	Düzye	Birinci Fark
		Test İstatistik ve Olasılık Değeri	Test İstatistik ve Olasılık Değeri	Test İstatistik ve Olasılık Değeri	Test İstatistik ve Olasılık Değeri
Infidibopus	ADF-Fisher	4.0459 [0.00]	-	-	-
	PP-Fisher	12.3644 [0.00]	-	-	-
	IPS	-4.5320 [0.00]	-	-	-
	PESCADF	-	-	0.284 [0.62]	-7.239 [0.00]
Iendint	ADF-Fisher	12.0014 [0.00]	-	-	-
	PP-Fisher	25.9983 [0.00]	-	-	-
	IPS	-5.2634 *	-	-	-
	PESCADF	-	-	-0.295 [0.01]	-
Corrank	ADF-Fisher	4.1017 [0.00]	-	-	-
	PP-Fisher	5.8510 [0.00]	-	-	-
	IPS	-2.0056 [0.02]	-	-	-
	PESCADF	-	-	-3.981 [0.00]	-
trbal	ADF-Fisher	2.7292 [0.00]	13.0468 [0.00]	-	-
	PP-Fisher	0.3615 [0.35]	20.6733 [0.00]	-	-
	IPS	-0.7184 [0.23]	-6.8707 [0.00]	-	-
	PESCADF	-	-	-2.072 [0.01]	-
inflation	ADF-Fisher	17.0249 [0.00]	-	-	-
	PP-Fisher	29.9756 [0.00]	-	-	-
	IPS	-6.9009 [0.00]	-	-	-
	PESCADF	-	-	-4.826 [0.00]	-
Openness	ADF-Fisher	-1.8798 [0.96]	10.8163 [0.00]	-	-
	PP-Fisher	-1.8418 [0.96]	26.0077 [0.00]	-	-
	IPS	3.3420 [0.99]	-7.3818 [0.00]	-	-
	PESCADF	-	-	-0.598 [0.27]	-1.638 [0.05]
Debt	ADF-Fisher	-1.0517 [0.85]	7.5959 [0.00]	-	-
	PP-Fisher	4.7229 [0.00]	17.8469 [0.00]	-	-
	IPS	0.6527 [0.74]	-6.6328 [0.00]	-	-
	PESCADF	-	-	-2.540 [0.00]	-

H0 : Tüm Panel Birim Kök içerir.

Ha : En az bir panel durağandır.

* Her panel için dengeli veriler ile en az 10 gözlem gerektirir.

Tablo 3.9'dan elde edilen ampirik bulgulara göre; modellerimizin bağımlı değişkeni temsil eden Infdbopus (Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları) değişkeni hariç tüm değişkenlerin yatay kesit bağımlılığı sorunu içermesi nedeniyle bu bağımlılığı hesaba katan ikinci kuşak (yeni nesil) birim kök testlerinden Peseran CADF birim kök testi uygulanmıştır. Peseran CADF birim kök testi sonucunda Tablo 3.9'a göre bağımsız değişkenlerimiz; lendint (faiz), Corrank (Yolsuzluk Algı Endeksi), trbal (Ticaret Dengesi), Debt (Brüt Dış Borç Stoku/GSYİH) ve Inflation (Enflasyon) değişkenlerinin 0.05 anlamlılık seviyesinde düzeyde durağan, Openness (Dış Açıklık) ve Infdbopus (Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları) değişkenlerinin 0.05 anlamlılık düzeyinde düzeyde durağan değişken olmadığı, birinci farkına birim kök testinin uygulanması sonucunda ise değişkenin farkta durağan olduğu sonucuna varılmıştır. Bu sonuçlarla hareket ettiğimizde modellerin tahmininde trbal, Debt lendint, Corrank ve inflation değişkenleri düzey değerleri ile Openness ve Infdbopus değişkenleri ise birinci farkına birim kök uygulanması sonucu durağan olarak modellere dahil edilmiştir. Çalışmada kullanılan 3 ayrı derecelendirme kuruluşu notları çoğunlukla stable olduğu için birim kök uygulanamamış, birinci farkını aldığımızda 0 çıkmış bu durumda birim köklerinin alınmasına istatistiksel olarak gerek olmadığına karar verilmiştir.

3.3.2.4 İçsellik (Endojenite) Testi Sonuçları

Regresyon analizine geçmeden önce ilk olarak, ekonometri literatüründeki önemli konulardan biri endojenite (içsellik) sorununun kullanılan değişkenlerde olup olmadığına bakılacaktır. Endojenite **gözlenebilen değişkenler ile gözlenemeyen faktörler arasında bir ilişki olduğu zaman ortaya çıkan, ölçüm hatası, ardışık bağımlı hata terimleri, eşanlılık ve eksik/unutulmuş değişken içsellik (endogeneity) sorununun doğmasına neden olur** (Başer 2011).

Hata bileşeni regresyon modelinde kritik varsayım şu şekildedir $E(u_{it} | X_{it}) = 0$. Bu durum hataların bireysel değişmez etkiler içerdiği göz önüne alındığında (μ_i) gözlemlenmemekte ve belki de X_{it} ile korele olabilmesi bakımından önemlidir. Hausman (1978) önerisinde $\bar{\beta}_{GLS}$ ile $\bar{\beta}_{within}$ 'i karşılaştırırken; bunların ikisinin de $H_0 : E(u_{it} | X_{it}) = 0$ hipotezi altında oluştuğunu, H_0 'ın doğru olup olmamasına göre farklı olasılık limitlerine sahip olacağını vurgulamıştır. Aslında; karmaşık bir şekilde $\bar{\beta}_{GLS}$ H_0 'ın altında asimptotik uygunlukla, H_0 'ın doğru olmaması durumunda oluşmaz iken $\bar{\beta}_{within}$ H_0 'ın doğru olup olmamasına göre oluşmaktadır. Basit olarak test istatistiği aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir (Baltagi 2005: 66).

$$\bar{\beta}_{GLS} - \beta = (X'^{-1}X)^{-1} X'^{\Omega^{-1}}u \text{ ve } \bar{\beta}_{within} - \beta = (X'QX)^{-1}X'Qu \quad (3.19)$$

Bu nedenle; Hausman (1978) test istatistiğinde; $m_1 = \hat{q}'_1 [var(\hat{q}_1)]^{-1} \hat{q}_1$ formülasyonu ile vermektedir.

Rassal etkiler modeli hata terimi bileşenlerinin modelde yer alan bağımsız değişkenlerden ilişkisiz olduğu hipotezinin geçerliliği, Hausman tarafından geliştirilen test istatistiği ile araştırılabilmektedir. Örneğin fiyat ve miktar ilişkisinde değişkenlerin birini bağımlı birini bağımsız değişken olarak kullanmamız halinde doğru neticeler elde edilemeyecektir. İki değişkende bir birinin bağımlı değişkeni olduğu için içsellik problemi oluşacaktır. Fiyatın belirleyicisi aynı zamanda fiyatın kendisidir. İçsellik varsa bir şeyin belirleyicisi hem kendisi hem de başka bir değişken olabilir. Değişkenlerin her biri için içsellik olup olmadığı, Hausman (1978)'in Chi Squire içsellik testleri aracılığıyla araştırılmıştır. Hausman Testi, Sabit veya Rassal regresyon arasında karar verme değil, hangisinin içsellğe izin verip vermediğini tespit etmemize yarayan bir testtir. Katsayıları karşılaştırıp içsellik testi yapan bir uygulamadır. Panel veri analizinin regresyon tahminlerinden sabit etkiler içsellğe izin verebilmekle birlikte rassal etkiler içsellğe kapalıdır. Bu durumda sabit etki modeli ile rassal etki modelinin parametre tahminleri arasındaki farkın istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığının araştırılması gerekmektedir. Hangi modelin içsellğe izin verip vermediğini tespit etmemize yarayan bu test ile iki model arasında tercih yapılabilmektedir.

Tablo 3.10'da oluşturulan modellerden hangisinin kullanılacağına Hausman'ın içsellik testinden elde edilecek bulgular sonrasında karar verilecektir.

Tablo 3.10 Hausman İçsellik (Endogeneity) Testi Sonuçları

Değişkenler	Hausman Testi Sonuçları					
	Model-1 Moody's		Model-2 S&P		Model-3 Fitch	
	Sabit Etkiler (b)	Rassal Etkiler (B)	Sabit Etkiler (b)	Rassal Etkiler (B)	Sabit Etkiler (b)	Rassal Etkiler (B)
KN Geçiktirilmiş-1	-2.4983	-4.3018	-1.0183	-0.7979	-2.3841	-2.3876
KN Geciktirilmiş-2	1.9627	5.1089	0.8256	1.4419	1.5860	2.4348
Openness_vol	-0.0040	-0.0339	-0.0089	-0.0119	-0.0019	-0.0090
Lendint	0.1042	0.0486	0.0025	-0.0240	0.2268	0.0969
Debt	0.1073	3.4279	0.2616	0.9214	1.1191	1.9939
Corrank	0.0916	0.0028	0.1012	0.0213	0.0726	-0.0314
trbal	0.6572	0.8559	0.0122	0.2478	1.1072	1.1899
inflation	-0.2522	-0.3694	-0.0418	-0.0986	-1.2231	-1.2534
prob>chi2	0.0000		0.3320		0.1072	

Parantez içindekiler t istatistikleri olup, Tüm sonuçlar STATA 14.1 ile üretilmiştir.

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Hausman Testinin Sonucu ki-kare dağılımı ile bulunur, Eğer probability değeri ki kare değeri 0,05 de küçükse H0 reddedilir. Örneğin; $\chi^2(10) = (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B) = 63.47$ Prob>chi2 = 0.0000 ise Rassal etki modellerini reddedip, Sabit Etki modellerini kabul etmemiz gerekecektir. Burada (B) Rassal etki katsayısı (b) Sabit Etki Katsayısını

ifade etmektedir. Tüm modeller için hesaplanan istatistikler Tablo 3.10'da gösterildiği gibidir.

$H_0: E(\varepsilon_i | X_{it}) = 0$ **Ülke ve zaman etkileri rassaldır.** (ε_i) ile açıklayıcı değişkenler arasında korelasyon yoktur. Rassal Etkiler Modeli (İçsellik Sorunu Yoktur).

$H_1: E(\varepsilon_i | X_{it}) \neq 0$ **Ülke ve zaman etkileri sabittir.** (ε_i) ile açıklayıcı değişkenler arasında korelasyon vardır. Sabit Etkiler Modeli (İçsellik Sorunu Vardır).

Sabit etki model parametre tahmincileri ile rassal etki modelinin parametre tahmincileri arasındaki farkın istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığının incelendiği Hausman testi sonuçlarında ki-kare (**prob>chi2**) değerlerinin, Moody's şirketinin notlarını içeren modelde 0.05 anlamlılık düzeyinde anlamlı olduğu, bu durumda H_0 reddedilerek sabit etkiler modelinin tercih edilmesi gerektiği görülmektedir. Diğer Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının notlarını içeren modellerde ise bu değerin 0.05 anlamlılık düzeyinden büyük olması neticesinde H_0 reddedilmeyerek Rassal Etkiler tahmin metodunun Fitch ve S&P'ye ait modellerde tercih edilmesi gerektiği sonucuna varılmıştır. Modelde içsellik sorunu yoktur savunan sıfır hipotezi Moody's şirketine ait model için reddedilmiş ve bu modelin tahmininde Sabit Etkiler, diğer modellerde ise H_0 hipotezi kabul edilerek Rassal Etkiler uygun tahmin metodu olarak görülmüştür.

3.3.2.5 Rassal Etkiler Regresyon Tahmin Sonuçları

Oluşturulan Modellerdeki serilere ait içsellik testi ve birim kök sınamaları yapıldıktan sonra Fitch ve S&P'ye ait kredi notlarını içeren modeller rassal etkiler veya en yüksek olabilirlik (EO) yöntemi ile tahmin edilmiştir. Bu düzeltmenin yer aldığı tahmin edilen modellerdeki tüm seriler durağan olup sütunlardaki parantez içindeki değerler değişkenlerin t istatistik değerlerini göstermektedir.

Seçilmiş G-20 ülkelerinde gerçekleşen DYSY'lere etki eden değişkenleri tespit etmek amacıyla her iki modelde de bağımlı değişken olarak, $\ln \text{dibopus}_{it}$ Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarını temsilen eklenmiştir. Değişkenin yatay kesit boyutu için (i) ve zaman boyutu için (t) sembolü değişkenin indisinde gösterilmiştir. Yapılan birinci ve ikinci kuşak panel birim kök testi sonucu değişkenin farkta durağan olduğunu gösterir (d) indisi ile birlikte DYSY'lerin fiziki yatırımları (bina, fabrika kurulumu vb.) içermesi nedeniyle gerçekleşmesinin zaman alabileceği ve verilen kredi notlarının uzun vadede (1 yıl ve üzeri) etkisini göstermesi gerektiği varsayımı ile üç kuruluş için ayrı ayrı dahil edilen Kredi notu değişkenlerine notlarda uygulanan gecikmeyi gösterir -1 ve -2 indisinde gösterilmiştir. Diğer değişkenlerle birlikte çalışmamızın konusunu oluşturan kredi derecelendirme kuruluşu notları ayrı ayrı dahil edilerek modeller oluşturulmuştur.

Oluşturulan modellerin tahmininde Hausman'ın içsellik testi sonucunda bir karar kılınmış olmasına rağmen elde edilen tüm tahminler Tablo 3.11-13'de verilmiştir.

Tablo 3.11 Fitch Kuruluşu Notlarını İçeren Tahmin Sonuçları

Değişkenler	Bağımlı Değişken				
	Model-1 Fixed	Model-2 Fixed	Model-1 Random	Model-2 Random	Model-2 Random
	Infidibopus	Infidibopus	Infidibopus	Infidibopus	Infidibopus
Lagged-KN-Fitch	-2.384* (-1.78)	-2.200 (-1.63)	-2.388* (-1.79)	-2.209* (-1.65)	-2.200 (-1.63)
Lagged 2-KN-Fitch	1.586 (1.27)	1.298 (1.01)	2.435** (1.99)	2.081* (1.67)	1.298 (1.01)
Açıklık-Miktar Endeksi	-0.002 (-0.20)	-0.005 (-0.50)	-0.009 (-1.00)	-0.011 (-1.13)	-0.005 (-0.50)
lendint	0.227 (1.09)	0.257 (1.22)	0.097 (0.51)	0.134 (0.70)	0.257 (1.22)
trbal	1.107** (1.99)	1.310** (2.23)	1.190** (2.43)	1.380*** (2.61)	1.310** (2.23)
inflation	-1.223*** (-2.76)	-1.285*** (-2.88)	-1.253*** (-2.89)	-1.316*** (-3.02)	-1.285*** (-2.88)
Corrank	0.073 (0.75)	0.047 (0.47)	-0.031 (-0.39)	-0.047 (-0.55)	0.047 (0.47)
Debt	1.119 (0.95)	1.061 (0.90)	1.994* (1.83)	1.841* (1.68)	1.061 (0.90)
Kriz-Gölge=0	-	0.000 (.)	-	0.000 (.)	0.000 (.)
Kriz-Gölge =11	-	3.343 (1.06)	-	3.161 (1.01)	3.343 (1.06)
Sabit (Costant)	-8.467 (-0.57)	-5.648 (-0.38)	-16.119 (-1.14)	-12.438 (-0.85)	-27.486** (-2.39)
Arjantin (AR)	-	-	-	-	0.000 (.)
Avustralya (AU)	-	-	-	-	19.879 (1.26)
Brezilya (BR)	-	-	-	-	-1.102 (-0.10)
Kanada (CA)	-	-	-	-	41.699** (2.41)
Çin (CN)	-	-	-	-	1.747 (0.14)
Almanya (DE)	-	-	-	-	23.156 (1.27)
Fransa (FR)	-	-	-	-	63.123*** (3.80)
Endonezya (ID)	-	-	-	-	25.575*** (3.08)
Hindistan (IN)	-	-	-	-	2.232 (0.27)
İtalya (IT)	-	-	-	-	49.434*** (3.59)
Japonya (JP)	-	-	-	-	56.001*** (3.38)
Meksika (MX)	-	-	-	-	10.385 (1.12)
Rusya (RU)	-	-	-	-	23.337** (2.18)
Gözlem Sayısı	175	175	175	175	175
Ki-Kare			15.795	16.021	285.940
Prob	0.023	0.030	0.045	0.066	0.000
R-Kare	0.024	0.017	0.254	0.230	0.651

Parantez içindekiler t istatistikleri olup, Tüm sonuçlar STATA 14.1 ile üretilmiştir.

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Tablo 3.11'de Fitch'e ait kredi notlarını içeren modele ait rassal (random) etkiler tahmin sonuçları incelendiğinde;

KN-Fitch olarak temsil edilen Fitch Ratings kredi derecelendirme kuruluşuna ait 1 yıl gecikmeli kredi notlarının ampirik sonuçlarına göre, değişkenin istatistiki olarak 0.05 anlamlılık düzeyinde anlamlı olmadığı ve negatif katsayı ile tahmin edildiği görülmektedir. İktisadi olarak doğru orantı içerisinde olması varsayılan kredi notları ve DYSY ilişkisinin burada ters orantı içerisinde olduğu görülmektedir. İstatistiksel olarak anlamlı olmayan sonuca göre 1 yıl geciktirilerek uygulanan Kredi Notlarının DYSY'ler üzerinde etkisinin olmadığı görülmüştür.

Fitch kredi derecelendirme kuruluşu notlarına uygulanan 2. yıl gecikme ile değişkenin Model-1'de istatistiki olarak 0.05 anlamlılık düzeyinde anlamlı Model-2'de ise anlamsız olduğu ve pozitif katsayı ile tahmin edildiği görülmektedir. Bu sonuçtan hareketle panel içinde Fitch kuruluşuna ait notların seçilmiş G-20 ülkeleri için iki dönem gecikme uygulanması neticesinde DYSY'ler üzerinde etkili olduğu kanaatine varılmıştır. 1 nolu Model için kredi notlarının DYSY'ler üzerinde etkisinin olmadığını savunan H_0 hipotezi reddedilerek, Fitch'e ait notların 2 yıl içerisinde DYSY'ler üzerinde etkisinin olduğu sonucuna varılmıştır.

Bir ekonominin dışı açıklığını gösteren Açıklık Miktar İndeksi (Openness Volume Index) genel olarak ülkelerin dış ticaret hacimlerinin GSMH'ya oranı olarak ifade edilmektedir. Bir ülkenin dışı açıklığı o ülkeye yatırım yapacak yabancı yatırımcıyı doğal olarak etkileyeceği varsayımı altında bu değişken modele dahil edilmiştir. Literatürde Demirel (2006), Özcan ve Arı (2010)'ya ait çalışmalarda bu değişkenin model içinde istatistiksel olarak anlamlı olmasına rağmen DYSY'ler ile negatif ilişki içerisinde olduğu vurgulanmıştır. Tablo 3.11 incelendiğinde ise 0.05 anlamlılık düzeyinde Dış Açıklık Endeksinin DYSY'ler ile ilişkisinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı ve H_0 hipotezi reddedilmeyerek Dış Açıklığın DYSY'ler üzerinde etkisinin olmadığı sonucuna varılmıştır.

DYSY'leri etkileyebilecek değişkenlerden bir diğeri de lendint olarak modele dahil edilen borç verme faiz oranıdır. Likidite sıkışıklığına düşen bir bankanın, o ülkenin Merkez Bankası'ndan kısa vadeli borçlanmak için ödemeyi kabul ettiği faiz oranını ifade eden bu değişken, faizlerin düşürüldüğü takdirde, faize gitmeyen paranın yatırıma yöneleceği varsayımıyla yatırımcıları ülkeye çekilebileceği düşüncesi ile modele dahil edilmiş, fakat değişkenin model içinde istatistiksel olarak anlamlı olmadığı ve pozitif işaretli olarak tahmin edildiği görülmektedir. Faiz ile DYSY arasındaki pozitif ilişkinin iktisadi ve istatistiki

olarak panel içinde anlamlı olmadığı sonucuna varılarak, H_0 hipotezi reddedilememiş ve ülkelere ait faiz değişkeni ile DYSY'ler arasında ilişkinin olmadığı kanaatine varılmıştır.

Ticaret dengesi, bir ülkenin mal alım satım dengesini ifade etmektedir. Yabancı yatırımcıyı, yatırım kararı alırken ülkenin dış ticaret dengesinin önemli olacağı varsayımı altında değişken modele dahil edilmiş, değişkenin 0.05 anlamlılık düzeyinde anlamlı olması nedeniyle istatistiki ve iktisadi olarak anlamlı bir şekilde tahmin edilerek, DYSY'ler üzerinde etkili olduğu sonucuna varılmıştır. Bu durumda H_0 reddedilerek ticaret fazlasının DYSY'ler ile pozitif yönlü ilişki içerisinde olduğu kanaatine varılmıştır.

Enflasyonun yüksek olması o ülkede alım gücünün düşük olması anlamına geleceğinden düşük alım gücünün o ülkeye yatırım yapmak isteyen yabancı yatırımcı için istenen bir durum olmayacağı varsayımıyla negatif ilişki içerisinde olması beklenerek enflasyon değişkeni modele dahil edilmiştir. Literatürde Demirel (2006), Özcan ve Arı (2010)'nın çalışmalarında da kullanılan değişken test edilmek üzere seçilmiş G-20 ülkelerinde de kullanılmış, değişkenin 0.05 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif işaretli olarak tahmin edilmesi değişkenin iktisadi olarak da anlamlı bir şekilde DYSY'ler üzerindeki negatif ilişkili ve etkili olduğu görülmüştür. Bu durumda H_0 hipotezi reddedilerek Enflasyon ile DYSY'lerin negatif yönlü ilişkisinin olduğu sonucuna varılmıştır.

Debt (Brüt Dış Borç Stoku/GSYİH), Ülkelerin tüm kamu sektörü kurum ve kuruluşları ile özel sektör kapsamındaki tüm şirket ve şahısların yurt dışı yerleşiklerden sağlamış oldukları kredilerden doğan yükümlülükler ile yurt dışı piyasalarda ihraç ettikleri tahvillerden doğan yükümlülüklerinin toplamı ve bu toplamın GSYİH'ya oranı olarak hesaplanan dış borç endeksidir. Büyüme hedefleyen ülkelerin tasarruflarının yetersiz kalması durumunda dış borçlanmaya giderek yatırımları finanse edeceği varsayımı ile modellere dahil edilen değişkenin, 0,05 anlamlılık düzeyinde istatistiki olarak anlamlı olmadığı ve pozitif işaretle tahmin edildiği görülmektedir. Sonuç olarak sürdürülebilir büyüme için bir ülkenin GSYİH'sına oran ile fazla dış borçlanmaya gitmesinin DYSY'ler üzerindeki pozitif ilişkisi görülmesine rağmen istatistiksel olarak anlamlı sonuç vermeyen değişkenin DYSY'ler üzerinde etkisinin olmadığı sonucuna varılmıştır. Bu durumda H_0 hipotezi reddedilemeyerek, Brüt Dış Borç Stoku ile DYSY'ler arasında ilişkinin olmadığı sonucuna varılmıştır.

Yolsuzluk Algı Endeksi, yabancı yatırımcıyı yine yatırım yapacağı ülkedeki kamu düzeni içerisindeki yolsuzluk algısının yüksek olup/olmamasına dikkat edeceği varsayımı altında corrank (Corruption Index Rank) adı altında değişken olarak modele dahil edilmiş, negatif işaretli tahmin edilen değişkenin istatistiki olarak panel içinde anlamlı olmadığı

görülmüştür. Bunun sonucu olarak H_0 hipotezi reddedilemeyerek, Yolsuzluk Algı Endeksinin bir ülkeye yatırım yapacak yabancı yatırımcı ve DYSY üzerinde etkisinin olmadığı sonucuna varılmıştır.

Tüm dünya ülkelerinde etkisini göstermiş olan 2008 global ekonomik krizin, DYSY üzerindeki etkisini dikkate almak için ikinci modele bağımsız değişken olarak kriz değişkeni dahil edilmiştir. Tablo 3.11'da gösterilen tahminlere göre, kriz değişkeninin katsayısı istatistiksel olarak anlamlı olmamakla beraber pozitif olarak tahmin edilmiştir. Tahmin edilen pozitif yönlü katsayının istatistiksel olarak anlamsız sonuçlanmasından hareketle, 2008 global ekonomik krizin etkisiyle inişli çıkışlı grafik izleyen DYSY'lerin Seçilmiş G-20 Ülkelerinde kriz öncesi seviyeye ulaşamadığı görülmektedir.

Bununla birlikte seçilmiş G-20 ülkelerinin Türkiye referans alınarak ülke etkilerine bakıldığında, Kanada ve Rusya'nın 0.05, Fransa, Endonezya, İtalya ve Japonya'nın 0.01'lik düzeyde anlamlı ve ülke etkisinin var olduğu görülmektedir. Diğer taraftan Arjantin, Avustralya, Brezilya, Çin, Almanya, Meksika ve Hindistan'da etki görülememektedir. Buradan hareketle Fitch kredi derecelendirme kuruluşunun notlarının doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının tahminlerinde panel içinde anlamlı ve bazı ülkeler için ülke etkisinin var olduğu görülmüştür.

Sonuç olarak; Fitch kredi notlarını içeren modele dahil edilen 2 yıl gecikmeli kredi notları, Ticaret Dengesi ve Enflasyonun panel içinde istatistiki olarak anlamlı olduğu görülmüştür. Diğer taraftan Dışa Açıklık, Brüt Borç Stokunun GSYİH'ya Oranı, Faiz ve Yolsuzluk Endeksinin bu model içerisinde istatistiki olarak anlamlı olmadığı kanaatine varılmıştır. Ülke etkileri sonuçlarında en dikkat çekici ülkenin Endonezya olduğu göze çarpmaktadır. Çünkü diğer ülkelerin tamamı (Kanada, İtalya, Fransa, Japonya ve Rusya) G-20 içerisinde seçilmiş aynı zamanda G-8 (Sekizler Grubu) üyesi gelişmiş ülkeler olmasına rağmen Endonezya tek gelişmekte olan ülke olarak göze çarpmaktadır. Buradan hareketle Fitch kuruluşunun gelişmiş ekonomileri değerlendirmede başarılı olduğu ve verdiği notlar ile uzun vadede (2 yıl) DYSY'ler üzerinde etkili olduğu sonucuna varılmıştır.

Tablo 3.12 S&P Kuruluşunu içeren Tahmin Sonuçları

Değişkenler	Bağımlı Değişken				
	Model-1 Fixed	Model-2 Fixed	Model-1 Random	Model-2 Random	Model-2 Random
	Infidibopus	Infidibopus	Infidibopus	Infidibopus	Infidibopus
Lagged-KN-S&P	-1.018 (-0.84)	-0.711 (-0.57)	-0.798 (-0.66)	-0.496 (-0.40)	-0.711 (-0.57)
Lagged 2-KN-S&P	0.826 (0.70)	0.513 (0.42)	1.442 (1.26)	1.099 (0.93)	0.513 (0.42)
Açıklık-Miktar İndeksi	-0.009 (-1.06)	-0.011 (-1.29)	-0.012 (-1.45)	-0.014* (-1.66)	-0.011 (-1.29)
İndint	0.003 (0.01)	0.034 (0.18)	-0.024 (-0.14)	0.004 (0.02)	0.034 (0.18)
trbal	0.012 (0.03)	0.156 (0.31)	0.248 (0.56)	0.383 (0.83)	0.156 (0.31)
inflation	-0.042 (-0.22)	-0.074 (-0.37)	-0.099 (-0.52)	-0.127 (-0.66)	-0.074 (-0.37)
Corrank	0.101 (1.24)	0.084 (1.01)	0.021 (0.30)	0.007 (0.10)	0.084 (1.01)
Debt	0.262 (0.27)	0.159 (0.16)	0.921 (0.99)	0.777 (0.83)	0.159 (0.16)
Kriz-Gölge=0	-	0.000 (.)	-	0.000 (.)	0.000 (.)
Kriz-Gölge =11	-	2.903 (0.99)	-	3.006 (1.03)	2.903 (0.99)
Sabit (Costant)	-10.748 (-0.79)	-9.721 (-0.71)	-20.947 (-1.55)	-19.187 (-1.41)	-27.462*** (-2.72)
Arjantin (AR)	-	-	-	-	0.000 (.)
Avustralya (AU)	-	-	-	-	13.153 (1.01)
Brezilya (BR)	-	-	-	-	2.963 (0.33)
Kanada (CA)	-	-	-	-	37.807*** (2.63)
Çin (CN)	-	-	-	-	3.168 (0.36)
Almanya (DE)	-	-	-	-	21.323 (1.39)
Fransa (FR)	-	-	-	-	54.274*** (3.92)
Endonezya (ID)	-	-	-	-	-0.674 (-0.06)
Hindistan (IN)	-	-	-	-	0.479 (0.08)
İtalya (IT)	-	-	-	-	42.870*** (4.10)
Japonya (JP)	-	-	-	-	54.155*** (4.12)
Meksika (MX)	-	-	-	-	3.088 (0.50)
Rusya (RU)	-	-	-	-	25.091*** (3.16)
Gözlem Sayısı	175	175	175	175	175
Ki-Kare	-	-	5.498	6.330	339.765
Prob	0.976	0.959	0.703	0.707	0.000
R-Kare	0.050	0.035	0.345	0.361	0.690

Parantez içindekiler *t* istatistikleri olup, Tüm sonuçlar STATA 14.1 ile üretilmiştir.

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Tablo 3.12 S&P kuruluşu kredi notlarını içeren modele ait rassal (tesadüfi) etkiler tahmin sonuçları incelendiğinde;

KN-S&P olarak temsil edilen S&P'ye ait kredi notlarının ampirik sonuçlarına göre, değişkenin istatistik olarak anlamlı olmadığı ve kredi notlarının bir dönem gecikmeli uygulandığında negatif katsayı ile iki dönem gecikmeli uygulandığında ise pozitif katsayı ile tahmin edildiği görülmektedir. Buradan hareketle S&P kuruluşuna ait notlarda seçilmiş G-20 ülkeleri için panel içinde istatistiksel olarak anlamlı olmadığı ve seçilen 1995-2015 dönemi için seçilen G-20 ülkelerine gerçekleşen DYSY'ler üzerinde etkisinin olmadığı sonucuna varılmıştır.

Bununla birlikte Açıklık Miktar Endeksi, Faiz, Brüt Dış Borç Stokunun, Yolsuzluk Endeksi, Dış Ticaret Dengesi ve Enflasyon değişkenlerinin de panel içerisinde istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmüştür.

Kriz gölge değişkeni için Fitch'e ait kredi notunu içeren modelle aynı şekilde istatistiksel olarak anlamsız sonuç vermesinden hareketle, 2008 global ekonomik krizinin etkisiyle inişli çıkışlı grafik izleyen DYSY'lerin Seçilmiş G-20 Ülkelerinde kriz öncesi seviyeye ulaşamadığı görülmektedir.

Sonuç olarak; S&P'nin bir ve iki dönem gecikmeli uygulanan kredi notlarının, yine panel içerisine dahil edilen tüm değişkenler ile DYSY'ler üzerinde etkisinin olmadığı ve DYSY'lerin kriz öncesi seviyeye ulaşamadığı değerlendirilmektedir.

3.3.2.6 Sabit Etkiler Regresyon Tahmin Sonuçları

Oluşturulan Modellerdeki serilere ait yatay kesit bağımlılığı neticesinde ikinci nesil birim kök ve Hausman içsellik testi sınamaları yapıldıktan sonra Moody's şirketine ait kredi notlarını içeren modellerde içsellik testi gereğince sabit etkiler veya en yüksek olabilirlik (EO) yöntemi ile tahminler yapılmıştır. Bu düzeltmenin yer aldığı tahmin edilen modellerdeki tüm seriler durağan olup sütunlardaki parantez içindeki değerler değişkenlerin t istatistik değerlerini göstermektedir.

Tablo 3.13 Moody's Kuruluşunu içeren Tahmin Sonuçları

Değişkenler	Bağımlı Değişken				
	Model-1 Fixed	Model-2 Fixed	Model-1 Random	Model-2 Random	Model-2 Random
	Infidibopus	Infidibopus	Infidibopus	Infidibopus	Infidibopus
Lagged-KN-Moody's	-2.498 (-1.54)	-2.283 (-1.37)	-4.302** (-2.22)	-4.257** (-2.12)	-2.283 (-1.37)
Lagged 2-KN-Moody's	1.963 (1.20)	1.682 (0.99)	5.109*** (2.67)	4.870** (2.42)	1.682 (0.99)
Açıklık-Miktar Endeksi	-0.004 (-0.47)	-0.005 (-0.61)	-0.034*** (-3.86)	-0.041*** (-4.50)	-0.005 (-0.61)
lendint	0.104 (0.54)	0.119 (0.61)	0.049 (0.38)	0.049 (0.40)	0.119 (0.61)
trbal	0.657 (1.43)	0.743 (1.54)	0.856*** (2.64)	1.064*** (3.11)	0.743 (1.54)
inflation	-0.252 (-1.28)	-0.277 (-1.37)	-0.369* (-1.65)	-0.429* (-1.86)	-0.277 (-1.37)
Corrank	0.092 (1.10)	0.081 (0.95)	0.003 (0.04)	-0.015 (-0.21)	0.081 (0.95)
Debt	0.107 (0.10)	0.048 (0.05)	3.428*** (3.47)	3.676*** (3.72)	0.048 (0.05)
Kriz-Gölge=0	-	0.000 (.)	-	0.000 (.)	0.000 (.)
Kriz-Gölge =11	-	1.803 (0.59)	-	4.535 (1.27)	1.803 (0.59)
Sabit (Costant)	-8.249 (-0.58)	-6.631 (-0.46)	-37.751*** (-3.27)	-35.412*** (-2.99)	-27.119** (-2.51)
Arjantin (AR)	-	-	-	-	0.000 (.)
Avustralya (AU)	-	-	-	-	21.672 (1.54)
Brezilya (BR)	-	-	-	-	1.942 (0.20)
Kanada (CA)	-	-	-	-	44.940*** (3.03)
Çin (CN)	-	-	-	-	5.626 (0.57)
Almanya (DE)	-	-	-	-	25.914 (1.61)
Endonezya (ID)	-	-	-	-	22.181*** (3.24)
Hindistan (IN)	-	-	-	-	0.167 (0.03)
İtalya (IT)	-	-	-	-	49.878*** (4.35)
Japonya (JP)	-	-	-	-	61.430*** (4.32)
Meksika (MX)	-	-	-	-	9.703 (1.34)
Rusya (RU)	-	-	-	-	23.403*** (2.72)
Gözlem Sayısı	186	186	186	186	186
Ki-Kare	-	-	67.014	80.986	273.337
Prob	0.226	0.311	0.000	0.000	0.000
R-Kare	0.041	0.039	0.308	0.315	0.624

Parantez içindekiler t istatistikleri olup, Tüm sonuçlar STATA 14.1 ile üretilmiştir.

* p < 0.1, ** p < 0.05, *** p < 0.01

Tablo 3.13 Moody's kuruluşu kredi notlarını içeren modele ait sabit (fixed) etkiler tahmin sonuçları incelendiğinde;

KN-Moody's olarak temsil edilen Moody's kuruluşuna ait bir ve iki dönem gecikmeli kredi notlarının ampirik sonuçlarına göre, değişkenin 0.05 anlamlılık düzeyinde istatistiki olarak anlamlı olmadığı birinci dönem gecikmede negatif katsayı ile ikinci dönem gecikmede ise pozitif katsayı ile tahmin edildiği görülmektedir. Buradan hareketle Moody's kuruluşuna ait notlarda seçilmiş G-20 ülkeleri için panel içinde 0.05 anlamlılık düzeyinde anlamlı sonuç alınmadığı ve kredi notlarının seçilmiş G-20 ülkelere gerçekleşen DYSY üzerinde etkisinin panel içinde olmadığı sonucuna varılmıştır.

Bununla birlikte tüm değişkenlerin ortak kredi notlarının ayrı ayrı uygulandığı modellerde rassal etkiler modellerinde, Dışa Açıklık Endeksi, Ticaret Dengesi, Dış Borç Stoku Oranının ve Moody's kuruluşunun verdiği notların DYSY'ler ile panel içerisinde içsellik sorunu taşıdığı görülmektedir. İki değişkeninde bir birinin bağımsız değişkeni olamayacağı, aslında iki değişkeninde birbirinin bağımlı değişkeni olduğu, fiyatla ve miktar örneğinde yer aldığı gibi Moody'in vermiş olduğu kredi notunun ve diğer değişkenlerin de aslında belirleyicisinin Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları olabileceği, içsellik sorunu nedeniyle etkinin ortaya konulamadığı değerlendirilmektedir.

Ticaret dengesi, bir ülkenin mal alım satım dengesini ifade etmektedir. Yabancı yatırımcıyı, yatırım kararı alırken ülkenin dış ticaret dengesinin önemli olacağı varsayımı altında değişken modele dahil edilmiş, değişkenin 0.05 anlamlılık düzeyinde anlamlı olmaması nedeniyle istatistiki olarak DYSY'ler üzerinde etkisinin bu modelde olmadığı sonucuna varılmıştır.

Enflasyonun yüksek olması o ülkede alım gücünün düşük olması anlamına geleceğinden düşük alım gücünün o ülkeye yatırım yapmak isteyen yabancı yatırımcı için istenen bir durum olmayacağı varsayımıyla negatif ilişki içerisinde olması beklenerek enflasyon değişkeni modele dahil edilmiştir. Literatürde Demirel (2006), Özcan ve Arı (2010)'nın çalışmalarında da kullanılan değişken test edilmek üzere seçilmiş G-20 ülkelerinde de kullanılmış, değişkenin 0.05 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olmadığı fakat negatif işaretli olarak tahmin edildiği görülmüş, sonuç olarak bu model için DYSY'ler üzerinde etki gözlemlenememiştir.

Bununla birlikte; Açıklık Miktar Endeksi, Faiz, Brüt Dış Borç Stoku ve Yolsuzluk Endeksi değişkenlerinin panel içerisinde istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmektedir.

Kriz gölge değişkeni için Fitch ve S&P kredi notlarını içeren modellerle aynı şekilde istatistiksel olarak anlamsız sonuç vermesinden hareketle, 2008 global ekonomik krizinin

etkisiyle inişli çıkışlı grafik izleyen DYSY'lerin Seçilmiş G-20 Ülkelerinde kriz öncesi seviyeye ulaşamadığı sonucuna varılmıştır.

3.4. Bugüne ve Geleceğe Yönelik Yapılacak Değerlendirme

G-20, uluslararası sistemde başlıca gelişmiş ülkeler ile önemi ve ağırlığı artmakta olan yükselen ekonomilerin **küresel ekonomik karar alma süreçlerinde daha fazla temsil edilmesi ve uluslararası mali sistemin daha istikrarlı bir yapıya kavuşturulması amacıyla**, 1997'deki Asya ve 1998'deki Rusya krizlerinin ardından 1999 yılında Maliye Bakanları ve Merkez Bankası Başkanları düzeyinde teşkil edilmiştir. Küresel ekonomik ve finansal sistem açısından büyük önem taşıyan G-20 ülkeleri, dünya ekonomisinin yaklaşık %90'ını, dünya ticaretinin %80'ini ve dünya nüfusunun üçte ikisini temsil ettiği bilinmektedir.

G-20 üyesi 19 ülkenin milli gelirleri dünya ekonomisinde ilk 31 ülke içerisinde yer almaktadır. Tayvan, İsviçre, Norveç, İran ve Venezüella gibi ülke ekonomileri bazı üye ülkelerden milli gelir açısından daha iyi durumda olmasına rağmen G-20 içerisinde yer alamamaktadır. Birçok Avrupa Birliği ülkesi de G-20'de bağımsız olarak değil AB Komisyonu adı altında temsil edilmektedir. Buradan da anlaşılacağı üzere örgüt en iyi ekonomik göstergelere sahip 20 ülke değil bölgesel siyasi etkinliği de içerecek şekilde seçilen ülkeler ve AB Komisyonundan oluşmaktadır.

Dünya ekonomisinde bu denli önemli ekonomik göstergelere sahip bu organizasyonun içerisinde seçilmiş 7 gelişmiş ve 7 gelişmekte olan ülkeye ait değişkenler ile panel veri analizi şeklinde gerçekleştirilen çalışmanın ana temasını kredi derecelendirme kuruluşu notları ve bu notların DYSY'ler üzerindeki etkisinin incelenmesi oluşturmuştur.

Yabancı yatırımcının karar alma sürecinde önemli yere sahip olduğu varsayılan Kredi Derecelendirme Kuruluşları'nın tarihi 1900 yılı başlarına dayanmasına rağmen yine dünya genelinde 1990'lı yılların hemen başında Soğuk Savaş'ın sona ermesi ile birlikte artan yatırım ivmesi bu kuruluşların dünya geneline yayılmaya başlayan derecelendirme faaliyetlerinin bu dönem sonrasında yoğunlaşmasına sebep olmuştur. 1990 yılların başından itibaren ekonomilerin dışa açılması ile yabancı yatırımcının yatırımlarını kolaylaştıracak adımlar atılmaya başlanmış ve 1990'lı yılların başından itibaren elde edilmeye çalışılan serbest ticaret ve sermayenin serbestliği anlayışıyla ülkelerin bu kuruluşlar tarafından yoğun olarak notlandığı görülmüştür.

Türkiye, 1980 yılından sonra serbest piyasa ekonomisine geçmesi ve dışa açık büyüme stratejisini benimsemesine rağmen, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarından

kendi ekonomik gücüyle orantılı bir paya sahip olamadığı çeşitli çalışmalarda vurgulanmakla birlikte yine dünya ile paralel olarak 1990'lı yılların başından itibaren yatırım ivmesi kazandığı görülmektedir.

Yatırımlardan gereken payın alınamamasında, yalnızca Türkiye'nin riskli bir ülke olduğu, yatırımı teşvik maksatlı düzenlemelerde geri kaldığı sonuçlarını çıkarmak doğru değildir. Bir çok gelişmekte olan ülkede liberal bir yasa olan 6224¹⁴ sayılı kanun gibi bir düzenleme yokken bile DYSY'lerden çektiği pay Türkiye'ye kıyasla daha yukarı seviyelerde gerçekleşmiştir. Sorunun daha çok Türkiye'deki siyasi istikrarsızlıklardan kaynaklandığı 2003 yılından sonra bu alanda gerçekleşen atılımlarda görülmektedir.

Yabancı yatırımcının yurt dışından getirdiği nakit, menkul kıymet, makine, teçhizat, sınaî ve fikri mülkiyet hakları ile yurt içinden sağladığı çeşitli hak ve kıymetler ile yeni şirket kurması ya da şube açması veya en az %10 hisse oranı ile mevcut bir şirkete ortak olması 4875 sayılı "Doğrudan Yabancı Yatırım Kanunu'nda DYSY olarak yer almaktadır.

Türkiye'ye gelen toplam DYSY tutarı 1975-2004 döneminde sadece 19,6 milyar ABD doları seviyesinde gerçekleşmişken, 2005-2015 yılları arasında bu döneme göre yaklaşık 8 kat artış göstererek 161 milyar ABD doları seviyelerine ulaşmıştır. Türkiye'ye yönelik DYSY'ler özellikle 2005 yılından itibaren artış ivmesi kazanmış, 2007 yılında tarihinin en yüksek seviyesi olan 22 milyar ABD doları seviyesinde gerçekleşmiştir. Ancak 2008 yılından itibaren tüm dünyayı etkisi altına alan ekonomik kriz nedeniyle azalan DYSY akımlarının etkisi Türkiye'de de görülmüştür. 2010 yılı itibariyle tekrar artışa geçen DYSY'ler 2011 yılında 16,2 milyar ABD dolar ile yüksek bir düzeye ulaşırken, 2012, 2013 ve 2014 yıllarında bu rakamın altında, birbirine yakın seviyelerde kalmıştır. 2015 yılına ait rapora göre ise kriz sonrası en yüksek seviye olan 2011 yılı aşılarak 16,5 milyar ABD Doları seviyeye ulaşıldığı belirtilmiştir(Ekonomi Bakanlığı UDY 2015,2016).

Türkiye, küresel anlamda 2015 yılında en fazla DYSY çeken ülkeler arasında 2014 yılına kıyasla 2 basamak yükselerek 20'inci sıraya almıştır. Gelişmekte olan ülkeler çapında ise bir önceki yıla kıyasla 3 basamak birden yükselerek 8'nci sıradaki yerini almıştır (Ekonomi Bakanlığı UDY¹⁵ 2015,2016 Yılı Raporu).

UNCTAD, yaklaşık 40 yıllık tecrübe ve 150'ye yakın ülkeye sağladığı teknik destek ile 2016 yılına ait yayımladığı yatırım raporunda 2015 yılında dünya genelinde yurt dışına

¹⁴ 23/01/1954 tarihinde R.G.'de yayımlanarak yürürlüğe giren "Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu", 17/06/2003 tarih ve 25141 sayılı R.G.'de yayımlanan, 05/06/2003 kabul tarihli 4875 sayılı "Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu'nun 5. maddesi ile yürürlükten kaldırılmıştır.

¹⁵ UDY: Uluslararası Doğrudan Yatırımlar.

yapılan doğrudan yatırımların 2014 yılına göre %11,8 oranında artarak 1 trilyon 474 milyar ABD doları seviyesinde gerçekleşmiştir. Bununla birlikte DYSY akımlarının 2016 yılı için Dünya genelinde %10-15 aralığında azalacağı tahmin edilmiştir.

Regresyon analizleri sonucunda; Her üç kuruluşun rassal/sabit etkiler tahminlerine ait modeller incelendiğinde;

a. DYSY'lerin gerçekleşmesinin süreç aldığı ve Kredi Notlarının uzun vade (1 yıl ve üzeri) verildiği göz önüne alınarak modellere 1 ve 2 yıl gecikmeli uygulanan Kredi Notlarının ikinci yılın uygulama sonuçlarında sadece Fitch şirketine ait notların yer aldığı birinci modelde kredi notların DYSY'ler üzerindeki etkisinin var olduğu,

b. Bununla birlikte tüm değişkenlerin ortak kredi notlarının ayrı ayrı uygulandığı modellerde, Moody's kuruluşunun verdiği notların DYSY'ler ile içsellik sorunu taşıdığı Hausman İçsellik Testi sonucunda görülmüştür. İki değişkeninde bir birinin bağımsız değişkeni olamayacağı, aslında iki değişkenin de birbirinin bağımlı değişkeni olduğu, fiyatı arttıranın miktar, miktarı arttıranın ise fiyat olduğu örneği ile açıklanan içsellik sorunundan hareketle kredi notlarının da aslında belirleyicisinin Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları olabileceği, bu nedenle Moody's kuruluşuna ait kredi notlarının içsellik sorunu nedeniyle etkisinin ortaya konulamadığı,

c. Kredi Notları hariç tüm değişkenlerin ortak olarak dahil edildiği modellerde sadece kredi notları farklılığından dolayı sonuçların bu denli çeşitlilik içerisinde çıkmasının piyasa hakimiyetine sahip üç kuruluşun notlarının aslında bir birinden ne kadar uzak ve tutarsız olduğu,

d. Kredi notlarıyla etkili olan Fitch şirketine ait modelde Türkiye referans alınarak elde edilen Tablo 3.14 ülke etkilerine bakıldığında;

Tablo 3.14 Türkiye Referans alınarak Ülke Etkilerinin Gözlemlendiği Ülkeler

S.No	Ülke Adı	Tahmin Sonucu
1	Fransa	63.123*** (3.80)
2	Japonya	56.001*** (3.21)
3	İtalya	49.434*** (3.59)
4	Endonezya	25.575*** (3.08)
5	Kanada	41.699** (2.41)
6	Rusya	23.337** (2.18)

Gelişmiş ekonomiler; Fransa, Kanada, İtalya, Japonya ve Rusya'da ülke etkilerinin var olduğu, bunun yanı sıra sadece Endonezya'nın gelişmekte olan ülkeleri temsilen almış olduğu notların DYSY'ler üzerindeki etkisi bakımından öne çıktığı, bunun sonucu olarak Fitch'in yatırımları bilen tek kuruluş olarak gelişmiş ülkeleri notlamada daha başarılı olduğu,

Yine ülke etkilerine bakıldığında ülkelerin istatistiki olarak anlamlılık düzeyleri ve katsayılarına göre sıraladığımızda Fransa'nın gelişmiş bir ekonomi olarak DYSY'ler üzerindeki not etkisinin en fazla olan ülke olduğu,

e. Modellerde ortak kullanılan bağımsız değişkenlerden Fitch'e ait modelde DYSY'ler üzerindeki etkisi ve ilişkisi var olan değişkenlerin Ticaret Dengesi ve Enflasyon olduğu,

f. 2003 yılından beri artış trendi içerisinde bulunan Türkiye'nin kredi notları en az iki kuruluş ile 2013 yılı başlarından 2016 yılı ortalarına kadar yatırım yapılabilir seviyeyi korumuştur. Fakat 27 Ocak 2017 tarihli Fitch'in açıklaması ile spekülasyon seviyeye gerileyen ve üç kuruluş tarafından bu seviyede takip edilen Türkiye'ye gerçekleştirilecek DYSY'lerde Ticaret Dengesi ve Enflasyonun kredi notlarına göre daha etkili olabileceği,

g. Bununla birlikte; faiz, dışa açıklık, Brüt Borç Stoku Oranı, ve Dünya Şeffaflık Örgütü tarafından 1995 yılından itibaren verilen ve verildiği ülkedeki kamuya ait yolsuzluk algısını gösteren Endeksin, yatırımcılar ve DYSY'ler üzerinde etkisinin olmadığı, sonucuna varılmıştır.

SONUÇ

Gelişen teknoloji, özellikle deniz ulaştırması ile ulaşım maliyetlerinin düşmesi ve çok uluslu şirketlerin dünya ekonomisinde artan önemi ile uluslararası ticaret hızla gelişmiş, diğer taraftan küreselleşme ile ölçek ekonomilerinden faydalanma; içsel ve dışsal ekonomiler yaratma, ticaret ve üretim faktörlerinin serbestçe hareket etmesi ve rekabetle kazanılan ivme ile DYSY'ler önem arz etmeye başlamıştır.

Dünya Ekonomisinde 1970'li yıllarda yaşanan petrol krizleri ve bu krizlerin dünya ve Türkiye ekonomisinde yarattığı olumsuz etkiler ile Türkiye'nin dış dünya ile ilişkilerinde daha yoğun bir sürecin başlamasına neden olmuştur. Dış borç kaynaklarının tükenmesi ve iç tasarrufların yetersizliğine bağlı iç borçlanma olanaklarının da kısıtlı olması nedeniyle 1980'li yıllar dışa açılma sürecine önemli adımların atıldığı yıllar olmuştur.

24 Ocak 1980 kararları ile Türkiye Ekonomisinde köklü yapısal değişimleri içeren başta sanayi olmak üzere devletin eliyle gerçekleşen ekonomik faaliyetlerin büyük ölçüde azaltılması, sermaye hareketlerinin liberal politikalarla ele alınması, ekonomik karar sürecinde piyasa koşullarını hakim kılmayı ve dünya ekonomisine entegre olmayı amaçlamıştır. Bu kararlarla sabit kur uygulamasına son verilerek esnek kur politikası benimsenmiş, dış rekabet gücü devamlı olarak korunmaya çalışılmış, ihracatı artırmak amacıyla geniş bir parasal destek politikası benimsenmiştir. Mihenk taşı olan bu kararlara kadar olan zaman zarfında ithal ikameci sanayileşme stratejisinden vazgeçilerek ihracata yönelik sanayileşme stratejileri uygulamaya konulmuştur.

Günümüze kadar gerçekleşen tüm ekonomik faaliyetlerin temelini oluşturan tüm bu gelişmeler ışığında; dünya ekonomisine entegre ülkemizin de içerisinde bulunarak güç verdiği G-20 Organizasyonundan seçilmiş 7 gelişmiş ve 7 gelişmekte olan ekonomiye ilişkin kredi notları, modele dahil edilen diğer değişkenlerin DYSY'ler üzerindeki etkisi panel veri analizi rassal ve sabit etkiler modelleriyle analiz edilmiştir.

Yapılan analizler sonucunda panel içerisinde, DYSY'leri etkileyen değişkenlerin;

- a. Fitch kuruluşuna ait Kredi Not Değişimleri (Pozitif ilişki),
- b. Ticaret Dengesi (Pozitif ilişki),
- c. Enflasyon (Negatif ilişki),

Bununla birlikte DYSY üzerinde etkisi tespit edilemeyen değişkenlerin;

- a. Moody's (içsellik sorunu) ve S&P kuruluşlarına ait Kredi Not Değişimleri,
- b. Brüt Dış Borç Stoku/GSYİH Oranı,
- c. Dış Ticarete Açıklık,
- d. Faiz,
- e. ve Yolsuzluk Algı Endeksi'nin,

olduğu sonucuna varılmıştır.

Moody's kuruluşuna ait modelde yer alan değişkenlerin içsellik sorunu taşıdığı görülmüştür. Buradan hareketle tüm değişkenlerin ortak kredi notlarının ayrı ayrı uygulandığı modellerde, iki değişkeninde birbirinin bağımlı değişkeni olduğu, fiyatla ve miktar örneğinde yer aldığı gibi Moody'in vermiş olduğu kredi notunun da aslında belirleyicisinin Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları olduğu olabileceği, bu durumun iç içe geçmiş değişkenlerin bağımlı değişkenin tespiti ve tahmininde güçlükleri beraberinde getirdiği, bu nedenle Moody's kuruluşuna ait kredi notlarının içsellik sorunu nedeniyle etkisinin ortaya konulamadığı değerlendirilmektedir.

Çalışmada yer alan üç kredi derecelendirme kuruluşunun vermiş olduğu notlardan Fitch kuruluşunun notlarının DYSY'ler üzerinde etkili olduğu, Moody's kuruluşunun notlarının içeren modelin ise içsellik sorunu nedeniyle etkisinin ortaya konulamadığı sonucu ile, günümüzde yaklaşık 200 civarında KDK'nın olduğu, fakat bu derecelendirme kuruluşlarının piyasa hakimiyetiyle %95 civarına ulaşan üç şirket (S&P, Fitch ve Moody's) kadar itibar görmediği, son zamanlarda KDK'ların güvenilirliğine yönelik artan eleştiriler, pastadan %5 kadar düşük bir pay alan diğer şirketlerin yararına olabileceğine yönelik değerlendirmeye varılmıştır.

Bir derecelendirme kuruluşu için yapılan değerlendirmenin doğruluğu ve tutarlılığı çok önemlidir. Çünkü tahminlerin gerçekleşme ihtimalinin tespiti güç olmakla birlikte doğru planlanmayan bir risk derecelendirme kuruluşunun itibarı için telafisi olmayan hasarlara sebebiyet verebilmektedir. Bu nedenle derecelendirme kuruluşlarının sıkı prensipler içinde olması ve bu kapsamda objektiflik, tarafsızlık, uluslararası erişebilirlik veya şeffaflık, açıklama yükümlülüğü, kaynak yeterliliği ve İtibar ilkelerine uygun davranma zorunluluğu olduğu bir gerçektir.

Çalışmamıza konu olan seçilmiş G-20 ülkeleri dünya ekonomisine yön veren ülkelerdir. Ekonomileri bu kadar güçlü ülkelerin yer aldığı bir organizasyonun tahminlerinin Kredi Derecelendirme Kuruluşları için daha iyi olması beklenirken kullanılan değişkenlere

yönelik dahil edilen 7 gelişmiş ve 7 gelişmekte olan ülkeye ait Türkiye referans alınarak elde edilen sonuçlarda Fitch kuruluşu Kredi Notlarını içeren modelde beş gelişmiş ve bir gelişmekte olan ekonomide net DYSY üzerinde ülke etkisinin olduğu sonucuna varılmıştır. Bu sonuca istinaden bu kuruluşların notlamalarında gelişmiş ekonomileri daha iyi değerlendirdiği sonucunu da beraberinde verebiliriz.

Türkiye’de de bu kuruluşlar kimi zaman yorumlarının gerçekçi olmadığı, şeffaf olmadıkları, ekonomik ve bilimsel bir temeli olmadığı, ekonomik krizleri derinleştiren unsurlar oldukları, bu kuruluşlarla ilişkinin kesilmesi gerektiği, Türkiye’nin kendi derecelendirme kuruluşunu kurması gerektiği gibi açıklamalar ile eleştirilere maruz kalmaktadır. Siyaset, Ekonomi ve Toplum Araştırmaları Vakfı’nın (SETA) yayımladığı “Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Alternatif Arayışlar”(Karagöl, Mıhçıoğlu,2012) başlıklı raporda “Alternatif olarak, ya Türkiye Bankalar Birliği tarafından kurulacak bir kredi derecelendirme kuruluşu ya da İslami Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşu (IIRA) gibi bölgesel derecelendirme kuruluşlarının desteklenerek derecelendirme sektörünün oligopol yapısı kırılması gerektiği vurgulanmış, ancak kendi derecelendirme kuruluşunu inşa etme fikrinin yabancı sermaye üzerinde etkili olamayacağı gerekçesiyle gerçekçi bulunmamıştır.

Bu çalışmanın neticesinde; Türkiye’de ve dünyada Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının güvenilirliğine yönelik eleştirilerin DYSY’yi belirlemede gerçekleşen haklılığı ve oligopol piyasanın kırılabilmesi adına alternatif kuruluş ihtiyacının belirdiği görülmektedir. Her ne kadar Fitch kuruluşunun, Moody’s (içsellik sorunu) ve S&P’ye göre DYSY üzerinde daha etkili olduğu sonucuna varılsada değerlendirmede doğruluğun ve tutarlılığın bu denli önemli olduğu küresel ekonomik ortamda, yatırımcıyı daha doğruya yönlendirebilecek, öne sürülen menfaat ilişkisi içerisinde olmayacak, daha objektif kredi derecelendirme kuruluşlarına ihtiyaç olduğu değerlendirilmektedir.

İhtiyaç duyulan bu kuruluş/kuruluşlar ister ulusal ister bölgesel veya uluslararası olsun, Türkiye’nin 2023 hedefleri doğrultusunda firmalarını güçlendirmesi ve uluslararası piyasada daha fazla pazar payına sahip olabilmesi, gerek ihracat gerekse büyüme oranları açısından büyük önem taşımaktadır. Doğru ve etkili bir rekabet ortamının sağlanması için, Türkiye’deki şirketlerin derecelendirilmeye hazır hale getirilmesi, bu doğrultuda şirketlerin şeffaflığı ve kamu yönetim ilkelerinin düzenlenmesi gerekliliği, Türkiye’nin alternatif kuruluş arayışlarına harcayacağı zaman ve sarfedeceği çabadan daha öncelikli alması gereken önlemlerdir.

Oligopol piyasayı kırma adına alternatif kuruluş arayışı sadece Türkiye'nin değil bu çalışmanın sonucu olarak Seçilmiş G-20 ülkeleri nezdinde tüm dünya ekonomilerin sorunu olduğu görülmektedir. Yatırımların ve yatırımcının doğru ve anlaşılır bir şekilde yönlendirilebilmesi ve daha şeffaf bir dünya ekonomik düzeni için objektif Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına duyulan ihtiyaç çalışmanın sonucunda öne çıkan en önemli sonuç olarak değerlendirilmektedir.



KAYNAKÇA

Kitaplar, Makaleler, Bildiriler

- Akbulak, Yavuz, Kredi Derecelendirmesi veya Rating: Kavram ve Ölçütler, İSMMMO, Mali Çözüm, İstanbul, Mayıs-Haziran 2012
- Akçayır, Ömer, Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Güvenirliklerinin Sorgulanması Türkiye'nin Kredi Derecelendirme Geçmişi ve Bugünü (1992-2012), Y.L.Tezi, Isparta, 2013.
- Akdoğan, Abdurrahman, Kamu Maliyesi, Gazi Kitabevi, 15.Baskı, 2014.
- Alexe, S., P.L. Hammer, A. Kogan, M.A Lejeune, A non-recursive regression model for country risk rating. RUTCOR-Rutgers University Research Report RRR No:9, Mart 2003.
- Alpar, Cem, Ongun, Tuba, Dünya Ekonomisi ve Uluslararası Özel Kuruluşlar: Azgelişmiş Ülkeler Yönünden Değerlendirmesi, Türkiye Ekonomi Kurumu, 2.Baskı, İstanbul,1987.
- Apak, Sudi, "Küresel Finansal Kriz, G-20 Konferansı ve Türkiye" Beykent Üniversitesi Stratejik Araştırmalar Dergisi, 2008, S.1-11.
- Arıkan, Deniz, Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları, İstanbul, s.22, Mayıs 2006.
- Ayan, Selman, G-20 Süreci ve Aktif İstihdam Politikaları, Türkiye ve G-20 Ülkelerindeki Uygulamaların Değerlendirilmesi, Çalışma ve Sosyal Güvenlik Bakanlığı Uzmanlık Tezi, Ankara, 2014:148-152.
- Aydemir, Cahit; Arslan, İbrahim; Uncu Funda, Doğrudan Yabancı Yatırımların Dünya'daki ve Türkiye'deki Gelişimi, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi 23, 2012: 69 – 104.
- Aydın, İnci, Selin, Meksika Ülke Raporu, T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı İhracatı Geliştirme Etüd Merkezi, Ankara, February,2013.
- Babuşcu, Şenol; Adalet HAZAR. SPK Kredi Derecelendirme Uzmanlığı Sınavlarına Hazırlık, Akademi Kitabevi, Ankara 2008.
- Baltagi, Badi Hani, Econometrics Analysis of Panel Data, 3th Edition, Chichester: John Wiley & Sons, Ltd., 2005.
- Baltagi, Badi H., *Econometric Analysis of Panel Data*. 4th Edition, John Wiley & Sons.,2008.

- Bakdur, A., ve Gülyeter D.,Kredi Notu Uygulaması ve Bazı Ülkelerin Kredi Notları, Ankara, DPT Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, 1999.
- Başer, Erdem, Endogeneity (İçsellik), Department of Economy,İhsan Doğramacı Bilkent University, Master's Thesis, Ankara, December, 2011.
- Bayar, Yılmaz; Cüneyt Kılıç, Effects of Sovereign Credit Ratings on Foreign Direct Investment Inflows: Evidence from Turkey, Journal of Applied Finance & Banking, vol. 4, no. 2, 2014, 91-109 ISSN: 1792-6580 (print version), 1792-6599 (online) Scienpress Ltd, 2014.
- Bayraktar,F., Dünyada ve Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları, Türkiye Kalkınma Bankası, Genel Araştırmalar, Ankara, 2003.
- Birdişi,F., Küresel Ekonomik Sistemin İşleyişi içinde Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının İşlevi, Turgut Özal Uluslararası Ekonomi ve Siyaset Kongresi II, İnönü Üniversitesi, Nisan 2012.
- Bostancı, M.Can, Küresel Krizin Dinamikleri ve Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Kredibilitesi, Marmara Üniversitesi Y.L.Tezi, İstanbul, 2012
- Buckley, Peter J., Casson, Mark, The Future of the Multinational Enterprise, New York, Holmes & Meier Publishers, Inc. 1976.
- Buckley, P. J. ve Casson, M., “The Optimal Timing of FDI”, Economic Journal, Vol. 91, No. 4, 1981.
- Burhan V.,Z.Mustafaoğlu, Asya Krizinin Türkiye İhracatı Üzerine Muhtemel Etkileri, DPT Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü, 1998.
- Candemir, Aykan, Dünya’da Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Etkileyen Faktörler, Cilt-1, YASED Yayınları, İstanbul, Aralık 2006.
- Candemir, Aykan, Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarını Etkileyen Faktörler, Ege Akademik Bakış, 2009.
- Celasun, Merih, Gelişen Ekonomilerin Dış Kaynak Kullanımı, Finansal Krizler ve Türkiye Örneği, Doğu Batı Düşünce Dergisi, 2002.
- Çelik, Pelin, “Bankaların Risk Derecelendirmesi”, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Ankara, 2004.
- Chakrabarti, A. , The Determinants of Foreign Direct Investment: Sensitivity Analyses of Cross-Country Regressions, Kyklos, 54(1), 2001.
- Civaner, Emine Çiğdem, Fransa Ülke Raporu, T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı İhracatı Geliştirme Etüd Merkezi, Ankara, April, 2011.
- Colin I. Bradford Jr. ve Johannes F. Linn, 2015, “**The G20 Summit - Its Significance for World and for Turkey**” Uluslararası Ekonomik Sorunlar Dergisi Krize Özel Sayısı, 2012: 61.

- Covitz, Daniel M., Paul Harrison, "Testing Conflicts of Interest at Bond Ratings Agencies with Market Anticipation: Evidence that Reputation Incentives Dominate", Federal Reserve, December, 2003.
- Cömert, Faruk, Yabancı Sermayenin Dünü Bugünü ve Geleceği, Hazine Dergisi, Sayı 12, Ekim 1998.
- Damodar N. Gujarati & Dawn C. Porter, Temel Ekonometri, Literatür Yayıncılık Çevirenler: Ümit Şenesen, Gülay Günlük Şenesen, 2016.
- Demirel O. "Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları, Ekonomik Büyüme Etkileri ve Türkiye Uygulaması" Isparta Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2006.
- Destraz, Stéphane; Raphaël, Lahaye. Are Credit Ratings Trustworthy?, Empirical study on the dependence of corporate defaults to market risk within investment grade and speculative grade range, Fransa, 2012.
- Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu (DEİK), Almanya Ülke Bülteni, Ağustos 2011.
- Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu (DEİK), Arjantin Ülke Bülteni, Ekim 2015.
- Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu (DEİK), Avustralya Ülke Bülteni, Şubat 2014.
- Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu (DEİK), Brezilya Ülke Bülteni, Kasım 2015.
- Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu (DEİK), Türk-Çin İş Konseyi, Çin Ülke Bülteni, Ocak 2014.
- Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu (DEİK), Hindistan Ülke Bülteni, Aralık 2011.
- Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu (DEİK), Türk-Endonezya İş Konseyi, Endonezya Ülke Bülteni, Ağustos 2014.
- Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu (DEİK), Kanada Ülke Raporu, Ağustos 2015.
- Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu (DEİK), Meksika Ülke Bülteni, Kasım 2013.
- Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu (DEİK), Türk-Rusya İş Konseyi, Rusya Ülke Bülteni, 2012.
- Dimitrijevic, Alexandra; Zeynep Holmes Ülkelerin Kredi Notunu Nasıl Belirliyoruz? Standard & Poor's Ratings Services, Mart 2012
- Dodd R.,Setty G.,"Credit Rating Agencies: Their Impact on Capital Flows to Developing Countries",Special Policy Report,Financial Policy Forum Derivatives Study Center, No: 6 Nisan 2003.
- Dunning, John.H., Explaining International Production, Unwin Hyman Ltd., Londra,1988.
- Durgan, Selma, Türkiye'nin Doğrudan Yabancı Yatırım Potansiyelinin Çekim Modeli Kullanılarak Belirlenmesi, Uzmanlık Tezi, Kalkınma Bakanlığı,Yayın No:2954, Nisan 2016.
- Dursun, G., Yabancı Doğrudan Yatırımlar ve Belirleyicileri; Türkiye Analizi (1981-2003), (Basılmamış Doktora Tezi), Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2004.

Dünya Bankası, Ekonomi Raporu, 2014.

Edwards, Sebastian, "Capital Flows, Foreign Direct Investment, and Debt - Equity Swaps in Developing Countries" (Working Paper No. 3497 ed.) National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper Series, 1990.

Eğilmez, Mahfi, Hazine, Yenilenmiş 4. Basım, Remzi Kitabevi, 2004.

Eğilmez, Mahfi, Makro Ekonomi Türkiye'den Örneklerle, 3. Basım, Remzi Kitabevi, 2010.

Emery, D.R., Finnerty, J.D., Stowe, J. D., "Principles of Financial Management", First Edition, Prentice Hall, New Jersey, 1998.

Erdal, Fuat ve Ekrem Tatoğlu, "Locational Determinants of Foreign Direct Investment in an Emerging Market Economy: Evidence from Turkey", Multinational Business Review, 2002

Erdoğan, Ali, Gelişmekte Olan Ülkelerde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Türkiye Örneği, Nobel Akademik Yayıncılık Eğitim Danışmanlık, 2012.

Eren, Erkan, "Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Verilen Notlar Sebebiyle Üçüncü Kişilerin Uğrayabileceği Zararlardan Kaynaklanan Sorumluluğun Hukuki Niteliği", BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar, Cilt:4, Sayı:2, 2010.

Geyikdağı, V. Necla, Osmanlı Devleti'nde Yabancı Sermaye 1854-1914, İstanbul, Hil Yayınları, 2008.

Ghumro, Akhtiar Ahmed ve Hakro, Ahmed Nawaz, Foreign Direct Investment, Determinants And Policy Analysis: Case Study of Pakistan, University of Glasgow's Working Papers, No.04, 2007.

Greene, William H., Econometric Analysis, 6th edition, New York University, Pearson Prentice-Hall, 2008.

Gür, Nurullah, Doğrudan Yabancı Yatırımların Yerli Şirketler Üzerine Etkileri, Araştırma Raporları Müstakil Sanayici ve İşadamları Derneği (MÜSİAD) : 90, İstanbul, Nisan 2014.

Halıcı, Nadide Sevil, Kredi Derecelendirme Şirketleri, Kredi Derecelendirmenin Belirleyicileri ve Etkileri. Erciyes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü. Yüksek Lisans Tezi, 2005.

Haspolat, Fatih Bahadır, Ülke Kredi Notlarının Belirleyicileri; Türkiye'nin Kredi Notunun Ülke Karşılaştırmalı Analizi, T.C. Kalkınma Bakanlığı, Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Tezi, Şubat 2015.

Hein, Simeon., "Trade Strategy and the Dependency Hypothesis: A Comparison of Policy, Foreign Investment, and Economic Growth in Latin America and East Asia." Economic Development and Cultural Change 40(3), 1992.

Hsiao, Cheng, Analysis of Panel Data, 2nd edition, Cambridge University Press, Ch. 8.4 and 8.6., 2003

- Hausman, J. A. , Specification tests in econometrics. *Econometrica* 46: 1251–1271,1978.
- Hymer, Stephen Herbert, *The International Operations of National Firms: A Study of Direct Foreign Investment*, The Massachusetts Institute of Technology, 1976.
- İTO, Türkiye'den Yurtdışına Doğrudan Sermaye Yatırımları ve Türk Yatırımcıları, İstanbul Ticaret Odası Yayın Nu:2003-14,s.15,İstanbul, 2003
- İTKİB Genel Sekreterliği, İtalya Ülke Raporu, Temel Ekonomik Göstergeler, Genel ve Sektörel Bilgiler, AR&GE ve Mevzuat Şube, Şubat 2011.
- Kanlı, İ.Burak, Yasemin Barlas, Eşiği Aşınca: Kredi Notunun “Yatırım Yapılabilir” Seviyeye Yükselmesinin Etkileri, TCMB Çalışma Tebliği No: 11/23, Kasım 2011
- Kar, Muhsin ve M. Akif Kara, Türkiye'ye yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler, Dış Ticaret Dergisi (29), Temmuz 2003: 46-80.
- Karagöz, M. Aydın (1990), “Kredi Değerliliğinin Tespiti”, *Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı Dergisi* (1990/1)
- Karagöl, Erdal Tanas, Ülkü İstiklal Mihçioğur Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Alternatif Arayışlar SETA | Siyaset, Ekonomi ve Toplum Araştırmaları Vakfı, www.setav.org, Eylül 2012.
- Karlık, Rıdvan, Özgür Tonus, Nazım ÇATALBAŞ, "Güneydoğu Asya ve Rusya Krizi Karşısında Türkiye" Marmara Üniversitesi Yayın No: 640, 1999.
- Kaymaz, Volkan. “Kredi Derecelendirme Sistemi ve Uluslararası Sermaye Şirketleri”, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2012.
- Kayıhan, Lerzan, *Rekabet Hukuku Uygulamalarında Ortak Girişimler*, Rekabet Kurumu, Ankara, 2003
- Kepek, Yakup ve Yentürk, Nurhan (2009), “Türkiye Ekonomisi”, Remzi Kitabevi, İstanbul.
- Koyuncu, Murat, Fikret Şenses, Kısa Dönem Krizlerin Sosyo Ekonomik Etkileri; Türkiye, Endonezya, Arjantin Deneyimleri, ERC Working Papers in Economics 04/13, Ekim 2004.
- Kravis, I. B., Lipsey, R. E., "Location of Overseas Production and Production for Exports by U.S. Multinational Firms." *Journal of International Economics*, 1982.
- Kübalı, Volkan, “1994-1995 Meksika Krizi”, *Kamu Yönetimi Dünyası Dergisi* / Yıl: 1 Sayı: 11, 2000
- Kütükoğlu, Mübahat, *Tanzimat Döneminde Yabancıların İktisadi Faaliyetleri*, 150. Yıl Tazminat, TTK Yayınları, Ankara, 1992.
- Lall, Sonjoya, *Attracting Foreign Direct Investment, New Trends, Sources and Policies*, Commonwealth Secretariat, Pall Mall,London,1997.

- Lebe, Fuat, Mustafa Ersungur, Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımını Etkileyen Ekonomik Faktörlerin Ampirik Analizi, Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi , Cilt 25, 2011
- Lizondo, Saul J., Foreign Direct Investment, IMF Working Paper, Temmuz 1990.
- Meyer, Klaus, Determinants of Direct Investment: A Review of Literature, Direct Investment in Economies in Transition, Cheltenham: Elgar, 1998.
- Moody’s Investor Service, The Function of Ratings In Capital Markets, New York, 1997:4.
- Moosa, Imad A., Foreign Direct Investment Theory, Evidence and Practice, Palgrave Macmillan, 2002.
- Mucuk, Mehmet, Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Teori ve Türkiye Uygulaması, Çizgi Kitapevi, Nisan 2011.
- Ntswane, Lesley, The Impact of Sovereign Credit Ratings on Capital Flows and Financial Markets in Africa, A thesis submitted for the Degree of Doctor of Philosophy, Faculty of Commerce, Law and Management, University of the Witwatersrand, Johannesburg, South Africa, January 2014
- Nunnenkamp, Peter, Determinants of FDI in Developing Countries: Has Globalization Changed the Rules of the Game, Kiel Working Paper, No.1122, 2002:1-44.
- Orta Karadeniz Kalkınma Ajansı (OKA), Rusya Ülke Raporu, 2012.
- Onyeiwu, Steve and Shrestha, Hemanta, “Determinants of Foreign Direct Investment in Africa”, Journal of Developing Societies, 20 (12),89, pp. 90–106,June,2004.
- Öz, Semih, Uluslararası Vergi Rekabeti ve Vergi Cennetleri, Maliye ve Hukuk Yayınları, Ankara, Mart 2005.
- Özağ, F.E.,“Ev Sahibi Ülke Açısından Yabancı Sermaye Yatırımlarını Etkileyen Faktörler ve Türkiye Üzerine Bir Uygulama”, Ekonomik Yaklaşım Dergisi, 5 (12), 63-77, 1994.
- Özcan, Burak ve Ayşe Arı, Doğrudan Yabancı Yatırımların Belirleyicileri Üzerine Bir Analiz: OECD Örneği, İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi, Ekonometri ve İstatistik Dergisi, Sayı:12, 2010.
- Öztürk, Hüseyin ve Gür, Timur Han, “Ülke riski, derecelendirme kuruluşları, aksaklıklar ve yeni düzenlemeler”, Sosyoekonomi Temmuz- Aralık, 2011-2/110204..
- Öztürk, Lütfü, Serbest Bölgelerdeki Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları: Dünyadaki Uygulamalara Teoriler Işığında Bir Bakış, Akdeniz İİBF Dergisi, Sayı:7, 2004: 110-124.
- Palalı, M., Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Finansal Sektör Üzerine Etkileri: Türkiye Uygulaması, Yüksek Lisans Tezi, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi, Kahramanmaraş, 2005.
- Parasız, İlker, Türkiye Ekonomisi, Ezgi Kitap Evi, 2004.

- Peilin Cai, Suk-Joong Kim and Quan Gan, The Effects of Sovereign Credit Rating on Foreign Direct Investment, The University of Sydney Business School, The University of Sydney, 2014
- Poon Winnie and Pui Han, "Are unsolicited credit ratings biased downward?," Journal of Banking & Finance, Elsevier, vol. 27(4), 2003.
- Reinhart, Carmen M., "Default, Currency Crises and Sovereign Credit Ratings", National Bureau Of Economic Research Working Paper Series, No: 8738, 2002
- S&P Ratings Services, Guide to Credit Rating Essentials, What are credit ratings and how do they work?, 2010.
- Saatçioğlu, Cem, Doğrudan Dış Yatırımlar ve Türkiye, İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi, İktisat Bölümü, 2012.
- Sack, Jonathan S. and Stephen M. Juris, Rating Agencies: Civil Liability Past and Future Volume 238—No. 88, New York Law Journal, November 5, 2007.
- Schneider, Friedrich ve Bruno, S., Frey, Economic and political determinants of foreign direct investment and World Development, vol. 13, issue 2, 1985.
- Seval, Belkıs, Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu, Lisanslama Sınavları Çalışma Kitapları, Ders Kodu: 1017, Kredi Derecelendirme Sınavı, Kredi Derecelendirmesi, 2014.
- Seyidoğlu, Halil, Uluslararası İktisat: Teori Politika ve Uygulama-Geliştirilmiş 13. Baskı, Kurtiş Matbaası: İstanbul, 1999.
- Seyidoğlu, Halil, Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama, Güzem Can Yayınları, İstanbul, 2001.
- Seyidoğlu, Halil, Uluslararası Finans, Geliştirilmiş 4. Baskı, Güzem Can Yayınları No:19, İstanbul, 2003.
- Seyidoğlu, Halil, Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama, Geliştirilmiş 16. Baskı, Güzem Can Yayınları, İstanbul, 2007.
- Schmitz, Andrew, Jurg Bieri, EEC tariffs and U.S. direct investment, European Economic Review Volume 3, Issue 3, 1972.
- Sipahi, Vasıf, Kredi Derecelendirme Duyurularının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi: İMKB-Banka Hisse Senetleri Üzerinde Bir Uygulama, Y.L. Tezi, İstanbul, 2010.
- Sermaye Piyasası Kurulu, Seri: VIII, No:51 sayılı "Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği", 2007.
- Şak, Nazan, "OECD Ülkelerinde Satılma Gücü Paritesinin Geçerliliğinin Panel Eşbütünleme Yaklaşımı ile İncelenmesi", Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2006.
- Şeker, Murat, Dış Borçlanmaya Teorik Bir Bakış ve Dış Borçların Ekonomik Etkileri, Sosyo Ekonomi, 2006

- Şener, Sefer, Dünya'da ve Türkiye'de Tarihsel Perspektiften Yabancı Sermaye, Ezgi Kitapevi Yayınları, 1. Baskı, Bursa, Şubat 2008.
- Tatoğlu, Ekrem ve Keith W.Glaister, Determinants of Foreign Direct Investment in Turkey, Thunderbird International Business Review, Vol.40.(3) 279-314, May/June 1998.
- Tarakçıoğlu, Gülay Babadoğan, Japonya Ülke Raporu, T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı İhracatı Geliştirme Etüd Merkezi, Ankara, January, 2011.
- Tezel, Yahya Sezai, Cumhuriyet Döneminin İktisadi Tarihi (1923-1950), Tarih Vakfı Yurt Yayınları, İstanbul 2002.
- TMMOB, "Ülke Örnekleri ile Kalkınma ve Sanayileşme Modelleri", TMMOB Sanayi Kongresi Oda Raporu, 2007.
- Torrise, C.Richard., 'The Determinants of Direct Foreign Investment in a Small LDC', Journal of Economic Development, Vol. 10, No. 1, 1985.
- Tortian, Annie Zaven, International Investment Agreements and Their Impact on Foreign Direct Investment: Evidence From Four Emerging Central European Countries, Doctoraten Sciences Economiques, Université Paris, Oantheon, Sorbonne, 2007.
- Tuselmann, H.J., German direct foreign investment in Eastern and Central Europe: relocation of German industry?, European Business Review, Vol. 99 No. 6, 1999.
- Türk Dil Kurumu BSTS/ İktisat Terimleri Sözlüğü, 2004.
- Türk Dil Kurumu, Derecelendirme, 2013.
- Usman, Ediz ve Sunalı, Halil, "Rating: Yatırımcılar ve İhraççılar Açısından Önemi", Active Bankacılık ve Finans Dergisi sayı:19, 1998.
- Uzun, Sevcan, Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Belirleyicileri: AB'ye Üyelik Sürecinin Etkisi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü YL Tezi, Ankara, 2010.
- Ünay, Sadık, Kalkınmacı Modernlik (Küresel Ekonomi Politik ve Türkiye), Küre Yayınları, İstanbul, 2013.
- Vernon, Raymond, International Investment and International Trade In The Product Cycle, The MIT Press, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 80, No. 2, May 1966: 190-207.
- Yalçın, Kürşat, Uluslararası Finansman, Detay Yayıncılık, 2. Baskı, Şubat, 2012.
- Yardımcıoğlu; Mahmut, Kenan Bora, Uluslar arası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Çalışma Prensipleri, İşleyişleri, Küresel Dünyadaki Rol ve İşlevleri, 2013.
- YASED, Uluslararası Yatırımcılar Derneği, Uluslararası Doğrudan Yatırımlar 2016 Yıl Sonu Değerlendirme Raporu, Mart 2017.
- Yaslıdağ, Beyhan. Kredi Derecelendirme Sistemi SPK Lisanslama Sınavına Hazırlık Soru Örnekleri, Literatür Yayınları, İstanbul 2007.

Yavan, Nuri ; Hamdi, Kara, Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Bölgesel Dağılışı (Foreign Direct Investments And Its Regional Distrubition In Turkey), Coğrafi Bilimler Dergisi, 2003.

Yazıcı, Mehmet, Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Önemi ve Denetimi, Makale Koleksiyonu, Arel Üniversitesi Kurumsal Arşiv Sistemi, 2009.

Yılmaz, M. Levent, G-20 ve Türkiye'nin Dönem Başkanlığı, Stratejik Düşünce Enstitüsü, 2015.

Zebregs, Harm, Can the Neoclassical Model Explain the Distrubition of Foreign Direct Investment Across Developing Countries, International Monetary Fund, Working Paper, WP/98/139, 1998.

Zengin, Ahmet, Türkiye Ekonomisi Açısından Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarına İlişkin Bir Değerlendirme, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, 2003.

Web Kaynakları

Ayaz, M.S.,2012, Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Eleştirisel Bir Bakış, http://www.bilgesam.org/tr/index/php?view=article&catid=116:analizler-ekonomi&id=2183:uluslararası-kredi-derecelendirme-kurulular-eletirel-bir-bak&format=pdf&option=com_content&Itemid=145 , Erişim Tarihi : 12.10.2014

Bozkurt, Hilal, Dursun, Gülten (2006), "Bilgi ve İletişim Teknolojileri İle Yabancı Doğrudan Yatırım Akımları Arasındaki Etkileşim: Türkiye İçin Kointegrasyon Analizi", 1980–2004, Bilgi Ekonomisi ve Yönetim Dergisi, I-I, I-II: (40-41) <http://www.beykon.org/dergi/2006/H.Bozkurt.doc>, Erişim Tarihi : 12.10.2015

Çetinkaya, Murat (2004), Türkiye Ekonomisinde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Sektörel Dağılımının Önemi, <http://www.sosyalbil.selcuk.edu.tr>, 2004:6, Erişim Tarihi : 15.12.2015

Dünya Bankası Ekonomi Raporu,2014-The World Bank Annual Report 2014, <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/20093>, Erişim Tarihi : 15.12.2015

Dünya Bankası Ülke Verileri; Erişim Tarihi : 09.02.2017.

www.data.worldbank.org/en/country/turkey,

www.data.worldbank.org/country/argentina,

www.data.worldbank.org/country/australia

www.data.worldbank.org/country/brazil,

www.data.worldbank.org/country/canada,

www.data.worldbank.org/country/china,

www.data.worldbank.org/country/italy,

www.data.worldbank.org/country/france,

www.data.worldbank.org/country/germany,

www.data.worldbank.org/country/india,

www.data.worldbank.org/country/indonesia,
www.data.worldbank.org/country/russia,
www.data.worldbank.org/country/mexico,
www.data.worldbank.org/country/japan,

Ertürk, Hakan, “Türkiye Ekonomisi Analizi: S&P ve Türkiye'nin Kredi Derecelendirmesi” ,
http://yatirimfinans.net/resources/kredi_derecelendirme.pdf, 14 Mayıs 2012
 Erişim Tarihi : 15.11.2015

Fitch Ratings, Credit Market Research, Fitch Ratings Global Corporate Finance 2010
 Transition and Default Study, 2011, www.fitchratings.com, Erişim Tarihi: 10.11.2015.

Fitch Ratings–Definitions of Ratings and Other Forms of Opinion-August 2012,
www.fitchratings.com, Erişim Tarihi: 10.10.2015.

G-20 Web Page, The G-20” <http://www.dfat.gov.au/trade/g20/> (Erişim Tarihi
 10.11.2015)

Infrangilis, Rating Sovereign Raters Credit Rating Agencies - Political Scapegoats or
 Misguided Messengers?, Manchester, England 2012
<http://sustainabilityinausterity.files.wordpress.com/2011/08/rating-sovereign-raters.pdf> , Erişim Tarihi : 02.11.2014.

ITC Trade Map, (www.trademap.org) Erişim Tarihi : 05.02.2017.

JCR (Japan Credit Rating Agency,Ltd.), JCR Assigned AAA and Affirmed AAA/AA+
 Ratings of AfDB, 2011.

Karagöz, Kadir, Türkiye’de Doğrudan Yabancı Yatırım Girişlerini Belirleyen Faktörler:
 1970–2005, Yaşar Üniversitesi, 2(8), 927-948, 2007. http://journal.yasar.edu.tr/wp-content/uploads/2012/05/no8_vol2_07_karagoz.pdf, Erişim Tarihi : 08.03.2017.

www.mahfiyegilmez.com/2012/10/g-8-g-20-nicin-var-ve-bir-ise-yaryor-mu.html, Erişim
 Tarihi : 11.10.2014.

Moody’s Rating Symbols & Definition, 2009 <http://www.moodys.com>, Erişim Tarihi :
 15.11.2015

Moody’s Investor Service, Global Credit Research, Moody's outlook for sub-sovereigns:
 challenges and rating pressures persist,2010.

Nonnemberg, Marcelo Braga ve Mendonça, M. J. C. D., “The Determinants Of Foreign
 Direct Investment In Developing Countries”
www.anpec.org.br/encontro2004/artigos/A04A061.pdf,2004. Erişim Tarihi :
 07.03.2017.

ÖKMEN,O., Derecelendirme kuruluşları ülkelerin kaderini nasıl etkiler?, 2012.
<http://www.turcomoney.com/yazar/derecelendirme-kuruluslari-ulkelerin-nasil-etkiler.html>

Sermaye Piyasaları Kurulu (SPK) <http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=6&pid=10&subid=1> , Erişim Tarihi : 05.12.2014.

S&P : https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourcelid/8950072 , Erişim Tarihi : 20.12.2015.

S&P Ratings Direct,2013, <https://www.standardandpoors.com/en> Erişim Tarihi : 20.12.2015.

Şener, Sefer ve Cüneyt Kılıç, Osmanlı'dan Günümüze Türkiye'de Yabancı Sermaye, 2008 :24, <http://docplayer.biz.tr/4918954-Osmanli-dan-gunumuze-turkiye-de-yabanci-sermaye.html>, Erişim Tarihi : 27.12.2015.

Tarı, Recep, Hanife Bıdırdı, Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Temel Belirleyicileri: 1990-2006 Dönemine İlişkin Ekonometrik Analiz ,2009. http://birimler.dpu.edu.tr/app/views/panel/ckfinder/userfiles/17/files/DERG_/24/253-269.pdf. Erişim Tarihi : 27.12.2016

TC Ekonomi Bakanlığı, Uluslararası Doğrudan Yatırımlar 2014 Yılı Raporu, <http://www.ekonomi.gov.tr/portal/content/conn/UCM/uuid/dDocName:EK-230298>, Erişim Tarihi : 12.09.2016.

TC Ekonomi Bak.lığı, <http://www.ekonomi.gov.tr/portal/faces/home/dislinkiler/ulkeler/ulke-detay>,Arjantin,Avustralya,Brezilya,Kanada, Çin,Endonezya,Hindistan,İtalya, Fransa, Almanya, Japonya, Meksika, Rusya Erişim Tarihi : 09.09.2016.

Tradingeconomics Erişim Tarihi : 19.09.2015,

<http://www.tradingeconomics.com/argentina/rating>.

<http://www.tradingeconomics.com/australia/rating>.

<http://www.tradingeconomics.com/brezil/rating>.

<http://www.tradingeconomics.com/canada/rating>.

<http://www.tradingeconomics.com/china/rating>.

<http://www.tradingeconomics.com/france/rating>.

<http://www.tradingeconomics.com/germany/rating>.

<http://www.tradingeconomics.com/india/rating>.

<http://www.tradingeconomics.com/indonesia/rating>.

<http://www.tradingeconomics.com/japan/rating>.

<http://www.tradingeconomics.com/mexico/rating>.

<http://www.tradingeconomics.com/russia/rating>.

<http://www.tradingeconomics.com/turkey/rating>.

<http://www.tradingeconomics.com/russia/rating>.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası :[http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/fc5a4a1a-63d9-4de3-bb8b-d56a61409df6/program+\(1\).pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACEfc5a4a1a-63d9-4de3-bb8b-d56a61409df6](http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/fc5a4a1a-63d9-4de3-bb8b-d56a61409df6/program+(1).pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACEfc5a4a1a-63d9-4de3-bb8b-d56a61409df6) , Erişim Tarihi: 05.02.2016

United Nation Conference on Trade and Development (UNCTAD), World Investment Report 1998, http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir1998_en.pdf ,Erişim Tarihi : 19.09.2016.

United Nation Conference on Trade and Development (UNCTAD), World Investment Report 2015, http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2015_en.pdf ,Erişim Tarihi : 19.09.2016.

United Nation Conference on Trade and Development (UNCTAD), World Investment Report 2016, http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2016_en.pdf, Erişim Tarihi: 19.02.2017.



VERİ SETİ

1. Arjantin

Değişkenler	fdibopus	Fitch	Moody's	S&P	inf	corrank	trbal	debt	Openness	lendint
Zaman										
1994	-2622087878	-	8,2	9,18	3,7	-	-2,1	6	18,1342255	10,05916667
1995	-4112274404	-	8,33	9,03	3,4	25	0,3	5,29166	19,771501	17,84666667
1996	-5347787687	-	8,4	9	0,2	35	0	5,16666	21,5063582	10,51083333
1997	-5507454052	10	8,55	9,75	0,5	42	-1,2	5,16666	23,3361447	9,2425
1998	-4965180132	10	8,86	10	0,9	61	-1,5	7,20833	23,3499443	10,635
1999	-22257413390	10	8,45	9,9	-1,2	71	-0,7	7,91666	21,3826568	11,04
2000	-9517286140	9,93	8	9,81	-0,9	52	0,3	5,08333	22,6225023	11,08551772
2001	-2005260142	6,96	8	6,95	-1,1	57	2,1	5	21,8524229	27,70542642
2002	-2776050000	0	2	0	25,9	70	15,2	3,5	41,7527513	51,67878
2003	-878230000	0	3,25	0	14,9	91	11,6	4	40,6446897	19,14624858
2004	-3448720000	0	5	0	4,4	108	7,4	2,125	40,6926461	6,776578742
2005	-3954190000	0	5,5	3	9,6	97	5,9	2,5	40,5668919	6,163241667
2006	-3098630000	0	6	7,08	10,9	93	5,3	5	40,4334799	8,626916667
2007	-4968920000	0	6,2	8	8,8	105	3,9	5	40,9451706	11,05203333
2008	-8334630000	0	6,1	7,35	8,6	110	3,5	5	40,4026734	19,46815833
2009	-3305612521	0	6	6	6,3	106	5	5,75	34,0571269	15,655
2010	-10367957946	3,5	6	6,33	10,4	105	2,7	6,375	34,9710133	10,5575
2011	-9351930945	7	6	7	9,8	100	1,6	6,5	35,206155	14,0875
2012	-14269084339	5,97	5,93	6,68	10	102	2,1	6,83333	30,5265424	14,06083333
2013	-8931688999	2	5,8	5,47	10,6	106	0,2	6,83333	29,333929	17,14916667
2014	-3144794109	1	5,05	2,45	21,5	107	0,6	6,75	28,411134	24,00916667
2015	-11103456239	0	4,86	0	17,9	107	-0,5	-	22,8566083	24,91583333

2. Avustralya

Değişkenler	fdibopus	Fitch	Moody's	S&P	inf	corrank	trbal	debt	Openness	İendint
Zaman										
1994	-2630684042	-	19	19	3	.	-5,1	8	36,4769671	9,233333333
1995	-9222498129	-	19	19	2,3	16	-3,8	8,333333	37,7309032	10,7041666
1996	441654791,4	19	19	19,08	1,8	16	-4,1	8,208333	38,2183908	10,4958333
1997	-2007441432	19	19	19,2	1,3	16	-2,9	7,5	37,9504575	8,8875
1998	-2932190621	18,80	19	19,2	0,9	17	-2,5	6,375	39,972209	8,15416666
1999	-1898249310	19	19	19,73	0,6	17	-2,5	5,208333	39,0063249	7,9875
2000	-10797958705	19	19	20	2,3	15	-2,5	5	40,904578	9,266666666
2001	2663165109	19	19	20	2,7	15	-2	5	44,1179432	8,6625
2002	-7681971735	19	19,5	20	1,8	15	0,1	5	41,3267798	8,1625
2003	9612586773	19,92	21	20,92	1,4	14	-0,9	5	39,9679039	8,4125
2004	-33123390587	20	21	21	2,1	13	-0,5	3,75	36,7277468	8,85
2005	-7620252751	20	21	21	2,3	10	-0,7	5	38,8650319	9,058333333
2006	-6470053661	20	21	21	1,4	11	-0,2	5	41,0172485	9,4125
2007	-30020094089	20	21	21	2,2	15	0,1	4,5	41,40257	8,195833333
2008	-13272117217	20	21	21	3,2	12	-0,6	3,083333	42,1182385	8,908333333
2009	-17218512630	20	21	21	0,5	16	-1,3	3,208333	44,946955	6,020833333
2010	-17142068311	20	21	21	1,8	15	-1,5	3	39,8603636	7,27916666
2011	-57304251200	20,08	21	21	3,3	16	-3	3	41,2435141	7,7375
2012	-52369268453	21	21	21	2,5	25	-2,7	3	42,6955976	6,975
2013	-55287463826	21	21	21	2	26	-1,5	3	40,8891991	6,17916666
2014	-40117540290	21	21	21	1,6	23	-0,5	3	42,3016727	5,95
2015	-40946217337	21	21	21	0,9	16	-0,6	-	41,0069381	5,575

3. Brezilya

Değişkenler	fdibopus	Fitch	Moody's	S&P	inf	corrank	trbal	debt	Openness	Iendint
Zaman										
1994	-2035000000	8	7,15	7,2	2188,4	-	1,3	5,833333	19,3329055	-
1995	-3475000000	8	8	7,62	71	38	-1	5,041666	16,6326623	-
1996	-11667000000	8	8	8,2	15,8	40	-1,1	5	15,6355621	-
1997	-18608000000	8	8	8,8	6,9	36	-1,3	5,833333	16,5761814	78,19333333
1998	-29192000000	8	7,67	8,93	3,2	46	-1,1	7,958333	16,4386527	86,36333333
1999	-26886000000	7	7	7,83	4,9	46	-0,6	7,208333	20,9821359	80,44333333
2000	-30497652700	8,58	7,32	8,17	7	49	-0,1	6,5	22,6397786	56,83
2001	-24714939372	8,9	8	8,92	6,8	46	0,5	6,208333	26,9363013	57,61666666
2002	-14108096193	7,93	7,61	8,3	8,4	45	2,6	5	27,6183715	62,875
2003	-9894224671	7,22	7	7,95	14,8	54	4,4	5	28,1404417	67,08333333
2004	-8694901855	8,25	7,33	8,47	6,6	59	5	5,833333	29,6782531	54,925
2005	-12549590735	9,05	8,25	9,03	6,9	62	5	6,416666	27,0867656	55,38333333
2006	9420275577	9,6	9,39	9,87	4,2	70	4,2	7,875	26,0416693	50,80833333
2007	-27518241273	10,72	10,52	10,73	3,6	72	2,9	8,291666	25,2925544	43,71666666
2008	-24601090274	11,67	11	11,67	5,7	81	1,5	8,458333	27,2576109	47,25
2009	-36032806300	12	11,47	12	4,9	75	1,5	8,5	22,105952	44,65
2010	-61689068669	12,1	12,2	12	5	69	0,9	8,5	22,5173817	39,99166666
2011	-85090700491	12,8	12,7	12,27	6,6	73	1,1	8,666666	23,701633	43,88333333
2012	-81398929601	13	13,2	13	5,4	69	0,8	8,541666	24,765305	36,63666666
2013	-54239655159	13	13,15	12,88	6,2	72	0,1	8,5	25,561879	27,39166666
2014	-70855294612	13	12,93	12,13	6,3	69	-0,2	8,5	24,6854274	32,00833333
2015	-61576211015	12,52	12,43	11,58	9	76	1,1	-	26,9559135	43,95833333

4. Çin

Değişkenler	fdibopus	Fitch	Moody's	S&P	inf	corrank	trbal	debt	Openness	İendint
Zaman										
1994	-31787000000	-	15	13,2	24,2	-	1	7	36,517878	10,98
1995	-33849200000	-	15	13,2	16,9	41	2,3	7	34,7590222	12,06
1996	-38066000000	-	15	13,2	8,3	50	1,4	6,791666	34,5390673	10,08
1997	-41674000000	15	15	13,73	2,8	41	4,2	7,666666	33,577864	8,64
1998	-41117000000	15	14,82	13,9	-0,8	52	4,2	9	32,8443198	6,39
1999	-36978000000	15	14,8	13,4	-1,4	58	2,7	9	34,0419111	5,85
2000	-37483300000	15	14,8	13	0,3	63	2	9	39,7527747	5,85
2001	-37357000000	15	15	13	0,7	57	1,7	9	39,0538379	5,85
2002	-46789569179	15	15,03	13	-0,7	59	2,1	9	43,092964	5,31
2003	-49444853744	15,05	15,4	13,15	1,1	66	1,5	9	52,5974749	5,31
2004	-60144670468	15,2	16	14,12	3,8	71	1,7	9	60,2207935	5,58
2005	-90379127564	15,4	16	14,7	1,8	78	4,5	9	62,8904172	5,58
2006	-100150000011	16,07	16	15,6	1,7	70	6,5	9,125	65,6189232	6,12
2007	-139095000011	16,33	16,52	16,1	4,8	72	7,4	9	62,6647374	7,47
2008	-114792000011	17	17	16,6	6	73	6,5	9	56,9574735	5,31
2009	-87167067370	17	17,04	17	-0,7	79	3,9	9,25	44,5069624	5,31
2010	-185750000011	17	17,36	17,08	3,2	78	3	9,5	48,8893004	5,81
2011	-231652000011	17	18,2	18	5,6	75	2,1	9,5	50,5998279	6,56
2012	-176250000011	17	18,2	18	2,6	80	2,7	9,5	48,1078613	6
2013	-217958000011	17	18,08	18	2,6	80	2,7	9,5	46,5652359	6
2014	-144968000011	17	18	18	2	100	3,6	9,458333	45,6519243	5,6
2015	-62058344183	17	18	18	1,4	83	5,5	-	40,4623652	4,35

5. Endonezya

Değişkenler	fdibopus	Fitch	Moody's	S&P	inf	corrank	trbal	debt	Openness	Iendint
Zaman										
1994	-1500000000	-	12	-	10,2	-	-0,6	6	51,877101	17,76
1995	-3743000000	-	12	-	10,2	36	-1,1	6	53,9585901	18,8516666
1996	-5594000000	-	12	-	9	46	-1,2	5,875	52,2647437	19,2175
1997	-4499000000	11,6	11,92	-	7,2	45	-1,5	6,5	55,9938588	21,8175
1998	2408000000	7,4	6,17	-	13,2	66	-2,2	7,291666	96,1861924	32,1541666
1999	1865620963	7,6	6	-	4,7	72	-2,5	7,75	62,9439129	27,6625
2000	4550355286	7,2	6	-	4	69	-1,9	8	71,4368759	18,455
2001	2977391857	6,53	6	-	3,8	71	-1,4	8	69,7932075	18,5475
2002	-145085548,7	6,42	6,13	-	4,3	71	-1,2	8	59,0794618	18,945
2003	596923827,8	7,17	6,52	-	3,8	82	-2,3	8	53,6164937	16,935
2004	1511917230	8,05	7	-	3,8	90	-3,3	8,416666	59,7612948	14,1241666
2005	-5271257208	9,2	7,2	-	4,2	88	-5,2	8,5	63,9879359	14,0508333
2006	-2188448467	9,02	7,78	-	5,8	70	-6,1	8,5	56,6571268	15,9791666
2007	-2253330000	9,2	9,08	-	6,4	72	-6,7	8,708333	54,82925	13,8616666
2008	-3418723399	9,93	9	-	8,3	86	-9,9	8,5	58,5613996	13,5983333
2009	-2628247483	10	9,38	-	10,8	84	-7	8,75	45,5121211	14,4983333
2010	-11106333135	11	10,18	-	12,1	87	-7,4	8,208333	46,7012739	13,2516666
2011	-11528394762	10,92	11	11,2	8,9	95	-8,6	8,291666	50,1800132	12,4033333
2012	-13716225988	12	12	11,2	9,3	94	-10,4	8,5	49,5828983	11,795
2013	-12170055179	12	12	11,07	10,9	94	-7,8	8,5	48,6373727	11,6575
2014	-15889843459	12	12	11	6,4	85	-6,9	8,5	48,0572712	12,605
2015	-10802945742	12	12	11,13	5,9	76	-5,9	-	41,9377102	12,6625

6. Fransa

Değişkenler	fdibopus	Fitch	Moody's	S&P	inf	corrank	trbal	debt	Openness	İendint
Zaman										
1994	8641023245	21	21	21	1,7	.	0,1	8,5	41,475119	7,89166666
1995	-7915340633	21	21	21	1,8	18	0,3	8,5	43,2720228	8,11666666
1996	8389214530	21	21	21	2	19	0,4	8,2083333	43,9365344	6,76666666
1997	12439587260	21	21	21	1,2	20	1,2	8,25	47,5813221	6,34166666
1998	16182755399	21	21	21	0,6	21	1	7,9583333	49,0057228	6,55
1999	79456351445	21	21	21	0,5	22	0,5	7,5	49,2330056	6,35833333
2000	13218400011	21	21	21	1,7	21	-0,9	7,5	55,2593646	6,7
2001	37219712115	21	21	21	1,6	23	-0,6	7,6666666	54,3166676	6,975
2002	1454669857	21	21	21	1,9	25	-0,3	7,5	52,4155109	6,6
2003	10229930526	21	21	21	2,1	23	-0,5	7,7083333	50,1319745	6,6
2004	25489612677	21	21	21	2,1	22	-1,2	6,9583333	51,196778	6,6
2005	33679643405	21	21	21	1,7	18	-2,1	7,2916666	53,1520143	-
2006	51416740927	21	21	21	1,7	18	-2,4	7,5	55,187245	-
2007	48464051603	21	21	21	1,5	19	-3	7,5	55,5477034	-
2008	67954539784	21	21	21	2,8	23	-3,7	7,6666666	56,523837	-
2009	70242406326	21	21	21	0,1	24	-3,1	7,7916666	49,567848	-
2010	33683933606	21	21	21	1,5	25	-3,5	7,7916666	53,968439	-
2011	20268741865	20,92	21	20,6	2,1	25	-4,5	7,0833333	58,1690044	-
2012	14358075507	20,8	19,8	19,8	2	22	-4,1	7	59,2003849	-
2013	-17983646228	20,5	19,80	19,66	0,9	22	-3,7	7	59,0988041	-
2014	26863287002	20	19,80	18,95	0,5	26	-3,6	7	59,8814746	-
2015	-7489649044	19	19,53	18,8	0	23	-2,9	-	61,4324935	-

7. Almanya

Değişkenler	fdibopus	Fitch	Moody's	S&P	inf	corrank	trbal	debt	Openness	lendint
Zaman										
1994	12338613482	21	21	21	2,7	.	2	9	42,0729502	11,4758333
1995	27778521416	21	21	21	1,7	13	2,4	9	43,5447211	10,9441666
1996	44976796451	21	21	21	1,4	13	2,7	8,708333	44,9967295	10,0175
1997	30890644190	21	21	21	1,9	13	3	8,666666	49,601035	9,12916666
1998	67478242181	21	21	21	0,9	15	3,2	8,916666	51,5828721	9,015
1999	53370494401	21	21	21	0,6	14	3,2	9	53,3694452	8,80916666
2000	-1,49817E+11	21	21	21	1,5	17	3	9	61,3899966	9,63
2001	13300140303	21	21	21	2	20	4,6	9	61,9777966	10,0091666
2002	-34009854080	21	21	21	1,4	18	6,5	9	60,7730085	9,6975
2003	-26044647015	21	21	21	1	16	5,9	9	61,5191344	-
2004	29523757823	21	21	21	1,7	15	6,7	7,75	65,8561098	-
2005	29127076868	21	21	21	1,5	16	6,8	7,25	70,4211903	-
2006	60497862973	21	21	21	1,6	16	6,8	6,5	77,0821686	-
2007	89824664374	21	21	21	2,3	16	8,1	6,5	79,3705311	-
2008	67063594532	21	21	21	2,6	14	7,3	9,375	80,9449046	-
2009	42985133316	21	21	21	0,3	14	5,8	9	70,6650463	-
2010	60640054569	21	21	21	1,1	15	6,3	9	79,3030782	-
2011	10349172079	21	21	20,96	2,1	14	6,1	9	84,7477359	-
2012	33647156576	21	20,9	21	2	13	7,3	8,958333	85,8747544	-
2013	28057010596	21	20,8	21	1,5	12	7,5	8,5	84,9572931	-
2014	1,0558800011	21	20,98	21	0,9	12	7,7	8,5	84,7810652	-
2015	62608628931	21	21	21	0,2	10	8,7	-	85,9938605	-

8. Hindistan

Değişkenler	fdibopus	Fitch	Moody's	S&P	inf	corrank	trbal	debt	Openness	lendint
Zaman										
1994	-890688166	-	10,26	11	8,5	.	4,2	6,833333	19,7321038	14,75
1995	-2026439031	-	12	11	9,4	42	2,2	6,333333	22,4733353	15,4583333
1996	-2186732315	-	12	11,05	8	45	2,8	6,291666	21,5515399	15,9583333
1997	-3464411052	-	12	11,15	6,2	46	5	6,125	22,2295487	13,8333333
1998	-2587058630	-	10,67	10,67	78,3	80	20,6	4,5	23,2910171	13,5416666
1999	-2089233597	-	10,05	10	20,5	96	16,1	3,333333	24,3879089	12,5416666
2000	-3074684332	11	10,2	10,12	3,7	85	15,8	3,75	26,4372938	12,2916666
2001	-4073961343	10,73	10,12	9,92	11,5	88	14,4	3	25,5452691	12,0833333
2002	-3947895992	10	10,07	9,8	12	96	12,1	3	29,0000903	11,9166666
2003	-2444138426	10	11,05	9,82	6,8	121	11,1	3	30,065185	11,4583333
2004	-3592188066	11	12	10,08	6,1	132	8,9	3,625	36,8574475	10,9166666
2005	-4628652265	11	12	10,93	10,4	136	8,9	4,791666	41,3051901	10,75
2006	-5992285935	11,42	12	11,15	13,3	130	10	6	45,297793	11,1875
2007	-8201628958	12	12	12	6,4	143	8,4	6,875	46,1601974	13,0208333
2008	-24149749830	12	12	12	10,2	126	1,4	6,583333	53,7651545	13,3125
2009	-19485789183	12	12	11,82	4,4	111	3,4	6,916666	46,7785765	12,1875
2010	-11428785746	12	12	11,97	5,1	110	2,9	7	49,6905381	8,33335
2011	-23890659988	12	12	12	5,4	100	2,9	7	55,6257236	10,1666666
2012	-15442447343	11,88	12	11,85	4,3	118	-0,2	7	55,7790091	10,6041666
2013	-26388082470	12	12	11,80	6,4	114	-0,4	7,375	53,8292113	10,2916666
2014	-23920811413	12	12	12	6,4	107	-0,2	7,666666	49,056049	10,25
2015	-36495216491	12	12,15	12	6,4	88	0,9	-	42,2187953	10,0083333

9. İtalya

Değişkenler	fdibopus	Fitch	Moody's	S&P	inf	corrank	trbal	debt	Openness	İendint
Zaman										
1994	3038264200	19	17,60	19	4	.	2	7,5	40,5793857	11,9838333
1995	2157553236	19	17,60	18,98	5,2	34	2,2	7,5	45,8249839	13,236
1996	5158060152	18,08	17,70	18,80	4	34	3,3	7,25	42,9828369	12,8183333
1997	6714677949	18	18	18,80	2	30	2,4	8,166666	44,6817495	10,5094833
1998	9814894093	18	18	18,93	2	39	2,1	9,5	45,2099839	8,64310833
1999	-220180380,2	18	18	19	1,7	38	1,2	9,5	44,7251763	6,345525
2000	-1098938566	18	18	19	2,5	39	0,2	9,5	50,4745183	7,02274166
2001	6884391906	18	18	19	2,8	29	0,7	9,5	50,2082212	7,28775
2002	2547622202	18,5	18,66	19	2,5	31	0,6	9,5	48,1984157	6,53650833
2003	-7551461523	19	19	18,8	2,7	35	0,1	9,5	46,2686409	5,83035
2004	2456936624	19	19	18,4	2,2	42	-0,1	9,5	47,5436418	5,50616666
2005	21143749852	18,9	19	17,91	2	40	-0,6	6,708333	49,4138165	5,313935
2006	3470637068	18,51	19	17,60	2,1	45	-1,3	4,5	53,2922767	5,62177916
2007	52075789758	18	19	17	1,8	41	-0,5	4,5	55,2136488	6,3347
2008	76931505487	18	19	17	3,3	55	-0,8	5	54,7180081	6,83731
2009	1684266939	18	19	17	0,8	63	-0,4	5	45,6091142	4,75666666
2010	20761670702	18	19	17	1,5	67	-1,9	4,375	52,3455979	4,03166666
2011	17340683455	17,68	18,06	16,86	2,7	69	-1,6	3,5	55,5829878	4,59916666
2012	6735730647	14,8	13,88	16,53	3	72	0,6	3	56,1848845	5,2225
2013	721152645,1	13,96	12,80	13,33	1,2	69	1,8	2,916666	55,4665927	5,14416666
2014	3380852443	13,95	12,98	12,80	0,2	69	2,6	2,5	55,8071969	4,86666666
2015	7410936028	14	13	12	0	61	2,7	-	57,0387046	4,12925

10. Kanada

Değişkenler	fdibopus	Fitch	Moody's	S&P	inf	corrank	trbal	debt	Openness	İendint
Zaman										
1994	1079707017	19	20,5	20	0,2	.	1,8	8,5	64,3982891	6,875
1995	2170911715	19	19,18	19,83	2,2	5	4	8,5	69,0974254	8,64583333
1996	3471892860	19	19	19,8	1,6	5	4,2	8,5	70,2995135	6,0625
1997	11546047763	19	19	19,98	1,6	5	2,1	8,833333	74,385055	4,95833333
1998	11369969129	19	19	20	1	6	1,3	9,5	78,1588507	6,60416666
1999	-7526524674	19	19	20	1,7	5	2,7	9,5	80,1939557	6,4375
2000	-21657491626	19	19,65	20	2,7	5	5,1	9,5	82,857726	7,27083333
2001	8441354159	19,75	20	20	2,5	7	5,4	10	78,40632	5,8125
2002	4765417552	20	20,66	20,5	2,3	7	4	10	75,7326903	4,20833333
2003	16417110916	20	21	21	2,8	11	3,6	9	69,8434395	4,6875
2004	43379849776	20,41	21	21	1,9	12	4,2	8,75	70,1805469	4
2005	1725069777	21	21	21	2,2	14	3,9	7,916666	69,7098434	4,41666666
2006	-13941631258	21	21	21	2	14	2,9	7	67,9811849	5,8125
2007	-55286434401	21	21	21	2,1	9	2,7	6,5	66,1920444	6,10416666
2008	18567341650	21	21	21	2,4	9	3,1	8,5	66,9242306	4,72916666
2009	16775357301	21	21	21	0,3	8	-0,4	8,5	58,3482469	2,39583333
2010	6623329810	21	21	21	1,8	6	-0,3	7,583333	60,0607293	2,60416666
2011	11774674034	21	21	21	2,9	10	0	7,25	62,3286224	3
2012	12881422391	21	21	21	1,5	9	-0,4	7,125	62,3971367	3
2013	-17460546665	21	21	21	0,9	9	-0,2	7,5	61,9733949	3
2014	-3237321307	21	21	21	1,9	10	0,7	7,5	64,1835555	3
2015	25435858099	21	21	21	1,1	9	-0,6	-	65,5489169	2,775

11. Japonya

Değişkenler	fdibopus	Fitch	Moody's	S&P	inf	corrank	trbal	debt	Openness	lendint
Zaman										
1994	-	21	21	21	0,7	.	2,5	9,791666	16,1044723	4,13341666
1995	-	21	21	21	-0,1	21	2	9,5	16,6794819	3,505833333
1996	26440694397	21	21	21	0,1	17	1,3	9,5	18,5245002	2,657583333
1997	21500257091	21	21	21	1,8	21	1,9	9,6666666	20,0407382	2,448833333
1998	17293070283	20,86	20,61	21	0,7	25	2,7	10	19,2320217	2,32091666
1999	9481358284	20,6	19,8	21	-0,3	25	2,4	10	18,3489598	2,160833333
2000	34339324666	20,4	19,8	21	-0,7	23	2,1	10	19,8196527	2,06716666
2001	30734354196	19,67	19,8	19,85	-0,7	21	1,3	10	19,7981281	1,96941666
2002	19344378431	18,8	19,93	18,05	-0,9	20	2	10	20,6856114	1,86491666
2003	25693039712	18,8	20	17,8	-0,3	21	2,1	10	21,5831294	1,822083333
2004	33085785004	18,8	20,75	17,96	0	24	2,4	8,75	23,9223565	1,766583333
2005	46205395350	18,93	21	18	-0,3	21	1,7	7,25	26,5154938	1,67691666
2006	60549386567	19	21	18,13	0,2	17	1,6	7	30,3317816	1,664833333
2007	51358484681	19	21	18,8	0,1	17	2,1	7	33,0938885	1,88325
2008	89018788218	19	21	19	1,4	18	0,4	7	34,3990204	1,9095
2009	61450645281	19	19,67	19	-1,3	17	0,6	6,25	24,4908999	1,723333333
2010	72215534552	19	19	18,8	-0,7	17	1,4	5,5	28,6130077	1,598333333
2011	1,17686E+11	18,87	18,5	17,85	-0,3	14	-0,5	5,875	30,393003	1,50091666
2012	1,17085E+11	17,46	18	17,8	-0,1	17	-1,5	5,125	30,6361237	1,4075
2013	1,45036E+11	16,8	18	17,8	0,3	18	-2,4	5	34,1475223	1,30375
2014	1,17846E+11	16,78	17,92	17,8	2,8	15	-2,7	5	37,5587797	1,21916666
2015	1,30782E+11	16,2	17	17,53	0,8	18	-0,6	-	35,5947618	-

12. Meksika

Değişkenler	fdibopus	Fitch	Moody's	S&P	inf	corrank	trbal	debt	Openness	lendint
Zaman										
1994	-10972500000	-	10	11	7	.	-4,2	7,5	29,297148	19,3
1995	-9526290000	10	10	10,83	35	33	1,1	5,833333	46,111595	59,4316666
1996	-9185600000	10	10	9,95	34,4	38	0,6	7,291666	50,7241258	36,3858333
1997	-12829800000	10	10	10,07	20,6	47	-0,9	7,166666	49,3201583	22,14
1998	-12756764558	10	9,87	10,15	15,9	55	-2,7	5,416666	51,776098	26,3583333
1999	-13941033089	10	10,35	10,07	16,6	58	-2,1	6,416666	51,2689011	23,7425
2000	-18314697208	10,7	11,87	11,03	9,5	59	-1,2	7	53,1310513	16,9283333
2001	-25651387733	11,2	12,07	11,2	6,4	51	-1,3	7,416666	48,5280469	12,795
2002	-23157096414	12	12,93	11,93	5	57	-1	7,5	48,3710836	8,21083333
2003	-16967684263	12	13,17	12	4,6	64	-0,8	7,958333	51,2352704	7,0225
2004	-20481615338	12	13,2	12	4,7	64	-1,1	7,916666	54,2264129	7,43833333
2005	-19497078991	12,08	14	13	4	65	-0,9	8,25	54,5764462	9,695
2006	-15351488222	13	14	13	3,6	70	-0,6	8,5	56,4550956	7,51183478
2007	-24150962289	13,43	14	13,3	4	72	-1	8,5	57,0647519	7,56083333
2008	-27921308300	13,97	14	14	5,1	73	-1,6	8,208333	58,071087	8,70576785
2009	-8295962576	13,67	14	13,8	5,3	89	-0,5	8,333333	56,0347938	7,07416666
2010	-11381735537	13	14	13	4,2	98	-0,3	8,083333	60,9465348	5,28666666
2011	-11012988010	13	14	13	3,4	100	-0,1	8,25	63,7765201	4,91583333
2012	2033154032	13	14	13	4,1	105	0	7,666666	66,408319	4,73083333
2013	-32716195840	13,67	14	13,23	3,8	106	-0,1	7,25	64,4446326	4,24833333
2014	-18212636102	14	14,92	14	4	103	-0,2	7	65,6794862	3,55166666
2015	-18158447033	14	15	14	2,7	95	-1,3	-	72,8288164	3,4225

13. Rusya

Değişkenler	fdibopus	Fitch	Moody's	S&P	inf	corranc	trbal	debt	Openness	İendint
Zaman										
1994	-409000000	-	-	-	247,5	.	2,8	4	50,9537126	.
1995	-1460000000	-	-	-	197,5	.	3,5	4,375	55,1837592	320,308333
1996	-1657000000	11	10	9	47,7	47	4	5,125	47,9230999	146,808333
1997	-1679564173	11	10	8,98	14,8	49	2,5	5,625	47,2572038	32,0416666
1998	-1491508000	8,76	7,71	6,38	27,7	76	4,1	6,458333	55,7727411	41,7916666
1999	-1101810000	4	5,8	0	85,7	82	16,4	5,625	69,3937635	39,7166666
2000	500800000	5,57	6,26	0,5	20,8	82	23,2	3,166666	68,0943386	24,4333333
2001	-306270000	7,3	7,33	6,78	21,6	79	15,7	4,5	61,1107384	17,9083333
2002	58820000	8,8	9,15	8,67	15,8	71	13,4	4,5	59,7076742	15,7
2003	1795350000	10,4	10,6	10	13,7	85	13,9	5,875	59,128269	12,975
2004	-1620960000	11,17	12,05	11	10,9	90	14,5	6	56,5818524	11,4416666
2005	2371590000	12,41	12,42	11,13	12,7	125	15,2	6,833333	56,7132485	10,6833333
2006	-7601620000	13,5	13	12,5	9,7	121	13,6	7,666666	54,7334019	10,425
2007	-11072470000	14	13	14	9	143	9,5	7,5	51,7061433	10,0333333
2008	-19120290000	13,97	13,72	13,97	14,1	147	10,7	7	53,3825297	12,225
2009	6697430000	12,88	14	12,82	11,7	146	9,3	7,166666	48,4350842	15,3083333
2010	9448500000	13,05	14	13	6,9	154	9,6	6,25	50,3555503	10,8166666
2011	11767160000	13,2	14	13	8,5	143	10,3	6,75	48,3700345	8,45833333
2012	-1765140000	13	14	13	5,1	133	8,9	7	47,9802853	9,1
2013	17287630000	13	14	13	6,8	127	8,2	7	47,636945	9,46666666
2014	35050880000	12,83	13,53	12,08	7,8	136	9,4	6,625	47,698943	11,1416666
2015	15710010000	11,8	10,88	10,8	15,6	119	11,3	-	49,271068	15,7166666

14. Türkiye

Değişkenler	fdibopus	Fitch	Moody's	S&P	inf	corrank	trbal	debt	Openness	lendint
Zaman										
1994	-559000000	7	9,83	8,63	106,3	-	-2,9	5,66666666	41,7458523	-
1995	-772000000	7,66	9	8,05	88,1	30	-6,2	5,41666666	44,2426348	-
1996	-612000000	8,78	9	7,75	80,3	33	-8,4	5	49,3693149	-
1997	-554000000	8	8,1	7	85,7	38	-8,7	5,20833333	54,9703236	-
1998	-573000000	8	8	7,08	84,6	54	-7,1	5,75	41,5179649	-
1999	-138000000	8	8,03	7,01	64,9	54	-5,5	6,875	38,7258774	-
2000	-112000000	8,72	8,30	7,93	54,9	50	-10	5	43,1921454	-
2001	-2855000000	7,55	7,88	6,22	53,5	54	-5,1	5,125	50,7562312	-
2002	-939000000	6,98	7,9	6,01	47,2	64	-6,7	4,16666666	48,8000826	56,666666
2003	-1222000000	6,5	7,85	6,75	21,9	77	-7,3	4,5	47,032718	39,666666
2004	-2005000000	8,10	8	8,50	8,6	77	-8,8	5	49,7371767	25,5
2005	-8967000000	9,02	8,25	9	8,2	65	-9	5	47,2068798	18,888888
2006	-19261000000	9,2	9	9,08	9,6	60	-10,2	5,75	50,2509563	19,2916
2007	-19941000000	9,07	9	9	8,8	64	-9,7	5,79166666	49,8071138	21,125
2008	-17302000000	9	9	8,90	10,4	58	-9,6	5,5	52,2485954	19,375
2009	-7032000000	9,23	9,06	8,87	6,3	61	-6,3	5,20833333	47,7382417	11,5227
2010	-7617000000	11,03	10,05	10,18	8,6	56	-9,8	6	47,9689199	8,8127
2011	-13812000000	11,16	10,2	10,2	6,5	61	-13,7	6,25	56,6241041	10,75
2012	-9179000000	11,16	10,78	10,07	8,9	54	-10,7	6,25	57,7548355	10
2013	-8757000000	12	11,73	10,75	7,5	53	-12,2	6	57,8147105	7,6071
2014	-5476000000	12	11,85	10,81	8,9	64	-10,6	5,5	60,0130499	11,75
2015	-11805000000	12	11,8	10,8	7,7	66	-8,8	-	58,8018922	10,75

