

**T.C.
ADİYAMAN ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE YATIRIMLARI İLE ULUSLARARASI
KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ KREDİ NOTLARI
ARASINDAKİ İLİŞKİNİN ANALİZİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

Volkan BUGUR

**Danışman
Prof. Dr. Tayfun SERVİ**

ADİYAMAN-2022

T.C.
ADIYAMAN UNIVERSITY
GRADUATE EDUCATION INSTITUTE
DEPARTMENT OF ECONOMICS
MASTER’S THESIS

**ANALYSIS OF THE RELATIONSHIP BETWEEN FOREIGN DIRECT
INVESTMENTS AND CREDIT RATINGS OF INTERNATIONAL CREDIT
RATING AGENCIES: THE CASE OF TURKEY**

Volkan BUGUR

Supervisor
Prof. Dr. Tayfun SERVİ

ADIYAMAN-2022

BEYAN

Yüksek Lisans Tezi olarak sunmuş olduğum “Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları İle Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Kredi Notları Arasındaki İlişkinin Analizi: Türkiye Örneği” adlı çalışmanın tarafımdan, akademik kurallara ve etik değerlere uygun olarak yazıldığını ve tezimde yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu, bu eserlere atıf yapılarak yararlanmış olduğumu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

04/02/2022

Volkan BUGUR

ÖZET

Yüksek Lisans Tezi

Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ile Uluslararası Kredi Derecelendirme

Kuruluşlarının Kredi Notları Arasındaki İlişkinin Analizi: Türkiye Örneği

Volkan BUGUR

Adıyaman Üniversitesi

Lisansüstü Eğitim Enstitüsü

İktisat Anabilim Dalı

Şubat, 2022

Son zamanlarda popülerliğiyle dünya gündeminde sürekli adından söz ettiren kredi derecelendirme kavramı sermaye piyasaları, bankalar, şirketler, belediyeler ve devletler tarafından kullanılarak önemli bir rol oynamaktadırlar. Ülkemizde de adına sıkça tanık olduğumuz kredi kuruluşlarının dünya üzerinde işlem hacminin büyüklüğü ve etkinliği bu kuruluşlarının önemini artırmaktadır. Türkiye geliştirmekte olan diğer ülkeler gibi yatırımlara ciddi anlamda ihtiyaç duymaktadır. Yeterli tasarruf oranına, altyapıya, bilgi birikimine ve teknolojiye sahip olmayan ülkemiz için doğrudan yabancı sermayenin ülkenin gelişmesi yolunda çok önemli bir yer vardır.

Bu çalışmada üç büyük derecelendirme kuruluşlarından olan Standart and Poor's, Moody's ve Fitch'in 1992-2020 yılları arasında Türkiye için açıklamış oldukları kredi notları ele alınmıştır. Bu kredi notlarına kredi derecelendirme kuruluşlarının web sitelerinden ve raporlarından, doğrudan yatırım miktarlarına ise Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası arşivlerinden ulaşılmıştır. 1992-2020 yılları arasında Türkiye'nin kredi notlarının Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksine göre 100'lük sistemine göre karşılığı verilmiştir. Kredi notlarının doğrudan yabancı sermaye yatırımları arasındaki ilişkinin ne ölçüde olduğunu ölçmek için korelasyon analizi kullanılarak kredi notlarıyla Türkiye'ye yapılan doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerindeki ilişki araştırılmıştır. **Anahtar Kelimeler:** Kredi Derecelendirme, Doğrudan Yatırımlar, Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksi

ABSTRACT

Master's Thesis

Analysis of the Relationship Between Foreign Direct Investments and Credit

Ratings of International Credit Rating Agencies: The Case of Turkey

Volkan BUGUR

Adiyaman University

Graduate Education Institute

Department Of Economics

February, 2022

The concept of credit rating, which has been mentioned in the world agenda with its popularity recently, plays an important role by being used by capital markets, banks, companies, municipalities and states. The size and efficiency of the transaction volume of the credit institutions in the world, whose name we frequently witness in our country, increases the importance of these institutions. Turkey, like other developing countries, seriously needs investments. For our country, which does not have sufficient savings rate, infrastructure, knowledge and technology, foreign direct capital has a very important place in the development of the country.

In this study, the credit ratings of Standard and Poor's, Moody's and Fitch, which are among the three major rating agencies, for Turkey between 1992-2020 are discussed. These credit ratings were obtained from the websites and reports of credit rating agencies, and the amounts of direct investments were obtained from the archives of the Central Bank of the Republic of Turkey. Between 1992 and 2020, Turkey's credit ratings were given according to the 100-point system according to the Comparative Country Rating Index. In order to measure the relationship between credit ratings and foreign direct investment, correlation analysis was used to investigate the relationship between credit ratings and foreign direct investment in Turkey.

Keywords: Credit Rating, Direct Investments, Comparative Country Rating Index

ÖN SÖZ

Kredi derecelendirme kuruluşları ve açıklamış oldukları kredi notlarının ülke ekonomileri üzerinde nasıl bir etki bıraktığı, ülkelere verilen kredi notlarının ülke ekonomisini hangi etkinlikte ve ölçüde etkilediğini öğrenebilmek amacıyla bende sürekli olarak merak uyandıran bu konuyu “Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları İle Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Kredi Notları Arasındaki İlişkinin Analizi: Türkiye Örneği” adlı çalışma özelinde yazmak istedim.

Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının açıkladığı raporlar ve ülkeler için vermiş oldukları kredi notlarının önemi her geçen gün daha da artmaktadır. Özellikle yabancı sermaye ihtiyacı bulunan ülkeler kredi değerliliği sağlayan kuruluşlardan yatırım yapılabilir seviyede not almak istemektedirler. Bu çalışmada 1990 yılı başlangıç yılı esas alınarak kredi notlarıyla 1990’lı yıllardan sonra tanışan Türkiye’nin 1990-2020 yılları arasındaki kredi değerlilikleri uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının raporlarından ve veri tabanından, doğrudan yabancı sermaye yatırımları ise Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) veri tabanından alınan veriler kullanılacaktır.

Yaptığım tez çalışmasının titizlik ve hassasiyetle yürütülmesinde desteğini eksik etmeyen, çalışmamı her daim takip eden ve yoğun çalışmaları arasında bana zaman ayıran danışman hocam Prof. Dr. Tayfun Servi’ye ve Prof. Dr. Yusuf Ekrem AKBAŞ’a şükranlarımı sunuyorum. Aynı zamanda bu süreçte beni sürekli cesaretlendiren ve yanımda olan eşim Selma BUGUR ve aileme teşekkürlerimi bir borç bilirim.

Bu çalışmanın kredi derecelendirmesi ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları konusunda çalışma yapacak olan tüm araştırmacılara fayda göstermesini dilerim.

Adıyaman, Şubat, 2022

Volkan BUGUR

ARAşTIRMANIN ÖNEMİ VE LİTERATÜRE KATKISI

Günümüzde oldukça önemli bir yeri olan kredi derecelendirme kuruluşlarından Standart and Poors, Moody's ve Fitch'in vermiş oldukları kredi notlarının ekonomik aktörlerin kararlarını etkileyebildiği ve ülkelerin gündeminde sürekli olarak yer aldığını bilinmektedir.

Bu çalışmanın amacı; üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun Türkiye'ye 1992-2020 yılları arasında vermiş oldukları kredi notlarının doğrudan yatırımlar üzerinde ne düzeyde etkili olduğu ve doğrudan yatırımlarda zaman içerisindeki verilen notların değişkenliğe göre nasıl bir farklılığın ortaya çıktığı analiz edilmiştir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının 1992-2020 yılları arasında Türkiye için açıklamış oldukları kredi notlarıyla yine bu yıllar arasında ülkemize gelen doğrudan yabancı sermaye yatırımları arasındaki etkinliği korelasyon analiziyle anlaşılmaya çalışılmıştır.

İÇİNDEKİLER LİSTESİ

ÖZET.....	iv
ABSTRACT	v
ÖN SÖZ.....	vi
ARAŞTIRMANIN ÖNEMİ VE LİTERATÜRE KATKISI	vii
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xi
TABLolar LİSTESİ.....	xii
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xiii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM KREDİ DERECELENDİRME

1.1. KREDİ DERECELENDİRME KAVRAMI	3
1.2. KREDİ DERECELENDİRMENİN TARİHSEL GELİŞİMİ.....	5
1.3. KREDİ DERECELENDİRME ÇEŞİTLERİ	6
1.3.1. Uzun ve Kısa Vadeli Derecelendirme	6
1.3.2. Paranın Cinsine Göre Derecelendirme	7
1.4. KREDİ DERECELENDİRMENİN AMAÇLARI	7
1.5. KREDİ DERECELENDİRMENİN ÖNEMİ.....	8
1.5.1. Kredi Derecelendirmesinin Yatırımlar Açısından Önemi	12
1.5.2. Kredi Derecelendirmesinin Sermaye Piyasaları Açısından Önemi.....	13
1.5.3. Kredi Derecelendirme Finans Piyasaları Açısından Önemi	14
1.5.4. Kredi Derecelendirme Şirketler Açısından Önemi.....	14
1.6. KREDİ DERECELENDİRME SÜRECİ.....	15
1.7. KREDİ DERECELENDİRME SÜRECİNDE KULLANILAN ÖLÇÜTLER.....	15
1.8. ÜLKE KREDİ NOTU.....	16
1.8.1. Ülke Kredi Notu Belirleyicileri	17
1.9. ÜLKE RİSKİ	18
1.9.1. Politik Risk.....	18
1.9.2. Ekonomik Risk	19
1.9.3. Finansal Risk	20

1.10. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI VE ÖZELLİKLERİ.....	20
1.10.1. Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Özellikleri.....	20
1.10.2. Uluslararası Piyasaya Hâkim Kredi Derecelendirme Kuruluşları	21
1.10.3. Standart and Poor's Kredi Derecelendirme Kuruluşu	22
1.10.3.1. Standart and Poor's Derecelendirme Süreci	23
1.10.3.2. Standart and Poor's Ülke Notu Kredi Notu Sistemi.....	24
1.10.3.3. Standart and Poor's Kredi Notu Derecelendirme Kriterleri	25
1.10.4. Moody's Investor Service	27
1.10.4.1. Moody's Kredi Notu Derecelendirme Süreci	28
1.10.4.2. Moody's Ülke Kredi Notu Sembolleri	29
1.10.4.3. Moody's Kredi Notu Derecelendirme Kriterleri.....	30
1.10.5. Fitch.....	31
1.10.5.1. Fitch Kredi Notu Derecelendirme Süreci	31
1.10.5.2. Fitch Ülke Notu Kredi Notu Sembolleri.....	32
1.10.5.3. Fitch Kredi Notu Derecelendirme Kriterleri.....	33
1.11. TÜRKİYE'DE KREDİ DERECELENDİRMESİ.....	35
1.11.1. Türkiye'de Faaliyette Bulunan Kredi Derecelendirme Kuruluşları....	35
1.12. KREDİ DERECELENDİRMESİNİN ALTERNATİFİ CDS PRİMİ.....	36
1.13. KARŞILAŞTIRMALI ÜLKE DERECELENDİRME İNDEKSİ	38

İKİNCİ BÖLÜM

DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE

2.1. ULUSLARARASI DOĞRUDAN YATIRIM KAVRAMI	40
2.3. ULUSLARARASI SERMAYENİN KÜRESELLEŞME SÜRECİ.....	41
2.4. ULUSLARARASI DOĞRUDAN SERMAYE YATIRIMLARININ FAYDALARI.....	43
2.5. ULUSLARARASI DOĞRUDAN SERMAYE YATIRIMLARININ ZARARLARI	44
2.5. ÇOK ULUSLU ŞİRKETLER	46
2.5.1. Çok Uluslu Şirketlerin Yatırım Kriterleri.....	47
2.5.2. Çok Uluslu Şirketlerin Dünya Ekonomisindeki Yeri	48
2.6. TÜRKİYE'DE ULUSLARARASI SERMAYE.....	49
2.6.1. Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketleri	50

2.6.2. Türkiye’de Uluslararası Sermaye Kanunu.....	51
2.6.3. Türkiye’ye Sermaye Hareketleri	53
2.6.4. Türkiye’de Doğrudan Yatırımların Önündeki Engeller	57
2.6.5. Küresel Ekonomideki Sermaye Yatırımları ve Türkiye’nin Payı	58
2.6.6. Doğrudan Yatırımların Sektörlere Göre Dağılımı.....	61
2.6.7. Doğrudan Yabancı Sermayeli Yatırımların Bölgelere Dağılımı.....	63
2.7. TÜRKİYE’NİN KREDİ NOTLARI.....	64
2.8. KARŞILAŞTIRMALI ÜLKE DERECELENDİRME İNDEKSİ VE DOĞRUDAN YATIRIMLAR	69
2.8.1. Türkiye’nin KÜDİ Puanları.....	71

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ARAŞTIRMANIN METODOLOJİSİ VE TEMEL BULGULAR

3.1. ARAŞTIRMANIN METODOLOJİSİ	73
3.1.1. Araştırmanın Konusu ve Önemi.....	73
3.1.2. Model ve Veri Seti	73
3.1.3. Araştırmanın Yöntemi.....	74
3.1.4. Korelasyon Analizi	74
3.1.5. Bulgular.....	75
3.1. LİTERATÜR TARAMASI	76
SONUÇ VE ÖNERİLER.....	78
KAYNAKÇA	82
ÖZGEÇMİŞ.....	88

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AR-GE	: Araştırma ve Geliştirme
CDS	: Kredi Risk Primi
ÇUŞ	: Çok Uluslu Şirketler
DPT	: Devlet Planlama Teşkilatı
DYY	: Doğrudan Yabancı Yatırımlar
ESMA	: Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasalar Otoritesi
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
ICRG	: International Country Risk Guide
JCR	: Japonya kredi Derecelendirme Ajansı
KDK	: Kredi Derecelendirme Kuruluşu
KHK	: Kanun Hükmünde Kararname
KİT	: Kamu İktisadi Teşebbüsü
KÜDİ	: Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksi
MB	: Merkez Bankası
S&P	: Standard and Poor's
SEC	: Amerika Birleşik Devletleri Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu

TABLolar LİSTESİ

Tablo 1: Ekonomik Risk Belirleme Ölçütleri	19
Tablo 2: Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Piyasa Payları.....	21
Tablo 3: S&P Kredi Derecelendirme Notasyonları.....	24
Tablo 4: S&P Kredi Derecelendirme Kriterleri	25
Tablo 5: Moody's Kredi Notasyonları.....	29
Tablo 6: Moody's Kredi Derecelendirme Kriterleri	30
Tablo 7: Fitch Kredi Derecelendirme Notasyonları.....	32
Tablo 8: Fitch Kredi Derecelendirme Kriterleri.....	33
Tablo 9: Türkiye'de Faaliyet Gösteren KDK'lar.....	35
Tablo 10: Karşılaştırmalı Ülke İndeksine Esas Teşkil Eden Puanlama Sistemi	38
Tablo 11: 1992-2019 Yılları Arası Net Doğrudan Yatırımlar.....	53
Tablo 12: 2002-2019 Yılları Arasındaki Yurt Dışına yapılan Ve Yurt Dışından Gelen Yatırımlar	55
Tablo 13: Türkiye'de 2002 ve 2019 Yıllarındaki Türkiye'de Faaliyet Gösteren Yabancı Sermayeli Şirket Sayısı	56
Tablo 14: Türkiye'nin Uluslararası Sermayeden Aldığı Pay	59
Tablo 15: Ülke Gruplarına Göre Doğrudan Yatırımlar.....	60
Tablo 16: 2002-2020 Yılları Arasındaki Doğrudan Yatırımların Sektörel Dağılımı.....	61
Tablo 17: Doğrudan Yatırımların Ülke Dağılımı (Milyon Dolar)	63
Tablo 18: Türkiye'nin 1992-2020 Yılları Arasındaki Kredi Notları	65
Tablo 19: Türkiye'nin Kredi Notlarına Karşılık Gelen KÜDİ Puanları ve Doğrudan Yatırımlar	69
Tablo 20: Türkiye'nin Kredi Notlarının Karşılaştırmalı Ülke İndeksine Göre Karşılığı	71
Tablo 21: Değişkenlerin Betimleyici İstatistikleri ve Spearman Korelasyonları	75

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: S&P Kredi Derecelendirme Süreci	23
Şekil 2: Moody's Kredi Derecelendirme Süreci	28
Şekil 3: Fitch Kredi Derecelendirme Süreci.....	32
Şekil 4: Türkiye'nin CDS Primleri.....	36
Şekil 5: Türkiye'nin 2020 Yılı Ortalama CDS Primleri.....	37
Şekil 6: Küresel Uluslararası Doğrudan Yatırımlar.....	43
Şekil 7: Türkiye'nin Küresel Sermayeden Aldığı Pay	58



GİRİŞ

Kredi derecelendirme faaliyeti 1800'lü yıllarda başlamıştır. Yıllar içerisinde daha karmaşık ve farklı faktörlerin de analiz edilmesiyle gerçeğe en yakın bilgiler sunması kredi derecelendirme kuruluşlarından beklenmektedir. Ülkemizin ilk kredi notunu alması 1992 yılında olmuştur. Yıllar içerisinde inişli çıkışlı bir seyir izleyen ülke kredi notları günümüzde ilk notların alındığı puanlara yakın bir seyrinde olduğu görülmektedir. Ülkemizin yabancı sermayeye olan ihtiyacı kredi değerliliğine sahip olması zorunluluğunu ve önemini artmıştır. Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları tarafından açıklanan kredi notları aracılığıyla ülkenin ekonomik, siyasi ve sosyal riski öngörülmüş olabilmektedir. Dolayısıyla ülkemiz gibi gelişmekte olan ülkeler de kredi notlarının yüksek olmasını bekler ve kredi notunu yükseltmek için kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkeler hakkındaki raporlarında geçen eksiklikleri gidermeye çalışırlar.

Bu çalışmanın kapsamı; Türkiye'nin 1992-2020 yılları arasında en önemli uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının açıklamış olduğu ülke kredi notlarının bu dönemde yurt dışından gelen doğrudan yabancı sermayeye yatırımları ne ölçüde etkilediği üzerinde durarak kredi notlarıyla doğrudan yabancı sermaye yatırımları arasında nasıl bir ilişki gösterdiğini anlamak amacıyla doğrusal korelasyon analizi uygulanacaktır.

Çalışmanın hipotezi kredi notlarının doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerine etkisidir. Çalışma toplam dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde kredi derecelendirme kavramı, kredi derecelendirmesinin tarihsel gelişimi, uluslararası piyasalara sahip olan S&P, Moody's ve Fitch'in derecelendirme süreci, kriterleri ve harflendirme sistemi anlatılarak bu üç kredi derecelendirme kuruluşunun işleyişi aktarılacaktır. Aynı zamanda kredi derecelendirmesinin alternatifi olarak gösterilen CDS primi de bu başlık altında anlatılacaktır.

Çalışmanın ikinci bölümünde Türkiye'de doğrudan yabancı sermaye, doğrudan yabancı sermayenin fayda ve zararları, Çok Uluslu Şirketler ve doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ülkelere, bölgelere ve sektörlerle göre dağılımı anlatılacaktır.

Çalışmanın üçüncü bölümde en önemli kredi derecelendirme kuruluşlarından olan S&P, Moody's ve Fitch'in Türkiye için açıklanan 1992-2020 yılları arasında kredi

notları, kredi notlarına karşılık gelen Karşılaştırılabilir Ülke Derecelendirme İndeksi ve bu indekse karşılık gelen doğrudan yabancı sermaye yatırım miktarları sunulacaktır.

Çalışmanın dördüncü bölümünde ise ilk üç bölüm içerisinde ifade edilen değişkenler ekonometrik yöntemlerinden biri olan korelasyon analizi kullanılarak, Türkiye'ye 1992-2020 yılları arasında açıklanmış olan kredi notlarının doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerindeki etkisi analiz edilip yorumlanıp incelenecektir.



BİRİNCİ BÖLÜM

KREDİ DERECELENDİRME

Kredi derecelendirmeleri, bireysel ve kurumsal yatırımcılara, tahvil ve diğer borçlanma araçları ve sabit getirili menkul kıymet ihraççılarının yerine getirip getiremeyeceklerini belirlemelerine yardımcı olacak bilgiler sağlayarak piyasalarda aktif bir rol üstlenirler.

Küreselleşen dünya ekonomilerin olağanüstü boyutlara ulaşmasıyla kredi derecelendirme kuruluşlarına olan ihtiyaç her geçen gün artmaktadır. İşletmeler için bilgiye ulaşmanın zaman alması ve maliyetli oluşu kredi değerliliğinin önemini artırmaktadır.

1.1. KREDİ DERECELENDİRME KAVRAMI

Kredi derecelendirme kavramı ile ilgili birçok tanım yapılmaktadır. Genel olarak kredi derecelendirme kavramı Sermaye Piyasası Kurulu(SPK) tarafından 2007 yılında yayımlanan Seri: VIII, No:40 sayılı Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği 5. Maddesinde kredi derecelendirmesinin tanımı; “İşletmelerin risk durumları ve ödenabilirliklerini veya borçluluğu temsil eden sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz ve benzeri yükümlülüklerinin vadelerinde karşılayabilmelerinin derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyeti” olarak tanımlar (<https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/6/10/2>). Kredi derecelendirme kuruluşlarından Fitch kredi derecelendirmesini; “İşletmenin faiz, anapara geri ödemesi, sigorta tazminatları veya karşı taraf yükümlülükleri gibi finansal taahhütleri yerine getirme konusundaki göreceli kabiliyeti hakkında bir görüş olarak tanımlar” (<https://www.fitchratings.com/products/rating-definitions>, 2020). Moody’s kredi derecelendirme kavramını “Kredi derecelendirmesini işletmenin yükümlülüğü yerine getirmek için yeterli nakit elde etme yeteneği, ödeme istekliliği ve bir işletmenin sözleşmeye dayalı finansal yükümlülüklerini zamanında yerine getirip getirememe durumu hakkında verilen bir görüş” (<https://www.moodys.com/sites/products/AboutMoodyRatingsAttachments/MoodysRa>

tingSymbolsandDefinitions.pdf, 2020) olarak tanımlarken S&P Global Ratings ise kredi derecelendirmeyi “Borçlunun vadesi geldiğinde mali taahhütlerini yerine getirme kapasitesi ve istekliliğini, iflas durumunda ise nihai ödemeyi etkileyebilecek alacaklıların haklarını etkileyen diğer yasalar uyarınca finansal yükümlülük tarafından sağlanan koruma ve mali yükümlülüğün göreceli konumunu yansıtan ileriye dönük bir görüştür. Bu süreçte ihraççı ile birlikte borcu sigorta edenin de kredi değerliliği tespit edilir. Kredi derecelendirmesinde para birimi borcun ortaya çıktığı andaki var olan para birimi dikkate alınmaktadır (spglobal, 2020)

Derecelendirme, genel anlamda derecelendirmeyi yapacak olan kurum tarafından doğrudan ve dolaylı olarak ilgili şirket hakkında toplanan bilgilere dayanılarak, şirketlerin vadesi geldiğinde işletmenin yükümlülüğünü ve ödeme kapasitesini değerlendiren tarafsız ve bağımsız bir görüşü ifade etmektedir (<http://turkrating.com/p-derecelendirme-nedir.html>).

İktisadi İş birliği ve Gelişme Teşkilatı (OECD) derecelendirmeyi, finansal piyasalardan finansmana ihtiyaç duyan ihraççı ile yatırımcılar arasındaki temel bilgi asimetrisini objektif olarak ölçen küresel ölçekte kredi riskini etkileyebilecek ilgili konular arasında bir karşılaştırma yapan, kredi riski hakkında ortak bir dil ve standart sağlayan, herkes tarafından gözlemlenebilen ve doğrulanabilen bir bağımsız görüşü ifade eder (<http://www.oecd.org/regreform/sectors/46825342.pdf%20%20-2010%20-27.03.2020%E2%80%9445-6>).

Kredi notu, kredi derecelendirme kuruluşları tarafından bir ülke, menkul kıymet ya da bir kurumun kredi değerliliğini belirlenmiş ölçütler çerçevesinde belirli nütasyonlarla, herkesin anlayabileceği şekilde halka açık olarak açıklanan ve fon talep edenlerin fonlara ulaşmalarında fon ihraç edenlere yol gösterici değerlerdir (İskenderoğlu ve Balat, 2018: 48). Derecelendirme genel anlamda bir kuruluşun finansal yükümlülüklerini, borcun ödenmesi gereken zamanda yerine getirip getiremediği hakkında oluşturulmuş ekonomik, siyasi ve mali verilerin incelenmesini içeren bağımsız görüşlerdir. Derecelendirmenin tarafları devlet, finans kuruluşu, şirket olabileceği gibi ihraç edilen finansal bir kıymetli menkul de olabilmektedir. Kredi derecelendirmesi ilgili ülke veya kurumlara yatırım yapmak isteyen sermayeye yol gösterici olası riskleri değerlendiren ve bu risklerin de halka açık olduğu göreceli görüşleri içermektedir (Erin, 2017: 1).

Kredi notunu genelde menkul kıymet ihraç etmek isteyen bankalar, finans kurumları, işletmeler, belediyeler ve hükümetler kullanır. Türkiye’de ise kredi notunu genellikle devlet tahvillerinde, kamu ve özel bankalar ve şirketlerin kullandığını görülmektedir (Haspolat, 2015: 9).

1.2. KREDİ DERECELENDİRMENİN TARİHSEL GELİŞİMİ

Kredi notlarının gelişimi 1800’lü yıllardan itibaren başlamaktadır. Kredi notlarının çıkış noktası Amerika Birleşik Devletleri (ABD) demiryolu şirketlerinin tahvil borçlarında büyük bir pazarın yaratılmasına kadar uzanmaktadır. ABD’nin coğrafi yapısının bir kıta büyüklüğünde olması ülke içi ekonomik operasyonların büyük ölçüde gelişmesine neden olmuştur. Bir kıta büyüklüğündeki ABD’nin ülke içindeki sermaye dolaşımı, dönemin en önemli ulaşım aracı olan demiryolları ile sağlanmıştır. Bu dönemin demiryolu şirketleri, ABD’nin yerleşik bölgelerinde bulunan ve banka kredileri ve hisse senedi ihraçları yoluyla sermaye toplayan özel şirketlerdi. Özel sektörlere ihale edilen demiryolu ihaleleri 19. yüzyılda ABD’de büyük çaplı şirketlerin doğmasına imkân tanımıştır. Demiryolu yatırımlarının artmasıyla beraber, şirketler arasında rekabet yaşanması spekülasyonları artırmış, bundan dolayı da yatırımları etkileyerek bir risk unsurunun ortaya çıkmasına sebep olmuştur. Demiryolu şirketlerinin çoğalması yatırımcı için hangi şirkete fonlarını aktarmasını zorlaştırmış ve bu şirketlerin mali yapılarının bilinmesi ihtiyacını ortaya çıkarmıştır. Geleneksel yollarla bu bilgilere ulaşmanın yetersiz ve riskli olduğu görülünce bağımsız bir üçüncü tarafın bilgileri sağlamasına ihtiyaç duyulmuştur. Bu ihtiyaca yönelik Amerikan Railroad Oral’ın editörlüğünü üstlenen Henry Var nüm Port 1849’da demiryolları mülkleri, varlıkları, yükümlülükleri ve kazançları hakkında sistematik bilgileri sağlayarak demiryolu şirketleri hakkında bilgileri yayınlamıştır. Bu günümüz dünyasında kullanılan modern kredi derecelendirmesinin ilk adımı olarak değerlendirilir (Rudden, 2019: 1).

İlk kredi derecelendirme raporlarının mimarı olan Louis Lemis Tapan kurmuş olduğu şirket günümüzde varlığını Dun&Bradstreet olarak devam ettirmektedir. Bir manifaturacı olan Tappan müşterileri ile olan deneyimlerini ve gözlemlerini raporlarında ortaya koymuştur. Bir kavram olarak ise kredi derecelendirmesinin ortaya çıkışı ABD’de 20. yüzyılın başlarında yaşanmıştır. Bu dönemde Henry Varnum Poor ve

John Poor adlı kardeşlerin kurmuş olduğu demiryolu şirketi demiryolu endüstrisinin mali yapıları hakkında bilgileri yayımlamışlardır. Poor's Publishing Company şirketi olarak ilk derecelendirmeleri 1916 yılında ise yapmıştır. Poor's Publishing Company şirketinden farklı olarak 1906 yılında Luther Lee Blake demiryolu analizleri dışındaki şirket analizlerini yaptığı Standard İstatistik Bürosunu kurmuştur. Bu büro ilk derecelendirmesini ise 1922 yılında yapmıştır. Bir iş adamı olan John Moody 1909'da New Jersey de Moody's Invertors Service adlı şirketi kurmuş ve "Demiryolları Yatırımların Analizi" adlı kitapta ilk derecelendirmelerini yayımlamıştır. John Moody, bu çalışmasında demiryolu şirketlerinin ihraç ettiği kurumsal borç senetlerinin kredibilitésine ilişkin analiz yapmıştır. Bu çalışmasında şirketlerin kredi notlandırması için ilk defa harflendirme sistemi kullanarak şirketlerin kredi derecelendirmesini daha ileri düzeye taşımıştır. Moody aynı zamanda eyaletlerin devlet tahvil değerlemesi yapan ilk kuruluştur (Kaya, 2018: 3-4).

John Knowles Fitch, Fitch Publishing Company isimli şirketi 1913'te kurarak "The Fitch Stock and Bond Manual" ve "The Fitch Bond Book" adlı iki çalışma yayınlamıştır. Bu çalışmalarda yatırım endüstrisinde kullanılmak üzere finansal istatistikler bulunmaktaydı. Fitch firması 1923'te, sektördeki derecelendirmelerin temeli haline gelen AAA'dan D'ye kadar derecelendirme ölçeğini tanıtmıştır. The Poor şirketinin 1916'da Standard Statistics ile birleşmesiyle Standard & Poor's adlı yeni bir kredi derecelendirme şirketi kurulmuştur (Rudden, 2019: 2).

1.3. KREDİ DERECELENDİRME ÇEŞİTLERİ

Genel olarak değerlendirildiğinde kredi derecelendirme çeşitleri kredinin vadesine ve para cinsine göre değerlendirilmektedir.

1.3.1. Uzun ve Kısa Vadeli Derecelendirme

Derecelendirme faaliyetlerinde bulunan kredi derecelendirme şirketleri borcun vadesini uzun ve kısa vadeli olarak değerlendirmektedir. Kısa vadeli derecelendirme on üç aydan daha kısa olan borçları, uzun vadeli derecelendirme ise borcun vadesinin on üç aydan daha uzun vadeli olan borçları kapsamaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşları

uzun vadeli borçların değerlendirmesinde söz konusu ülkenin temel ekonomik karakteristiğini, ekonomik konjonktüre karşı duyarlılığını, ülkenin rekabet gücünü, siyasi, hukuki gibi ülkeye gelecek olan yatırımları doğrudan etkileyebilecek faktörleri dikkate alır. Kısa vadeli derecelendirmede borçlunun mali kaynaklara erişebilme gücü değerlendirilir (Gülmez, 2015: 4).

1.3.2. Paranın Cinsine Göre Derecelendirme

Dış finansman ihtiyacı olan ülkenin kendi yerel para cinsinden borçlanabilmesi büyük avantaj taşır. Bunun nedeni yerel para birimi üzerinden borçlanan ülke yabancı para birimi üzerinden borçlanan ülkeye kıyasla borcunun geri ödemesinde ve borcunu çevirebilmesinde daha güçlü olmaktadır. Yerel para cinsinden borçlanan ülkenin para basmasının bir sınırı olmaması borcun ödenmesini kolaylaştırmaktadır. Bu durum söz konusu ülke için ciddi oranlarda enflasyon riski doğursa da borç ödemelerinde ciddi bir sorun yaşamamasını sağlayabilecektir. Aynı zamanda ülkenin sermaye piyasası ve şeffaf bir mali yapısının olması borçlanma alternatiflerini artırarak borç bulmayı kolaylaştırmaktadır (Kaymaz, 2012: 21).

1.4. KREDİ DERECELENDİRMENİN AMAÇLARI

Derecelendirme günümüzün en büyük sorunlarından biri olan bilgi asimetrisinin giderilmesinde yatırımcılara yol gösterici olmaktadır. Siyasi, ekonomik ve mali konularda sağladığı bilgi ve analizlerle kredi derecelendirmesi yatırımcıya rehber olabilmektedir (Yiğiter, 2019: 233). Fon arz eden yatırımcı, geri ödenmeme riskiyle karşılaşmaması için yatırım yapacağı alanlarda derecelendirme kuruluşları tarafından sağlanan bilgilere ulaşabilmekte ve yatırım kararlarını bu doğrultuda vermektedir. Derecelendirmeye duyulan ihtiyacın temel nedeni mali varlıkların bugünkü durumlarından ziyade gelecekteki durumlarına ilişkin gerçekçi beklentilerdir. Kıymetli değerlere yatırım yapmak isteyen yatırımcı arz ettiği kıymetli değer getirilerinin riske girmesini istemediğinden sağlıklı, güvenilir ve gerçekçi bilgilere ulaşmak ister. Yatırımcı, fon talep edenlerin gelecekteki durumunu elde etmiş olduğu bilgiler neticesinde öngörmekte ve kredi derecelendirme kuruluşunun fon talep edene vermiş

olduğu notlarla yatırım kararını alabilmekte ya da yatırımını erteleyebilmektedir. Fon talep eden devlet veya sektörün risk durumu, yatırımcı için yol gösterici bir görüştür. Çünkü fon talep edenin derecelendirme notunun yüksekliği daha uzun vadeli ve düşük maliyetli fon temin edebilme imkânı sağlamaktadır. Kredi notunun yüksekliği ülkenin göstergelerini olumlu yönde etkileyerek yabancı sermaye girişlerinde artış sağlamaktadır. Fon talep eden ülkelerin fonlara uygun şartlarda ulaşmaları ülkenin mali şartlarında olumlu katkılar sağlayacak bu sayede de ülkenin makroekonomik göstergeleri olumlu yönde artış gösterecektir (Coşkun, 2016: 261-262).

Modern dünyada kredi derecelendirmesi ekonomik ve siyasi bir etkiye sahiptir. Dünya ekonomi piyasasını etkileyen derecelendirme kuruluşları ülkelere, sektörlere ve sermaye piyasalarındaki menkul değerlere vermiş oldukları notlar neticesinde hem yatırım yapacak hem de yatırım yapılacak olan tarafların kararlarını ve beklentilerini etkilemektedir. Özellikle gelişme yolundaki ülkelerdeki yetersiz tasarruf oranları bu ülkeleri yabancı sermayeli fonlara yöneltmektedir. Dünya ve ülkemiz özelinde de adına sık sık rastladığımız derecelendirme kavramı dünyanın olağanüstü boyutlarda küreselleşmesi ve bütünleşmesi neticesinde önemini giderek arttırmaktadır (moneycrashers.com, 2020).

1.5. KREDİ DERECELENDİRMENİN ÖNEMİ

OECD, kredi derecelendirmesinin üç temel işlevini olduğunu belirtmiştir. Bunlardan birincisi; Kredi derecelendirmesinin ekonomik işlevi, fon talep edenlerin kredi değerliliğini bağımsız olarak ölçüp fon talep edenlerle fon arz edenler arasındaki bilgi asimetrisini gidermektir. İkinci işlevi kredi değerliliğinin küresel ölçekte yatırımcı için çok önemli olan tutarlı bir portföy oluşmasına olanak sağlamasından dolayı bir karşılaştırma aracı olmasıdır. Üçüncü işlevi ise herkes tarafından doğrulanabilir ve gözlemlenebilir olmasından ötürü piyasaya katılacak olanlara ortak bir dil ve standart sağlamasıdır (<http://www.oecd.org/regreform/sectors/46825342.pdf>).

Fon talep eden ülke borçlanmak için yurt dışı piyasalarına tahvil ihraç etmektedir. Yatırımcı ihraç edeceği tahvilin getirisini ve geri ödenmeme riskini, fon arz eden ülkeye verilen derecelendirme notlarından öngöreceğinden, yatırım kararını bu notlar neticesinde vermektedir. Yatırımcı, fon talep eden ülke veya piyasasının kredi

değerliliğini derecelendirme kuruluşları vasıtasıyla öğrenmekte ve bu da yatırımcı için maliyet ve zaman tasarrufu sağlamaktadır. Alınan kredi değerliliği ölçümü neticesinde yatırım riskini minimize etmeyi amaçlamaktadır (Eğilmez, 2012: 263).

Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilen notlar neticesinde riski yüksek olan bir menkul kıymetin geri ödenmeme riskinin de yüksek oluşu bu menkul kıymete uygulanacak olan faiz oranını da yükseltecektir. Fon arz edenin bu riski öğrenmek istemesinden dolayı kredi yatırım yapacağı alandaki değer in kredi değerliliğine ihtiyaç duymaktadır (Pınar ve Erdal, 2010: 160).

Kredi derecelendirmeleri, bireysel ve kurumsal yatırımcılara, tahvil ve diğer borçlanma araçları ve sabit getirili menkul kıymet ihraççıların yerine getirip getiremeyeceklerini belirlemelerine yardımcı olacak bilgiler sağlar (investopedia.com, 2019: 3).

Kredi derecelendirme kuruluşları, değerlendirmelerini gerçekleştirirken kurumun borç seviyesini, borcunu geri ödeme istekliliğini ve borcunu geri ödeme konusundaki mali yeteneği gibi bir dizi faktöre bakmaktadır. Bu faktörlerin birçoğu kurumun bilançosunda ve gelir tablolarında bulunan bilgilere dayanmasına rağmen, diğerlerinin (borcun geri ödenmesine yönelik tutum gibi) daha dikkatli bir şekilde incelenmesi gerekir (moneycrashers.com, 2020).

1960’larda yaşanan ticari senetlerin artışı ve devlet kurumlarının tahvil ihraçlarıyla derecelendirme daha çok önem kazanmıştır. Şirketlerin halka açılması, döviz kurlarındaki dalgalanmalar ve küreselleşmeyle gibi etmenler kredi derecelendirmeyi zorunlu kılmıştır. 1970’li yıllardaki ve 1982 yılında Latin Amerika’da yaşanan borç krizleri küresel piyasalar için bir uyarı niteliği taşımıştır. Bu krizlerden sonra derecelendirmenin önemi giderek artmıştır (Kaymaz, 2012: 28).

Derecelendirme, dünya ekonomileri arasındaki sermaye akışları üzerindeki etkisi, gelişme yolundaki ülkelerin derecelendirme kuruluşları tarafından verilecek yatırım yapılabilir seviye notları ekonomik performanslarını olumlu yönde etkileyerek yabancı sermaye yatırımların ülkeye gelmeleri açısından büyük önem arz etmektedir. Derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notlar sermayenin uluslararası hareketlerinin mevcut yönünü kısıtlayabildiği gibi, olumlu yöndeki notlar da ülkeye sermaye girişini arttıracaktır. Gelişmekte olan ekonomiler için yabancı sermaye ihtiyacı gerekliliğinden

ötürü bu ülkeler kredi notlarının yatırım eşliğinin üstünde olması için riskleri azaltmak isterler (Setty ve Dodd, 2003: 12).

Yatırımcı için fon arz edeceği ülke ya da piyasa hakkında yeterince bilgi sahibi olmaması birçok zorluğu beraberinde getirmektedir. Bu zorluklar temelde, muhasebe farklılıkları ve kültür gibi farklılıklardır. Söz konusu zorluklar derecelendirmenin söz konusu taraflar için ne kadar önemli olduğunu göstermektedir. Kredi derecelendirme fon arz edecek olan için yol gösterici nitelik taşımaktadır (Kaymaz, 2012: 26-27).

Küreselleşen sermaye uluslararası sermayenin akışını ciddi boyutlara getirmiştir. Sermaye hareketlerinde yaşanan büyük çaplı hareketlilik finans kuruluşları tarafından sağlanan özel sermayeli fonların değerlendirilmesine olanak sağlamış ve derecelendirmenin önemini arttırmıştır. Fon arz edenin yatırımını etkileyen en önemli unsur güvendir. Yatırımcı bu noktada derecelendirme notlarını dikkate almakta ve olası spekülasyon işlemlerin engellenmesi için kredi derecelendirme kuruluşların görüşlerini dikkate almaktadır (Şener, 2017: 23). Özellikle gelişmekte olan ülkeler sermaye ihtiyacını gidermek için fon talep etmektedir. Ülkenin en az yatırım yapılabilir seviyede nota sahip olması ülkeye daha uygun şartlarda ve ucuz kredi girişlerini sağlayacaktır (Ovalı, 2014: 56).

Devlet yönetimin amaçlarından de ülke vatandaşlarının refah seviyesini yükseltmek ve bunu kalıcı hale getirmektir. Ülke vatandaşlarının yaşam şartlarının iyileştirilmesi ülkenin milli gelirinin artmasıyla gerçekleşmektedir. Milli gelirin artırılması üretimde kullanılan faktörlerin ülke için en etkili biçimde kullanılmasıyla mümkündür. Gelişmekte olan ülkelerde refah artışının sağlanabilmesi için yatırımların verimli bir şekilde yapılması gerekir. Ancak gelişmekte olan ülkelerdeki giderlerin gelirlerden fazla oluşu, tasarruf yetersizliği yabancı sermayeye olan ihtiyacı zorunlu hale getirmektedir. Ülke ihtiyaç duyduğu yabancı sermayeye finansal kuruluşlardan ve ihraç edilen kıymetli değerlerle ulaşmaya çalışmaktadır. Mali piyasalardan borçlanmak isteyen ülkenin kredi değerliliğinin en az yatırım seviyede olması gerekmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından ülkeye verilen kredi değerliliğinin yüksek oluşu neticesinde fon temininin daha az maliyetli olmasını sağlayacaktır. Kredi derecelendirmesi ülkenin dış kaynaklardan borçlanma kapasitesini belirler. Liberalizmle beraber yaşanan ticaretteki olağanüstü artışlar derecelendirmeye olan ilgiyi artırmıştır. Çok uluslu şirketler doğrudan yatırım yoluyla ülkelerde faaliyet gösterirler. Yatırım

kararını vermeden önce yatırım yapacağı ülkenin ekonomik ve siyasi konjonktürü hakkında bilgi sahibi olmak isterler. Ekonomik olarak dalgalanma ve belirsizlerin yaşandığı, siyasi olarak da belirsizliğin bulunduğu ülkelere yatırım yapmak istemeyen yatırımcı güvenli ve istikrarlı bir yatırım ortamının bulunduğu ülkelere yatırım kararını verecektir. Yatırımcının, yatırım yapacağı ülke hakkındaki ekonomik, mali ve siyasi bilgilere ulaşmasının zor ve maliyetli oluşundan dolayı bu bilgileri sağlayan kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlar yatırım kararını etkilemektedir. Bu yönüyle yatırımcının yatırım kararını vermeden önce söz konusu ülkenin kredi değerliliğine bakmaktadır. Kredi değerliliği yatırımcı için bir yol gösterici görüştür (Coşkun, 2016: 266).

Fon ihraç edecek olan ülke ya da kuruluşun kredi değerliliğine sahip olması gerekmektedir. İhraç edilen fonlara talep bulunabilmesi için kredi değerliliğinin en az yatırım eşiği olan BBB olması gerekmektedir (Eğilmez, 2020: 259-261). Kredi değerliliğinin yüksek oluşu, ihraç edilen fonların miktarını artırmakta, vade uzamakta ve faiz oranları düşebilmektedir. Yatırım eşiğinin altında kalan ve spekülasyon derecede riskli yatırım ortamının bulunan ülkelerin ise fonlarına talep azalmakta, vade kısalmakta ve faiz oranları artmaktadır. Kredi derecelendirmesini yatırımcılar, aracı şirketler, işletmeler ve finans, fon ihraç edenler ve finans kurumları kullanmaktadır. Yatırımcılar, yatırım kararı verebilmek ve portföylerini yönetmek için kredi derecelendirmesini kullanmaktadır. Örneğin bireysel yatırımcı için bir belediye tahvilinin veya şirket tahvilinin satın alınmasındaki risk perspektifini artırır. Kredi derecelendirmesi sermaye akışını kolaylaştırmaya yardımcı olur, farklı borç enstrümanları arasında kıyas yapabilmeyi sağlayarak yatırımcıya alternatif yatırım kanallarına yönelebilmelerinin önündeki engelleri ortadan kaldırır. Aracı kuruluşlar da derecelendirme kuruluşlarından almış oldukları raporlar vasıtasıyla kredileri yatırımcılara pazarlar (2010, s. 5-6). Kredi derecelendirme kuruluşları genellikle: Finansal kuruluşları, borsa ve sigorta şirketlerini, şirket tahvillerini, varlığa dayalı menkul kıymet ihraççıları, devlet, belediye ve KİT tahvillerini derecelendirirler (<https://www.sec.gov/ocr/cra-reform-act-2006.pdf>).

1.5.1. Kredi Derecelendirmesinin Yatırımlar Açısından Önemi

Kredi derecelendirmesi, yatırımcının almış olduğu risk hakkında belirli notasyonlar kullanarak borcun geri ödenmeme riskini ortaya koyarak yatırımcıya yol gösterici bir görüştür. Yatırımcı verilen notasyonlar neticesinde daha güvenli yatırım kararları verebilmektedir. Yatırımcı yatırım kararını vermeden önce yatırım yapacağı ülkenin, şirketin ya da menkul kıymetin olası risklerini kredi derecelendirmesi vasıtasıyla öğrenebilmekte ve yatırım kararını bu yönde vermektedir (Hasbi, 2012: 10).

Yatırım kararını verecek her aktörün önündeki en önemli sorun, yatırım ortamı hakkında asimetrik bilgi sorunudur. Yatırım ortamının siyasi ve ekonomik riskleri yatırımcı tarafından bilinmediğinden ve bu bilgilere ulaşmasının maliyetli oluşundan dolayı kredi derecelendirme kuruluşları tarafından ilgili piyasaya verilen notları dikkate almaktadır (Akçayır, 2013: 9).

Sermaye hareketliliğinin yoğunlaştığı günümüz ekonomilerinde yaşanan risk, hareketlilik ve belirsizlik yatırımcı için yatırım kararını vermede en önemli etkidir. Çünkü yatırımcı risk alarak yatırım yapmakta olup getirisinin olmamasını ve geri ödeyememe gibi durumlarla karşılaşmak istememektedir (Karaçılık, 2019: 17).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının rolü yatırımcının öngörebileceği risklerden daha önemli ve önleyici etkisidir. Bu durum yatırımcı için birçok avantajı getirmektedir. Piyasa hakkında geniş bir bilgiye sahip olan bir yatırımcı derecelendirmenin, firmanın kendi başına takip edebileceği yatırım risklerinden çok daha fazlası hakkında belirsizliği önleyici etkisi vardır. Bu da doğal olarak beraberinde birçok avantajı getirir. Bunlardan birincisi ve de en önemlisi olarak derecelendirme; firmanın kredi kararları için düşük maliyetli bir tamamlayıcı oluşudur. Geniş piyasa bilgisine sahip yatırımcılar dahi; çeşitli sektör, ülke ve farklı yatırım araçlarının gelecekteki durumları hakkında bilgi sahibi değildir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının ülke, sektör ve menkul kıymetlerin olası risklerini yatırımcıya sunarak yatırımcıya maliyet, zaman ve farklı bir yatırım ortamını değerlendirmesini sağlarlar. Bu kuruluşların küresel olarak hazırladıkları raporlar neticesinde yatırım yapacak olan aktörlere yol gösterici olmaktadır (Küçükkoçaoğlu, 2008: 11).

Yatırımcı, yatırım yapmak istediği hedef ülke, piyasa ve menkul değerlere ilişkin yeterli bilgi sahibi olmayan ve bilgilere ulaşmada yeteneği olmadığından bu

bilgileri belirli analiz metodolojileri çerçevesinde hazırlayan şirketlerden görüş alır (Kedikli, 2015: 7). KDK'ler yatırım yapacak olan aktörlere yatırım ortamları hakkında belirli analizleri sunar. Bu bağlamda kredi derecelendirmesi yatırımcıya geniş yatırım olanakları sağlar. Birçok borç enstrümanı hakkında karşılaştırılabilir riskleri sunarak kalite farklılıklarını sunarlar (Kaymaz, 2012: 35).

Dünya genelinde kredi değerliliği hizmetlerinde yaşanan artış ve bilgiye bu araçlar vasıtasıyla ulaşabilme imkânlarının artmasıyla beraber ülkelerdeki kayıt dışılık ve yolsuzluk gibi durumlarda azalmaların yaşandığı ve bu yönüyle de ülke içi piyasalarında daha etkin bir disiplin sağlanmasıyla bu aracı kuruluşlara olan güven ve ihtiyaç artmıştır. Küçük ölçekli kuruluşlar kredi değerliliğini portföy seçmede kendileri için bir aracı olarak görürken, büyük ölçekli kuruluşlar ise bir kontrol aracı olarak kullanılmaktadırlar (turcomoney.com, 2019). Kredi derecelendirme kuruluşlarının vermiş olduğu puanlar yatırımcıya güvenilir, hızlı ve karşılaştırılabilir bilgiler sunar. (Yığiter, 2019: 232-233).

1.5.2. Kredi Derecelendirmesinin Sermaye Piyasaları Açısından Önemi

Piyasaların doğru ve güvenilir bilgilerle aydınlatılabilmesi ilkelerini baz alan derecelendirme faaliyeti piyasada işlem yapacak olanlara katkı sağlamaktadır. Yatırım kararını verecek olanların şirketler hakkında detaylı bilgiye ulaşması zordur. Bu yönüyle de derecelendirme, piyasaların genişleyip büyümesi, farklı yatırım alternatiflerine ulaşabilmesi için önemli bir yer tutmaktadır (Halıcı, 2005: 39-40).

Kredi derecelendirmesi menkul kıymetlerin alım-satımında referans kaynağı oluşturmaktadır. Kıymetli değerlerin risklerinde standardizasyon sağlayarak olası dalgalanmaların önüne geçip denge sağlarlar. Büyük miktarda yatırım yapacak olanları piyasaya çekerek piyasaların genişlemesini sağlarlar. Uluslararası sermayeyi ülkeye çekmede teşvik olurlar. Piyasaların entegrasyonunda önemli rolleri vardır (Şirvan, 2004: 9).

1.5.3. Kredi Derecelendirme Finans Piyasaları Açısından Önemi

Kredi derecelendirmesi, finans piyasası için daha uygun piyasalardan fon temin edebilmelerini kolaylaştırarak daha uygun maliyetle mali kaynak sağlanmasına imkân sağlar. Finans kuruluşlarının mevduatında tasarruf sağlayarak finans sistemi içerisindeki mali yapının güçlenmesi ve risklerin minimize edilmesini sağlarlar (Kab, 2015: 16). Risk durumuna göre yatırımcının tercih yapmasının alternatifi arttırır. Uluslararası piyasalardaki ilişkiyi güçlendirir ve dış kaynakların kullanımındaki maliyetlerde tasarruf elde edilmesini sağlar. Varlığa dayalı menkul kıymet ihraçlarında risklerin belirlenmesinde önemli rol oynar (Şirvan, 2004: 7).

1.5.4. Kredi Derecelendirme Şirketler Açısından Önemi

Kredi derecelendirmesi fon ihraç etmek isteyen aktörlerin alması gereken değerlerdir. Çünkü kredi değerliliğine sahip olmayan bir menkul kıymete yeteri derecede talep olmayacaktır. Fon ihraç edenin kredi değerliliğinin olmaması fonunun pazarlanabilmesini ve fiyatını olumsuz anlamda etkilemektedir. Dolayısıyla kıymetli değerleri ihraç edecek olan şirket için kredi değerliliğini almış olması büyük bir önem arz etmektedir. Kredi değerliliği yalnız özel fonlu kurumların değil aynı zamanda kamuya önemli faydaları vardır. Kredi değerliliği alacak olan şirket, bu değerliliği kullanıcılara bildirirken belirli bir amaçla yapmaktadır. Şirket derecelendirmesi şirketlerin durumları hakkında faydalı ve etkin bilgiler sunmaktadır. Şirketin yönetim ve denetiminde, verimliliğin uzun dönemde artmasında önemli katkıları vardır. Kredi derecelendirmesinin bağımsız ve objektif olması, olası yatırımcıların işletmenin finansal riskini ve gelecekteki durumuyla ilgili tahmin etmesini kolaylaştıracaktır (Halıcı, 2005: 42-43). Teknolojinin yaygınlaşmasıyla beraber bilginin büyük kitlelerce kullanılması ve yatırım ortamının önceden belirlenmesi yatırımcıların sınır tanımadan istediği coğrafyaya yatırım yapabilme olanağı sağlamıştır. Küçük ölçekli yatırımcıların bile küresel bilgi ağındaki gelişmelere paralel olarak tahvil piyasalarında işlem yapmalarının önündeki engel kredi değerliliğine sahip olmalarıyla kalkmıştır. Derecelendirmelerin piyasalara güven vermesi yatırım olanaklarının çeşitlenmesine ve daha büyük

coğrafyalara yayılmasına olanak sağlamıştır. Bu yönüyle kredi değeri alması olan ve bu değeri yüksek olan şirketlerin menkul değerlerine yatırımlar artacaktır. Aynı zamanda yüksek bir nota sahip şirketin borç maliyetleri ve faiz ödemelerin de düşüşler olacaktır. Derecelendirme notlarını alan ve kredi derecelendirme kuruluşları tarafından hazırlanan raporlarda şirketlerin zayıf yönlerinin belirlenmesi şirketin idari kalitesinin artırmasını da teşvik etmektedir (Suadiye, 2006: 8). Kredi derecelendirmesi şirket yönetiminin daha stratejik karar almalarının önünü açar. Uluslararası piyasada pek tanınmayan şirketlerin borçlanmalarına olanak tanır. Şirketlerin mali ve idari yapıları hakkında yatırımcılara detaylı bilgiler sağlar (Şirvan, 2004: 8).

1.6. KREDİ DERECELENDİRME SÜRECİ

Kredi derecelendirme süreci başvuru anından kredi değerliliğinin sonuçlanmasına kadar devam eder. Kredi derecelendirme sürecinin başlanmasına karar verilmesiyle derecelendirme için bir kadro oluşturulur. Bu kadro genelde bir analist, yardımcı analist ve yardımcı personellerden oluşur. Bu kadro derecelendirmeyi yapacağı endüstri hakkında teknik bilgilere ulaşarak endüstrinin mali, ekonomik ve idari özelliklerinin analizini yaparak kapsamlı raporlar hazırlarlar. Bu çalışmaların yapıldığı andaki ihracçının mevcut durumu gözetlenir ve böylelikle gerçeğe yakın biçimde incelemeler yapılır. İhracçının geçmiş beş yıldaki finansal göstergeleri ve ihracçının gelecek dönemde planlamış olduğu projelerini analiz ederler. İhracçının muhasebe sistemi detaylı araştırılır, gerçeğe ne kadar uyulduğu detaylı bir şekilde analiz edilir. Yapılan bu çalışmalarda ihracçının finans yapısı, sektördeki mali durumu ve politik şartları gibi çeşitli faktörlerle incelenir. Eğer daha önce aynı ihracçı değerlendirilmişse derecelendirme kuruluşunun önceki raporunda sunduğu eylem planlarına ne derece uyulduğuna da bakılır (Halıcı, 2005: 88-89).

1.7. KREDİ DERECELENDİRME SÜRECİNDE KULLANILAN ÖLÇÜTLER

Kredi derecelendirme kuruluşu tarafından kredi değerlendirmesi yapılırken birçok parametre kullanılır. Temelde KDK'ler ilgili ülke ya da kurumun ekonomik ve siyasi risklerini analiz etmektedirler. Bu risk unsurların kredi notu verilirken bileşen

ağırlıkları farklılık göstermektedir. Kredi derecelendirmesi faaliyeti, yönetici ve analistlerden oluşan komitelerce yürütülmektedir. Tarafsız bir not vermek için ilgili devlet ya da şirkete ait bilgileri elde eden analist ekip tarafından bir taslak hazırlanır. Elde edilen bu bilgiler kamuya açık olan ve olmayan bilgilerden oluşmaktadır. Elde edilen bilgilerle hazırlanan raporlar kredi derecelendirme komitesinin sunulur. Komite tarafından oylandıktan sonra kredi notu açıklanır. Rapor komitenin oyuna sunulduktan sonra, kredi notu verilir (Balıkçioğlu, 2013: 38).

1.8. ÜLKE KREDİ NOTU

Bretton Woods'un 1971'de işlevsiz hale gelmesi, ülkelerdeki para arz artışına neden olmuş ve piyasaların likidite yönünden sıkıntı yaşamamalarını sağlamıştır. Gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinin büyümesini sağlayacak olan dış finansmana ulaşması ekonomilerde istikrar ortamını sağlanmasında önemli bir etken olmuştur. Para bolluğunda yaşanan artışlar, özel ve kamuya ait tahvillere yatırım yapacak olan yatırımcılarının olası riskleri bilmeleri ihtiyacını ortaya çıkarmıştır. Bu yüzden de ülkelerin siyasi, ekonomik ve mali göstergelerin gelecekteki durumlarını yatırımcı bilmek istemektedir. Yatırımcıların, yatırım yapacakları ülkelerdeki yatırım ortamlarını etkileyecek olası riskleri ve geriye ödenmeme durumlarını öğrenebilmesi için ülkelerin kredi değerliliğe sahip olma gerekliliğini artırmıştır. Kredi notuna sahip olan ve kredi notunun yatırım yapılabilir seviyesi üzerindeki ülkelere yatırımcı uygun koşullarda ve uzun vadeli fon transferleri gerçekleştirmiştir. Ancak ekonomik ve siyasi risklerin bulunduğu ülkelere fon transferi maliyetli ve daha kısa vadeli olabilmektedir. (Haspolat, 2015: 36-37).

Ülkenin talebi üzerine, bir kredi derece kuruluşu, kendisine bir derecelendirme vermek için ekonomik ve siyasi ortamını değerlendirir. İyi bir kredi notu elde etmek, genellikle uluslararası tahvil piyasalarında finansmana erişmek isteyen ülkemiz gibi gelişmekte olan ülkeler için son derece önemli ve gereklidir. Yatırımcılar, belirli bir ülkenin tahvillerinin riskliliğini değerlendirmenin bir yolu olarak devlet kredi notlarını kullanır. Dış borç piyasalarında tahvil ihraç etmenin yanı sıra, ülkelerin kredi notu almaları için diğer bir ortak motivasyon doğrudan yabancı yatırımı çekmektir. Birçok

ülke, yatırımcı güvenini teşvik etmek için en büyük ve en önde gelen kredi derecelendirme kuruluşlarından derecelendirme almak ister (investopedia.com, 2020).

Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından yapılan ülke kredi derecelendirmelerinde baz alınan faktörler genel olarak ülkelerin ekonomik ve politik yapılarıdır. Ekonomik ve siyasi yapılar belirlenirken araştırma raporları ve ekonomilerin göstergelerle ayırımına gidilmektedir. Siyasi riskte, risklerin oranlarını belirleyebilmek için hem kantitatif model hem de kalitatif model değerlendirilerek analizler yapılır. Aynı zamanda karşılaştırmalı ülke riskleri göstergeleri kullanılarak ülkelerin yapı farklılıklarının daha net anlaşılmasını ve alternatif yatırım ortamlarının netleşmesine imkân sağlar (Kaymaz, 2012: 21).

Ülkelere verilen ülke kredi notları, genel olarak ilgili ülkenin kredi itibarını analiz etmektedir. Ülke kredi notu ölçümlerinde kamu ve özel yatırımların hacmi, finans piyasalarının şeffaflığı ve ülkenin döviz kaynakları gibi birçok faktör dikkate alınır. Aynı zamanda ülkenin siyasi geçişlerinde ekonomik olarak koruyabileceği istikrarın seviyesini de ölçmektedirler. Uluslararası yatırımcılar ev sahibi ülkedeki yatırım ortamının atmosferini değerlendirerek yatırımlarına karar verirler. Ülke kredi notu yatırımcılara bu yönüyle yol göstermiş olmaktadır (investopedia.com, 2019).

1.8.1. Ülke Kredi Notu Belirleyicileri

Ülke kredi değerliliği hesaplanırken genel olarak kullanılan göstergeler benzerdir. Bu göstergeler; Gayri safi milli hasıla (GSMH) göstergelerindeki ekonomik büyüme endeksleri, GSMH'deki yatırım payı, ülke ekonomisindeki bütçe açıklarının GSMH'deki pay ve trendi, istihdam oranı, ihracattaki artış ve ihracattaki mal sepetlerinin ağırlığı genel kabul gören göstergelerdendir. Aynı zamanda ülkenin yabancı sermayeli kaynaklardan elde ettiği borç miktarının ihracat ve ithalat içindeki payları, borç anaparasının ve faizinin ülke içindeki değerlere göre oranı gibi göstergeler de ülkenin finans krizi riskinin ölçülmesinde kullanılır (Tutar, vd., 2011: 3-4).

1.9. ÜLKE RİSKİ

Ülke kredi derecelendirmesinde, analist ekipler birçok göstergiyi dikkate alarak analiz yapar. Daha önceden derecelendirme yapılırken bir kişinin karakter, girişimcilik ve sermaye gibi faktörler ön planda tutulur ve genellikle de kişilerin karakterine önem verilirdi. Ancak küresel ekonominin büyük boyutlara ulaşması ve karmaşık sistemlerin varlığı kredi değerliliğinin belirlenmesinde birçok faktörün daha analize edilmesi ihtiyacını doğurmuştur. Ülke riski ölçümleri, fon ihraç edecek ülkenin risk faktörleri, borçlarını geri ödeme kapasitesi ve borç karşılığında üstlendiği risk düzeylerini tahmin edebilmek için yapılmaktadır. Ülkenin olası siyasi risk ortamı, ekonomik yapısı, sosyal politikası, bütçedeki gelir-gider dengeleri, sermaye piyasasının şeffaf ve hesap verilebilir olması, geçmişte üstlendiği borçları geri ödeyebilme performansları gibi ülkeye ait birçok gösterge üzerinden analiz yapılır. Analistlerin karşısındaki en önemli sorun ülkelerin ülke grupları arasında aynı standartlarda hazırlanan verilere ulaşamamasıdır. Ülkeler arasında karşılaştırma için farklı standartların varlığı analizin güvenilir olmasını güçleştirmektedir. Ülke riski ölçümünde birçok faktör kullanılmasına rağmen faktörlerin seviyeleri farklıdır. Bu farklılık derecelendirme kuruluşunun gözlemi, zaman ve ülkenin yapısı gibi birçok faktöre göre farklılaşmaktadır (Kaymaz, 2012: 20). Kredi derecelendirme kuruluşlarının aldığı kararlar, sermayenin akış yönünü etkileyen en önemli faktördür. Ülke riski ülkenin yaşayabileceği olası risklerin küresel sermaye akışına yansımasıdır (Küçükkocaoğlu, 2008: 16-17).

1.9.1. Politik Risk

International Country Risk Guide (ICRG), büyük tahmin değeri ve alanındaki en yetkili olarak küresel dünyada 140 ülkeye siyasi, ekonomik ve finansal risk derecelendirmeleri ve tahminleri sunar. Aylık olarak siyasi, ekonomik ve mali verileri toplar. ICRG siyasi riskin değerlemesini içeren ticari uyuşmazlıklarda mahkemelerce kabul edilen risk bileşenleri metodolojisini kullanmaktadır. Siyasi riski belirlemelerde kullanılan ölçütler şunlardır:

- Siyasi kurumlarının etkinliği
- Kurumların veri süreçlerinin şeffaflığı

- Hükümetin ödeme gücü
- Stratejik riskleri (<https://www.prsgroup.com/explore-our-products/political-risk-services/>).

1.9.2. Ekonomik Risk

En genel anlamıyla kredi derecelendirme kuruluşları tarafından analiz edilen ülke, şirket veya bir kişinin ekonomik performansının yükümlülüğünü ne ölçüde yerine getirebileceğini ifade eden ekonomik risk Tablo 1’de ölçütleri ile açıklanmıştır.

Tablo 1: Ekonomik Risk Belirleme Ölçütleri

Kişi Başına Milli Gelir	Ülkedeki vergi tabanının yüksekliği, borçların çevirebilme kabiliyetini artırır. Bu faktör aynı zamanda politik riskin ölçülmesinde kullanılır.
Gayri safi yurt içi hasıla (GSYİH)	Ekonomik büyümesinde dalgalanmaların olmadığı ve ideal bir büyüme oranına sahip ülkelerin borç çevirebilme oranı yüksektir.
Enflasyon	Enflasyonun yüksek seyrettiği ülkelerde yapısal sorunların yaşanması kaçınılmazdır. Yerel para cinsinden borç yükümlülüklerini para basarak karşılayan ülkede enflasyon ciddi oranlarda artar. Yüksek seyreden enflasyon oranları ise ekonomik istikrarsızlığa yol açabilmektedir.
Mali Denge	Cari harcamaların, bütçe açıklarının ve borçların vergi veya tasarruflarla ödenip ödenmediğine bakılır.
Dış Borç	Yüksek borçlu ülkelerin temerrüde düşme riski daha fazladır. Döviz borç yükü ihracatından fazla olan ülkelerin borç ödeme kabiliyeti düşüktür.
Dış Denge	Yabancıardan elde edilen fonlar cari açığın yüksek boyutlara gelebilmesinin nedenlerindendir etkilidir. Devam eden cari açıklar zamanla sürdürülemez olacağından borçların artmasına neden olacaktır.
Ekonomik Gelişme	Ekonomik gelir ve gelişme düzeylerinde ilerleyen ülkelerin risk oranı düşüktür.
Temerrüt Geçmişi	Diğer faktörlerin sabit tutulup ülkelerin temerrüt geçmişine bakıldığında, borcunu zamanında ve tam olarak ödememiş olan ülkelerin risk oranlarının yüksek olduğu algılanmaktadır.

Kaynak: (Cantor ve Packer, 1996: 39-40).

1996’da yayımlanan Cantor ve Packer’in çalışmasında ekonomik risk sekiz alt başlıkta incelenmiştir. Tablo 1 incelendiğinde kişi başına milli gelirin aynı zamanda politik riskin belirlenmesinde de kullanıldığını, enflasyon ve dış dengede istikrarsızlığın ekonomik istikrarsızlığı daha da arttırdığını görmekteyiz. GSYİH ve ekonomik gelişmede dalgalanmanın fazla olmadığı ve belli bir istikrarla büyüyen ülkenin ekonomik riskinin az olacağını, temerrüt geçmişiyle de borçlunun geçmiş performansına bakılarak gelecekteki yükümlülüğü hakkında tahmin yürütmektedir.

1.9.3. Finansal Risk

Finansal risk ülkenin harcama plan ve uygulamasındaki etkinliğinin değerlendirilmesidir. Ülkelerin resmi ve ticari olarak faaliyetlerini ve borçlarını ödeyebilme gücünün ölçülmesinde değerlendirilir. Finansal risk ölçümünde ülkenin GSMH içindeki toplam dış borç oranı, toplam ihracatındaki dış borç servisi, toplam ithalatındaki cari hesap oranı, ithalatındaki net uluslararası likiditeler ve döviz kurundaki yüzdelik değişimler genel olarak değerlendirilen ölçütlerdir (Kırankabeş, 2006: 18). Genel olarak değerlendirildiğinde finansal risk ülkelerin mali açıkları ve borç yükünü ne ölçüde sürdürebileceğinin değerlendirilmesidir.

1.10. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI VE ÖZELLİKLERİ

Kredi derecelendirme kuruluşu, derecelendirme talebi olan ülkenin sermaye piyasası kurulu tarafından yetkilendirilen kuruluşlardır. Ülkemizde SPK (Sermaye Piyasası Kurulu), AB’de ESMA (European Securities and Markets Authority) ve ABD’de ise SEC (Securities and Exchange Commission) kuruluşları kredi derecelendirme yetkisi veren kuruluşlardır (Akçayır ve Yıldız, 2014: 4).

1.10.1. Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Özellikleri

Kredi değerliliği analizini öncelikle uluslararası para piyasalarında fonlara ihtiyaç duyanlar talep eder. Çünkü fonlarını talep eden kuruluş kredi değerliğini baz alarak borcun koşul ve faizini belirlemektedir. Ulus ötesi piyasadan fon bulmaya çalışan mudiler kredi değerliliklerini yüksek tutmaya çalışırlar. Fon ihraççısının sadece ekonomik değil sosyoekonomik ve siyasi yapıları da birbiriyle uyum içinde olmalıdır. Bu bağlamda kredi derecelendirme kuruluşları küresel sermayenin düzenleyici araçları arasında yer almaktadır (Birdişi, 2012: 449-450).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının temel özellikleri;

-Hükümetlerin, belediyelerin, kamu kurum ve kuruluşlarının kredi değerliliğini ölçer.

-Borcun geri ödenmeme riskini belirler.

-Ülke, piyasa ya da kıymetli değerlere yatırım yapılıp yapılamayacağını belli notlar ve raporlarla sunar.

-Bankacılık ve finans sektörünün mali yapılarının gücünü ve istikrarlılığını belirler.

-Dönemsel olarak derecelendirme yapar.

-Derecelendirme faaliyeti sonucunu kamuoyuna bildirir.

-Kredi derecelendirme kuruluşlarından elde edinilen notlar uluslararası piyasalarda kabul görmektedir (Kab, 2015: 18).

1.10.2. Uluslararası Piyasaya Hâkim Kredi Derecelendirme Kuruluşları

Avrupa Menkul kıymetler ve Piyasalar Kurumu (ESMA) tarafından yayınlanan raporda Standard and Poor's, Moody's ve Fitch'in kredi derecelendirme piyasasında hâkim üç büyük kuruluş olduğu anlaşılmaktadır. Kredi derecelendirme piyasasının %92,1'ini bu üç şirket oluşturmaktadır. Standard and Poor's %42.9 piyasa hakimiyetiyle küresel piyasalardaki derecelendirme faaliyetlerinin neredeyse yarısına sahiptir. Moody's %33.39 ikinci Fitch ise %16.62 üçüncü sırada piyasa hakimiyetine sahiptir. Geri kalan %7.9 ise 23 kredi derecelendirme kuruluşu tarafından paylaşılmaktadır. DBRS Ratings dışında kalan diğer derecelendirme kuruluşlarının piyasa payı ise %1'in altındadır. Büyük bir paya sahip olan üç derecelendirme kuruluşunun uluslararası piyasalarca kabul gördüğü, ülkeler ve yatırımlar üzerinde ciddi bir rol oynadığı bilinmektedir.

Tablo 2: Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Piyasa Payları

Kredi Derecelendirme Kuruluşu	Piyasa payı (%)
S&P	42.09
Moody's	33.39
Fitch	16.62
DBRS	2.46
The Economist Intelligence Unit	0.87
AM Best Europe Rating Services	0.82
CERVED Rating Agency	0.81
CreditReform Rating	0.55
Scope Ratings	0.49
GBB-Rating/ Axesor Rating	0.21
Euler Hermes Rating /CRIF Ratings	0.21

Assekurata	0.20
CRIF Ratings/ ICAP	0.19
Axesor Rating/ Euler Hermes Rating	0.18
ICAP/ ARC Ratings	0.15
Capital Intelligence Ratings/ ModeFinance	0.13
ModeFinance/ Capital Intelligence Ratings	0.12
ARC Ratings/ QIVALIO SAAS	0.08
Spread Research/Kroll Bond Rating Agency Europe	0.03
Dagong Europe Credit Rating/ DG International Rating	0.02
BCRA Credit Rating Agency	0.02
INC Rating	0.01
EuroRating	0.01
Nordic Credit Rating AS	0.01
Rating-Agentur Expert RA GmbH	<0.01

Kaynak: (esma.europe.eu, 2019)

Kredi derecelendirme kuruluşları derecelendirmelerini uzun ve kısa vadeli olarak yayımlarlar. Derecelendirmeleri belirli kategorilere dayanır. Uzun vadeli derecelendirmelerini harflendirerek, kredi riski hakkında görüşlerini sunarlar. Uzun vadeli kredi değerlilikleri A, B, C, D harfleri ile başlar. Bu harflerin yanındaki +/- işaretleri geleceğe ilişkin beklentileri yansıtır. S&P ve Fitch' ten farklı olarak Moody's notlandırmaların yanına 1,2,3, sayılarını eklemektedir. A ile notlandırılan derecelendirme, ödeme gücünün çok iyi düzeyde olduğunu gösterir. B ile notlandırılan derecelendirme, mevcutta tanımlanan bir risk olmamasına karşın, gelecekte bir sorun ile karşılaşılabilirliğini ifade etmektedir. C ile notlandırılan derecelendirme belirli bir ödeme dengesi bozukluğu olduğu anlamına gelmektedir. D notlandırılan derecelendirme ise istikrarın olmadığı, risk taşıyan kurum ve kuruluşlar için kullanılmaktadır (Erin, 2017: 4).

1.10.3. Standart and Poor's Kredi Derecelendirme Kuruluşu

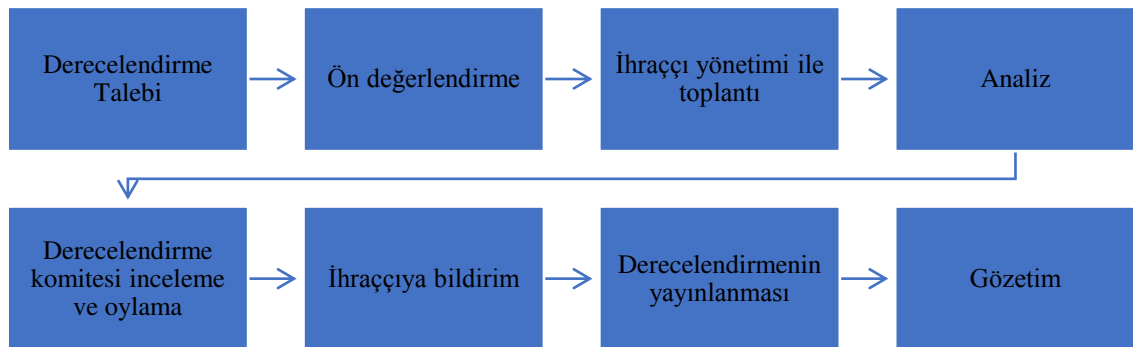
S&P'nin kuruluşu Henry Varnum Poor'un 1860 yılında yayınladığı "Amerika Birleşik Devletleri'nde Demiryolları ve Kanalları Tarihi" adlı esere kadar dayanır. 1868 yılında Poor ve oğlu Henry Poor ile beraber demiryolu şirketlerinin finansal istatistiklerini sağlanması amacıyla HV ve HW Poor Co'yu kurarak kısa süre içinde Wall Street'in en önemli şirketlerinden biri oldu. 1906'da Luther Lee Blake şirketlere finansal bilgi sağlamak için Standart İstatistik Bürosu'nu kurdu. Poor demiryolu şirketlerinin finansal verilerinin kılavuzlarını oluştururken, Blake de finans haberleri

için bilgi kartları oluşturmuştur. 1919 yılında Poor's Publishing olarak ismi değişti. Poor's Publishing ve Standard Statistics, 1920'li yıllarda şirketlerin borç karşılayabilme gücünü gösteren derecelendirmeleri yayınladı. Poor's Publishing şirketlerin tahvillerini derecelendirirken Standard Statistics belediyelerin tahvil derecelendirmelerini yapmıştır. İki kuruluşun yolları 1941'de birleşti ve Standard and Poor's Corporation'ı kurdular. İkinci dünya savaşından sonra S&P daha detaylı ve gerçek zamanlı bir analiz yapmak için bilgisayar otomasyonundan yararlanmaya başladı. 1957 yılında bilgisayar otomasyonları sayesinde 500 şirketin endeksini analiz edebildiler. McGraw-Hill Şirketleri 1966 yılında S&P'u satın alarak derecelendirme faaliyetlerini genişletmeye karar verdi. 1974 yılında ihraççılardan derecelendirme hizmeti için ücret almaya başladı. 1976 yılında ise S&P Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu Tarafından ulusal olarak tanınan istatistik derecelendirme kuruluşu olarak tanındı. S&P 1980'li yıllarda Londra ve Tokyo'da şubelerini açarak ulus ötesi faaliyetler göstermeye başlamıştır. Günümüzde S&P üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun en büyüğü olarak faaliyet göstermektedir (spratings.com, 2010). S&P 2019 yılı itibariyle Çin tahvil piyasasına giren ilk kredi derecelendirme kuruluşu olmuştur (<https://www.spglobal.com/en/who-we-are/our-history>).

1.10.3.1. Standart and Poor's Derecelendirme Süreci

Şekil 1'de S&P'nin kredi değerlendirme süreci gösterilmiştir. Kredi değerliliği derecelendirme talebinin alınmasıyla başlar. İlgili başvuran talebinin alınmasıyla ön değerlendirme yapılır ve daha sonra başvuru sahibiyle toplantı yapılır. Başvuranla toplantı sonrasında analist ekibin analizi ile beraber komite derecelendirmeyi inceler ve oylamaya geçilir. Oylama sonunda kredi değerliliği başvurana bildirildikten sonra kamuya açıklanır.

Şekil 1: S&P Kredi Derecelendirme Süreci



Kaynak: (<https://www.spglobal.com/ratings/en/about/intro-to-credit-ratings>)

1.10.3.2. Standart and Poor's Ülke Notu Kredi Notu Sistemi

Aşağıdaki tabloda S&P'nin ülke kredi notasyonlarının açıklaması ve yatırım seviyesi sunulmuştur.

Tablo 3: S&P Kredi Derecelendirme Notasyonları

Uzun Dönem Notları	Not Açıklaması	Yatırım Seviyesi
AAA	En Yüksek Derece	Yatırım yapılabilir
AA+	Yüksek geri ödeme gücü	
AA		
AA-		
A+		
A	Ortanın üzerine, sağlam ve güvenilir ancak ekonomik koşullardan etkilenebilir	
A-		
BBB+		
BBB	Uzun vadeli riskli, en düşük yatırım derecesi	Yatırım eşiği
BBB-		
BB+		
BB	Spekülatif özellikte, belirsizlikler taşır	Spekülatif seviye
BB-		
B+		
B	Yatırım niteliğine sahip değil, borçlanma şartlarına uymama riski var	
B-		
CCC+		
CCC	Kısa dönemli bile riskli	
CCC-		
CC		
CC	Geri ödeme imkânsız	
C	En yüksek risk, iflas eşiğinde	
D	Geri ödeyememe, iflas kesin, yükümlülüklerini karşılayamaz durumda	
		Çöp seviye

Kaynak: (<https://www.spglobal.com/ratings/en/about/intro-to-credit-ratings>)

Tablo 3'te en yüksek kredi notu olan AAA yatırım yapılabilir en üst seviye notu, D olarak harflendirilen kredi notu ise çöp seviye olarak tabir edilen iflas durumunu belirtmektedir. Harflerin yanındaki +/- işaretleri verilen kredi notlarının muhtemel yükseltilmesi/düşürülmesi anlamına gelmektedir.

1.10.3.3. Standart and Poor's Kredi Notu Derecelendirme Kriterleri

S&P analizlerini beş ana temel faktörün değerlendirilmesiyle elde eder. Tablo 6'da bu faktörlerin: politik, ekonomik, harici, mali ve parasal skordardan oluştuğu gösterilmiştir. Politik skorda bir ülkenin kurum ve politikaların etkinliği, ekonomik büyümeyi desteklemedeki rolü, mali ve siyasi şoklara karşı dayanıklılığı incelenir. Aynı zamanda verilerin şeffaflığı ve güvenilirliği, jeopolitik riskler de ülkenin politik skorunu etkilemektedir. Ekonomik skorda genel olarak gelir seviyesi, büyüme perspektifi ve ekonomik çeşitliliği ve volatitesi gibi faktörler incelenerek değerlendirme yapılmaktadır. Harici skorda ise genel olarak ülke para biriminin uluslararası gücü, ülkenin döviz rezervi ve ekonomi ile ülke vatandaşlarının borçlarının dünyadaki konumu dikkate alınır. Mali skorda, ülkenin uzun vadede mali eğilimleri, borçların yapısı, fonlara erişebilme gücü ve imkânı ve borçlardan doğan riskleri değerlendirilmektedir. Parasal skor ise Merkez Bankalarının ekonomik sorunlardaki kabiliyeti ve ülke piyasaların sistemi ile sermaye piyasaların derinliği gibi faktörler dikkate alınmaktadır. Bu faktörler 1-6 arasında skor alır, 1 en yüksek 6 en zayıf skordur. Bu skorlar daha sonra belirli kriterler doğrultusunda birleştirilerek ilgili ülkenin dış borç yükümlülüklerine karşı performansını gösterir. (Dimitrijevic, 2012: 3-5)

Tablo 4: S&P Kredi Derecelendirme Kriterleri

Politik Skor	Politika oluşturma ve siyasi kurumların etkinliği ve öngörülebilirliği -Yetkili makamların siyasi, ekonomik ve mali krizleri yönetme becerisi ve krizden çıkma başarıları -Yetkili makamların mali zorluklarının çözülmesi ve reformlarının uygulanmasındaki yetenekleri -Yetkili makamların uzun vadede sürdürülebilir kamu maliyesini sağlayabilme ve mali dengesizlikleri gidermedeki becerisi -Yetkili makamların genel politika çerçevesindeki öngörülebilirliği
---------------------	--

	Kurumların, verilerin ve süreçlerin şeffaflığı ve hesap verebilirliği -Kurumlar arasında kontrol ve denge mekanizmasının varlığı -Ülkedeki yolsuzluğun fazla oluşu ülke kredi notunu olumsuz etkileyecektir. -Kurumların hesap verebilirliği -Sözleşmelerin tarafsız uygulanması ve hukukun üstünlüğüne saygı (özellikle mülkiyet hakları alanında) Alacaklıların ve yatırımcıların çıkarlarına saygı gösterilmesi hukuki açıdan yatırımcıya güven ortamı sağlamaktadır. - Bilginin şeffaflığı ve güvenilirliği için istatistik ofislerinin ve medyanın bağımsızlığı ülkeye olan güveni arttırmaktadır.
	Bir hükümetin borç ödeme kültürü -Diğer hükümetlere ve devlete ait kuruluşlara olan borcun gecikmesi ülkeye olan güvenin azalmasına ve kredi notunu olumsuz yönde etkileyecektir. - Ticari borçtaki son temerrüitten bu yana önemli bir politika değişikliğinin olmaması kredi notunun düşmesine yol açacaktır.
	İç ve dış güvenlik riskleri - Savaş ihtimali, komşu ülkelerle gerilimin yükselmesi ülkenin politik istikrarını, mali disiplini olumsuz yönde etkileyeceğinden ve belirsizliğin oluşu kredi notunu etkileyecektir. - İç riskler, ırksal veya ekonomik hatlar boyunca iç bölünmelerden, artan suçlardan ve siyasi faaliyetlerden kaynaklanan riskleri içerir.
Ekonomik Skor	Gelir seviyeleri -S&P, gelir düzeylerinin en önemli ölçütü olarak kişi başına GSYİH'ye odaklanmaktadır. -Ekonomik puanı belirlemek için, kişi başına en son GSYİH'yi baz almaktadır.
	Ekonomik büyüme beklentileri S&P, söz konusu ülkenin sürdürülebilir bir büyüme oranına sahip olmasını ve bunun gelecekte istikrarlı olmasının ülke kredi notuna etki eden ekonomik faktörlerden biri olduğunu belirtir.
	Ekonomik çeşitlilik ve oynaklık S&P'ye göre derin ekonomik döngüler ekonomik politika esnekliğini daha sert bir şekilde test etme ve hükümetin bilançosunu bozma eğilimindedir.
Harici skor	Ülkenin finansman ihtiyacı, ticaret açığının oluşu ve borç seviyesinin yüksek olmasından kaynaklanmaktadır. Çok fazla dış finansmana ihtiyacı ülke için bu durum risk oluşturmakta ve kredi notu olumsuz yönde etkilenmektedir.
Mali Skor	Uluslararası yatırım pozisyonu
	Ödemeler dengesi trendi
	Para birimi veya para birliği üyeleri için özel hususlar
Parasal Skor	-Para politikasını, ülke içindeki ekonomik becerisi, özellikle para arzı ve yurtiçi likidite koşullarının kontrolü; -Para politikasının reel ekonomiye aktarım mekanizmalarının etkinliği -Yerel finansal sistemin ve sermaye piyasalarının derinliği ve çeşitliliği -Ülkenin para politikasının enflasyon eğilimleriyle ölçülen etkinliği.

Kaynak: (Dimitrijevic, 2010: 41)

1.10.4. Moody's Investor Service

Moody's 40'tan fazla ülkede 11.000'den fazla çalışanıyla yerel uzmanlık ve finans piyasalarında hizmet göstermektedir. Yatırımcıların daha geniş yatırım odağına ulaşmasında ve daha derin bir likidite fırsatıyla piyasaya açılıp karar verme süresini de optimize eden küresel sisteme entegre bir şirkettir (<https://ratings.moodys.io/>).

John Moody&Company piyasanın ihtiyaçlarına ilişkin değerlendirmesine dayanarak, 1900'da Moody's Endüstriyel ve Çeşitli Menkul Kıymetler El Kitabını yayınladı. Bu kitapta, finans ve devlet kurumlarının, imalat sanayinin, madencilik sektörünün, kamu hizmetleri ve gıda şirketlerinin hisse senetleri ve tahvilleri hakkında istatistik bilgilerini kapsayan detaylı analizler sağlamıştır. 1907'de ABD borsasının çöküşüyle Moody's de şirketini satmak zorunda kalmıştır. Ancak John Moody 1909'da finans piyasasına yeni fikirlerle dönmüştür. Şirketlerin mülkiyeti, kapitalizasyonu ve yönetim bilgilerin yanında yatırımcılara şirketlerin menkul değerlerini sunmaya başlamıştır. 1909'da Moody's, Demiryolu Yatırımları Analizlerini yazmıştır. Bu kitapta demiryolların operasyonlarını, yönetimini ve finansmanını analitik ilkelerle değerlendirmiştir. 1913'de analiz edilen şirket tabanını genişletmiştir. Moody Amerika demiryollarının hisse senetlerini ve tahvillerini analiz ederek kamu piyasasında menkul kıymetlerini detaylı olarak derecelendiren ilk kişi olmuştur. 1914'te Moody's Investors Service kurularak derecelendirme faaliyet alanını ABD'nin eyaletleri ve belediyeler tarafından ihraç edilen tahvilleri de içerecek biçimde genişletmiştir. Çok hızlı bir şekilde büyüyen ve faaliyetini genişleten Moody's 1924'teki derecelendirmeleri tahvil piyasasının tamamını kapsıyordu (<https://www.moodys.com/Pages/atc001.aspx>).

Moody's, yerel derecelendirme kuruluşlarıyla beraber tahvil piyasalarında büyümesini sürdürmektedir. Moody's kredi değerliliğini belirlerken niceliksel yöntemlerle beraber niteliksel yöntemleri de kullanmaktadır. Niteliksel yöntemlere ağırlık vermesinin nedeni, niceliksel yöntemlerin bir kredi derecelendirmesinde eksik kalmasındandır. Çünkü niceliksel yöntemler değişkenliği fazla olduğundan sağlıklı ve güvenilir sonuçlar elde edilemeyecektir (Şener, 2017: 19).

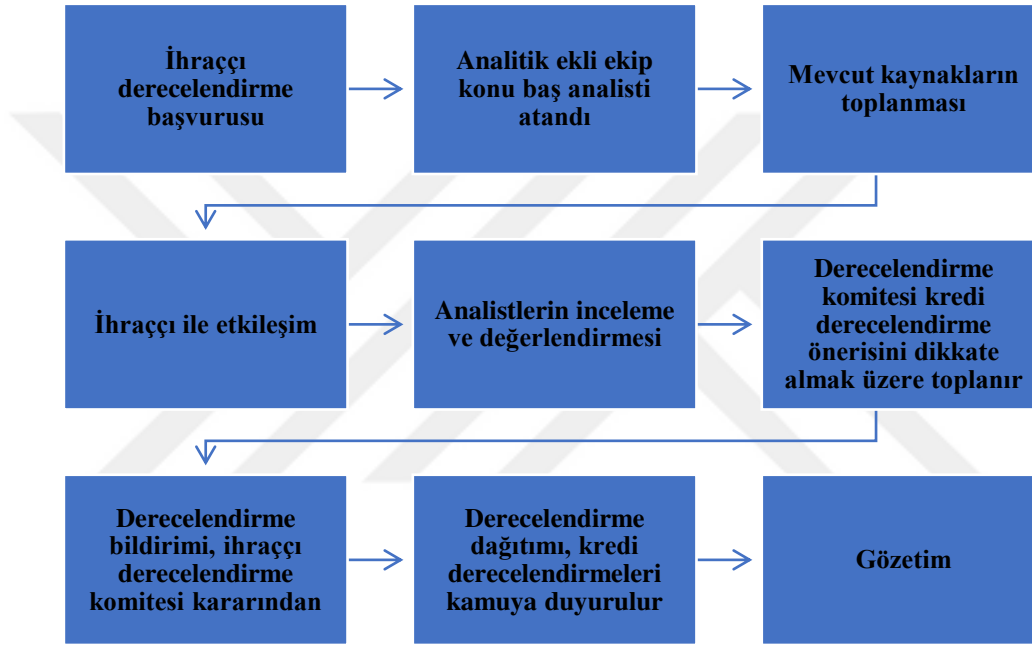
Dun&Bradstreet Moody's'i 1962 yılında satın alarak bünyesine katmıştır. 2000'de ise Dun&Bradstreet'e yarı bağlı bir şirket haline gelmiştir. Üç büyük kredi

derecelendirme kuruluğu arasında hisselerini (%86) halka açmış tek kuruluştur. 2019 yılında borsada yaklaşık 31 milyar dolar piyasa değeriine ulaşmıştır (Kaya, 2018: 3).

1.10.4.1. Moody's Kredi Notu Derecelendirme Süreci

Moody's 'in kredi derecelendirme süreci aşağıdaki grafikte sunulmuştur.

Şekil 2: Moody's Kredi Derecelendirme Süreci



Kaynak: (<https://www.moody's.com/sites/products/AboutMoody'sRatingsAttachments>)

Şekil 2'de Moody's 'in kredi derecelendirme sürecinin aşamaları gösterilmiştir. Kredi derecelendirme faaliyeti, kredi derecelendirme kuruluşuna başvurulduğu anda başlamaktadır. Başvurunun ardından analist ekibinin atanmasıyla, başvuran ilgili hakkında mevcut bilgiler toplanır ve başvuranla tekrardan iletişime geçilir. Sonraki aşamada analistlerin gerekli bilgileri incelemesiyle kredi derecelendirme metodolojisine uygun olarak değerlendirilir. Komite tarafından değerlendirilen derecelendirme başvurusu bildirildikten sonra kamuya ilan edilir. Kredi notunun kamuya ilanından sonra ilgili başvuranın gözetimi yapılır.

1.10.4.2.Moody's Ülke Kredi Notu Sembolleri

Tablo 3'te Moody's 'in ülke kredi notasyonları gösterilmiştir. Moody's kredi notasyonuna göre benzerleri içinde en yüksek kredibiliteye sahip ülkeler grubunu Aaa.n ile göstermektedir. Aaa.n notasyonundaki "n" ifadesi ülke notunu (sovereign rating) ifade eder. Aa.n grubu notasyona sahip ülkeler ise güçlü kredibiliteye sahiptirler. Ortalamanın üstünde kredibiliteye sahip ülkeler için A.n kredi notu verilmektedir. Baa.n, ortalama, Ba.n ortalamanın altı ve B.n ise zayıf kredibiliteye sahip ülkeler için verilen notları gösterir. Caa.n çok zayıf kredibiliteye sahip ülkeleri ifade ederken, Ca.n aşırı zayıf kredibilite, C.n ise en zayıf kredibiliteyi ifade eder. D ise temerrüdü belirtir. Her not arasında 1, 2 ve 3 rakamlarıyla ifade edilmiş ara notlar mevcuttur. 1 rakamı ilgili grup arasında en yüksek dereceyi belirtirken, 3 en düşük dereceyi belirtir. Örneğin Aaa1 yüksek kaliteli kredibiliteye sahip ülkeler grubu arasında en yüksek kredibiliteye sahip ülkeleri gösterir. Aaa3 ise yüksek kaliteli kredibiliteye sahip ülkeler arasında en düşük kredibiliteye sahip ülkeleri gösterir (moodys.com 2020).

Tablo 5: Moody's Kredi Notasyonları

Uzun Dönem Notları	Not Açıklaması	Yatırım Seviyesi
Aaa	En Yüksek Derece	Yatırım yapılabilir
Aa1	Yüksek geri ödeme gücü	
Aa2		
Aa3		
A1	Ortanın üzerine, sağlam ve güvenilir ancak ekonomik koşullardan etkilenebilir.	
A2		
A3		
Baa1	Uzun vadeli riskli, en düşük yatırım derecesi	
Baa2		
Baa3		
		<i>Yatırım eşiği</i>
Ba1	Spekülatif, belirsizlikler taşır	Spekülatif seviye
Ba2		
Ba3		
B1	Yatırım niteliğine sahip değil	
B2		
B3		
Caa1	Kısa dönemde de riskli, geri ödeme olmayabilir	
Caa2		
Caa3		
Ca	Tamamen spekülatif, iflasa yakın	
C	En düşük kalite	
D	Geri ödeme imkânsız, yükümlülüklerini karşılayamaz durumda	Çöp seviye

Kaynak: (<https://www.moodys.com/sites/products/AboutMoodysRatingsAttachments>)

1.10.4.3. Moody's Kredi Notu Derecelendirme Kriterleri

Tablo 6'da Moody's'in derecelendirme sürecinde uygulamış olduğu kriterleri dört başlık altında sunulmuştur.

Tablo 6: Moody's Kredi Derecelendirme Kriterleri

Ekonomik güç	Büyüme dinamikleri	Uzun dönemde ekonomik büyümesi düşük olan ülkeler borç geri ödemelerinde zorlanmaktadır. Ekonomik büyüme dinamiğini ölçmek amacıyla geçmiş ve orta vadeli büyüme oranı, geçmiş reel büyüme oranı dengesizliği ve ekonominin rekabetçiliğine bakılır.
	Milli Gelir	Milli geliri yüksek olan ülkelerin borç ödeme kapasiteleri yüksektir.
	Ekonominin Büyüklüğü	Ülke ekonomisinin kriz ve durgunluk dönemlerindeki dayanıklılığı ekonomik olarak geliştiğinin, büyüdüğünü göstergesidir.
Kurumsal güç	Kurumsal çerçeve ve etkinlik	Siyasi aktörlerin her türlü baskılardan bağımsız olması, bütçe disiplini sağlamış olması ülke ekonomisindeki hükümetin etkinliğini gösterir. Hukuk sistemindeki bağımsızlık ve güvenilirlik yatırımcı için uygun yatırım ortamı için güven duymasını sağlar. Aynı zamanda kamu otoritesinin özel amaçlı kullanılması, ekonominin belli çevrelerin baskısında olması riski artıracaktır.
	Politikaların kredibilitesi ve etkinliği	Fiyat istikrarı olan ve enflasyon oranı çok düşük ülkeler genellikle riski az olan ekonomilerdir. Fiyat istikrarı olmayan bir ülkede büyüme oranı çok sınırlı kalabilmekte ve aynı zamanda rekabet gücünde düşmektedir. Enflasyonun çok yüksek seyrettiği ülkelerde tasarruf oranı çok düşüktür. Merkez bankalarının müdahale gücü ülke riskini azaltan bir faktördür.
Mali güç	Borç yükü	Ülkelerin risk faktörünün esas durumu genel borç stokunun GSMH'ye oranıdır. Ülkenin toplam borçlarının GSYH'ye oranı ülkenin borçlarını geri ödeme yeterliliğini gösterir.
	Borçların sürdürülebilirliği	Borçların zamanında ve tam olarak ödenebilmesi için ülkenin gelir yaratma kapasitelerinin yüksek olması gerekir. Aynı zamanda Faiz ödemelerinin GSYH'ye oranının yüksek olduğu ülkelerde kamu maliyesi ciddi bir yük altına girmektedir.
Şoklara karşı dayanıklılık	Politik risk	Ülkeler iç veya dış nedenlerden dolayı huzursuzluk yaşayabilmektedir. Kamu hizmetlerinde yaşanan ekonomik ve sosyal problemler ülke içi baskı oluştururken, ülkelerin çevre veya bölge ülkelerdeki iç sorunları da ilgili ülkeleri etkilemektedir.
	Likidite Riski	Ülkelerin borç ödemede yaşadıkları fon bulma problemidir. Ülkelerin güçlü ve derin finansman varlığı ülkelere borç ödemelerinde büyük bir avantaj sağlamaktadır. Aynı zamanda bankacılık dayanıklı oluşu ve ülkenin finansman yapısı da likidite risk faktörünü etkilemektedir.
	Dış kırılganlık riskleri	Ülke, borç ödemelerinde ihtiyacı olan dövizle yeterince sahip olamamasında dolayı yükümlülüğünü yerine getiremeyebilir. Aynı zamanda ithalatı ihracattan yüksek olan ülkelerde yeterince döviz rezervinin olmaması veya sermaye çıkışı olan ülkelerin cari açık sorunu ve finansman açığı riskini etkileyecektir.

Kaynak: (Haspolat, 2015, s. 49-53)

Tablo 6’da Moody’s’ in kredi değeriiliğinin kriterleri kredi değeriiliği için başvuru sahibinin; ekonomik, kurumsal ve mali gücü ve şoklara karşı dayanıklılığı detaylı olarak değeriendirilmektedir.

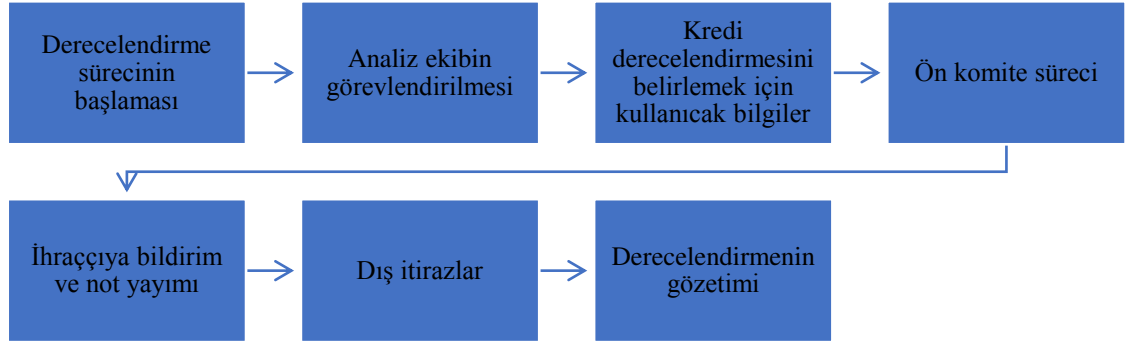
1.10.5. Fitch

Fitch Publishing Company, bir matbaacı olan 33 yaşındaki bir girişimci olan John Knowles Fitch tarafından 1913 yılında kuruldu. Fitch’in hedefi hisse senetleri ve tahvillerle ilgili finansal istatistikleri yayınlamaktı (moneycrashers.com, 2020). Fitch ilk olarak finansal istatistikler sağlayan "The Fitch Stock and Bond Manual" ve "The Fitch Bond Book" kitaplarını yayınlamıştır (Haspolat, 2015, s. 21). Fitch günümüzde kullanılan ve kredi derecelendirme kuruluşlarına ilham veren notasyonları (AAA’dan D’ye uzanan) 1923 yılında tanıttı ve geliştirmiştir. 1924’te Fitch, şirketlerin borçlanma araçlarını derecelendirmek için bir sistem kurarak hizmetlerini genişletti (moneycrashers.com, 2020). 1975’te ulusal olarak tanınan statüye sahip olmuştur (fitchratings, 2020). Fitch küresel piyasalarda etkinliğini artırmak adına Fransız şirketi Fimalac’ın yan kuruluşu olan IBCA ile 1998 yılında birleşti. Bu birleşmeyle hem ABD de hem de Avrupa da tanınmıştır. 2000’de Aynı şekilde Thomson BankWatch ve Duff & Phelps Credit Ratings’i de satın aldı. 2005’de Algorithmics(Risk Analitiği Yazılımı)’i satın alarak kurumsal risk yönetimi, veri hizmetleri ve finans endüstrisindeki hizmetlerini geliştirmeye başladı (investopedia.com, 2019)

1.10.5.1. Fitch Kredi Notu Derecelendirme Süreci

Şekil 3’te Fitch’in kredi derecelendirme süreci sunulmuştur. Fitch’in derecelendirmesi, ihraççının bilgileri ve şeffaflığına bağlı olarak genelde 4-8 hafta arasında sürmektedir.

Şekil 3: Fitch Kredi Derecelendirme Süreci



Kaynak: (<https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/sovereign-rating-criteria>)

1.10.5.2. Fitch Ülke Notu Kredi Notu Sembolleri

Tablo 7’de Fitch derecelendirme kuruluşunun derecelendirme skalası sunulmuştur. AAA en yüksek dereceli yatırım seviye notu, D ise iflas durumunu belirten nottur.

Tablo 7: Fitch Kredi Derecelendirme Notasyonları

Notlar	Not Açıklaması	Yatırım Seviyesi
AAA	En yüksek kalitede	Yatırım yapılabilir
AA+	Yüksek geri ödeme gücü	
AA		
AA-		
A+		
A	Ortanın üzerinde ancak ekonomik şartlardan etkilenebilir	
A-		
BBB+		
BBB	Uzun vadeli riskli, en düşük yatırım derecesi	
BBB-		
		<i>Yatırım eşiği</i>
BB+	Spekülatif, belirsizlikler taşır	Spekülatif seviye
BB		
BB-		
B+	Önemli derecede spekülatif, yatırım niteliğine sahip değil	
B		
B-		
CCC	Kısa dönemli bile riskli, en düşük kalite	
CC		
C		
DDD	İflas durumu, geriye ödeme imkânsız	Çöp seviye
DD		
D		

Kaynak: (<https://www.fitchratings.com/research/structured-finance/the-ratings-process>)

1.10.5.3. Fitch Kredi Notu Derecelendirme Kriterleri

Fitch'in derecelendirme kriterlerinin ana hatları: kredi başvurusunda bulunan ülke ya da şirketin yapısal özellikleri, makroekonomik performansı, maliyesi ve dış finansmanı olarak değerlendirilir.

Tablo 8: Fitch Kredi Derecelendirme Kriterleri

Yapısal Özellikler	Yönetim kalitesi	Hükümet etkinliği Hukuk kuralı Yolsuzluğun kontrolü Ses ve hesap verebilirlik İş çevresi
	Ekonominin zenginliği ve esnekliği	Kişi başına GSYİH Şoklara dayanıklılık Finansal sistemin derinliği Tasarruf oranı ve açıklık
	Siyasi istikrar ve kapasite	Siyasi istikrar ve kapasite Rejimin meşruiyeti Çatışma / savaş riski Borç ödeme kaydı Ekonomi politikasına yönelik risk
	Finansal sektör riskleri	Düzenleyici ve denetleyici sistemlerin kalitesi Makro finansal istikrarsızlık riski Koşullu sorumluluk riski Bankacılık Sektörü Göstergesi (BSI) ve Makro-İhtiyati Gösterge
Makroekonomik Performans, Politikalar ve Beklentiler	Politika çerçevesi	Tutarlılık ve güvenilirlik Şoklara karşı sağlamlık ve direnç
	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) büyümesi	Seviye Oynaklık ve sürdürülebilirlik
	Enflasyon	Seviye ve kararlılık Dolarizasyon/endeksleme
	Gerçek efektif döviz kuru	Politika çerçevesi ile tutarlılık Sabit / sabit rejimlerin savunmasızlığı
		Brüt genel devlet borcu / GSYİH Borç toleransı

Kamu Maliyesi	Devlet borcu	Vade, faiz oranı ve döviz karışımı Finansman esnekliği ve pazar erişimi Mali varlıklar Koşullu yükümlülükler
	Mali denge	Genel hükümet dengesi / GSYİH Bütçe esnekliği / katılığı Gelir tabanı genişliği
	Borç dinamikleri	Kamu borcunun sürdürülebilirliği Faiz dışı denge, GSYİH büyümesi ve faiz maliyetleri tahminlerine dayalı senaryo analizi
	Maliye politikası	Mali kuralların ve çerçevenin tutarlılığı, ihtiyatlılığı ve şeffaflığı
Dış Finansman	Ödemeler dengesi	Cari hesap bakiyesi Emtia veya sektör bağımlılığı Sermaye akışlarının yapısı ve oynaklığı Dış borç servisi
	Dış bilanço	Dış borcun sürdürülebilirliği Dış varlık ve borç stoku Net yabancı varlık pozisyonu Brüt dış borç yerine nete odaklanın Vade ve para birimi yapısı Resmi sektör ve piyasa borcu
	Dış likidite	Uluslararası likidite oranı Yerleşik olmayanların kredi açma ve iç varlık satın alma istekliliği Rezerv döviz esnekliği

Kaynak: (<https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/sovereign-rating-criteria-27-03-2020>)

Fitch'in derecelendirme kriterleri yukarıdaki tabloda detaylı olarak sunulmuştur. Tablo 8 incelendiğinde Fitch'in kredi değerliliğinde dört ana kriterle derecelendirme faaliyetini yürüttüğünü ve çoğunlukla ekonomik kriterlerin baz alındığını görülmektedir.

1.11. TÜRKİYE’DE KREDİ DERECELENDİRMESİ

Türkiye’de altyapı projelerinin finansmanında, kamunun iç ve dış piyasalardan uygun koşullar altında borçlanması ve birçok kamu düzenini kapsayan alanlarda kredi derecelendirmesi önem kazanmaktadır. Finansmana ulaşma noktasında vade, faiz oranı, kullanılacak fon miktarı ve fon kaynağı gibi birçok konuda derecelendirme gerekliliği ortaya çıkmaktadır (Erkan ve Demircioğlu, 2010: 109). Türkiye’nin kredi değerliliğindeki gerileme 1994 yılından itibaren hızlanmaya başlamış ancak dış borcunu çevirebilmesiyle de dış kaynak bulmada sorun yaşamamıştır. Ancak ilerleyen yıllardaki ekonominin genel yapısında yaşanan olumsuzluklar ve yüksek seyreden enflasyon sorunlara çözüm üretilmemesinden dolayı borçlanma araçları niteliksiz olarak değerlendirilmiştir (Eğilmez, 1997: 82).

1.11.1. Türkiye’de Faaliyette Bulunan Kredi Derecelendirme Kuruluşları

Sermaye Piyasası Kurulu Türkiye’de kredi derecelendirme kuruluşlarının kuruluş ve faaliyetlerine yetki veren kuruluştur. Tablo 9’da SPK tarafından yayımlanan tebliğde Türkiye’de faaliyet gösteren kredi derecelendirme kuruluşları gösterilmiştir. S&P, Moody’s ve Fitch küresel ekonomide kredi derecelendirme faaliyetlerinin %90’ından fazlasını yürütmektedir. Ülkemizde de son yıllarda kredi derecelendirme faaliyetlerinde ciddi girişimler yaşanmıştır. JCR’nin %85’inin alınmasıyla milli kredi derecelendirme kuruluşunun ilk adımı oluşturmuştur. Ancak JCR’nin ülke kredi notu verme yetkisinin olmaması Türkiye’ye ülke kredi notu vermesinin önündeki engel olarak karşımıza çıkmaktadır.

Tablo 9: Türkiye’de Faaliyet Gösteren KDK’lar

Standard And Poor’s Credit Market Services Europe Ltd
Moody’s Investor Service Inc.
Fitch Ratings Ltd.
Jcr Avrasya Derecelendirme Anonim Şirketi
Drc Derecelendirme Hizmetleri Anonim Şirketi

Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme Ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri Anonim Şirketi
National Investor Services Derecelendirme Anonim Şirketi
Saha Kurumsal Yönetim Ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri Anonim Şirketi
İstanbul Uluslararası Derecelendirme Hizmetleri Anonim Şirketi

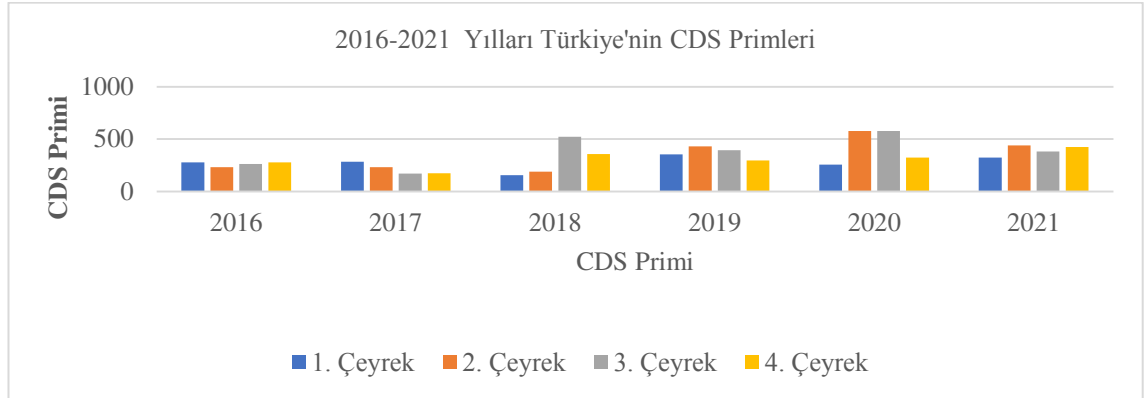
Kaynak: (<https://www.spk.gov.tr/SiteApps/EVeri/Detay/derkur>)

1.12. KREDİ DERECELENDİRMESİNİN ALTERNATİFİ CDS PRİMİ

Ülkeler açısından kredibilitiyi ölçmek için başvuru alan bir başka kriter de cds primidir. Cds, Credit Default Swap sözcüklerin baş harfidir. CDS (Credit Default Swap) primi bir kişi ya da kuruluşu, kredi sahibini karşılaşılabileceği alacağın ödenmemesi riskini belirli bir bedel karşılığında üstlenmeyi kabul etmesinin karşılığıdır. Bu çerçevede düşünüldüğünde kredi sigortası gibi çalışır. Bir ülkenin ya da şirketin CDS primi ne kadar yüksekse borçlanma maliyeti de o kadar yüksek demektir. CDS, kredi derecelendirmesine göre daha güncel ve çok daha objektiftir (Eğilmez, 2020: 261-62).

Aşağıdaki grafikte Türkiye'nin 2016-2021 yıllarındaki CDS primleri gösterilmiştir.

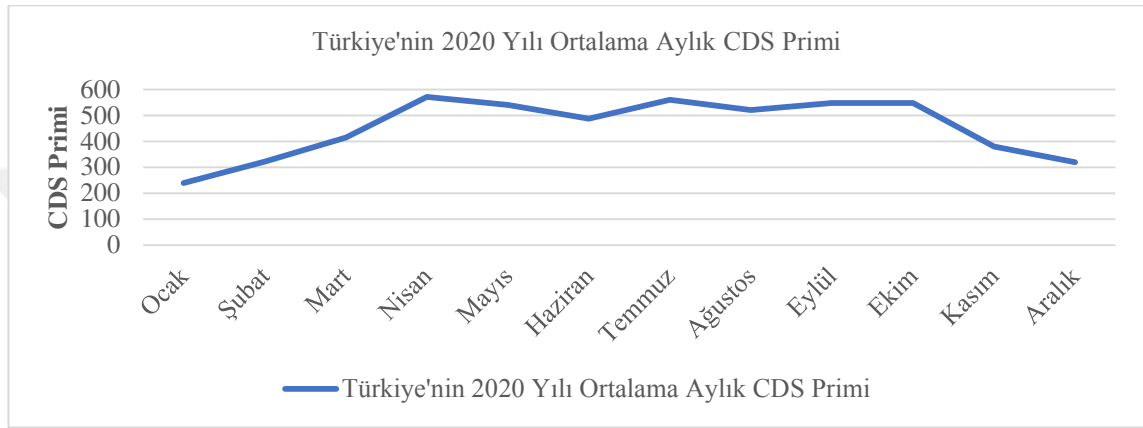
Şekil 4: Türkiye'nin CDS Primleri



Kaynak: <https://www.indyrturk.com/node/417701/ekonomi%CC%87/cdsler-432-puanla-d%C3%BCnyada-4-s%C4%B1raya-y%C3%BCkseldi-t%C3%BCrkiyenin-risk-primi-nijeryay%C4%B1>

Şekil 4 incelendiğinde Türkiye'nin CDS priminin 2018 yılı itibariyle 300 puanın üstünde olduğu görülmektedir. Dalgali bir seyir izleyen ve CDS priminin 300'ün üzerinde olduğu ekonomimizin dış kaynak bulmada riskli bir ülke olduğu anlaşılmaktadır. Türkiye Eylül-2021 döneminde Arjantin, Tunus ve Ekvador'dan sonra dünyada en riskli dördüncü ülke konumuna gelmiştir. (indyturk.com, 2021)

Şekil 5: Türkiye'nin 2020 Yılı Ortalama CDS Primleri



Kaynak: (<https://tr.investing.com/rates-bonds/turkey-cds-5-year-usd>)

Şekil 5'te Türkiye'nin 2020 yılı içerisindeki aylık ortalama CDS primi gösterilmiştir. Türkiye'nin CDS priminin inişli çıkışlı bir seyir izlediği görülmektedir. 2020 yılında ortalama Türkiye'nin CDS primi 454 olmuştur. CDS priminin 300'ün üzerinde olduğu ekonomilerin kırılgan olduğu kabul edildiğinden Türkiye'nin de bu kategoride olduğunu görmekteyiz. Kredi değerliliği yılda iki kez ölçülürken CDS primi anlık olarak ölçülmektedir. Bu bağlamda kredi değerliliğine oranla daha objektif ve güncel olmaktadır. Kredi değerliliği kıyasla daha doğru tahminler sağladığından ve piyasada anlık oluştuğu için CDS priminin ülke veya şirket risklerinin belirlenmesinde daha doğru bir etken olduğu düşünülmektedir (Eğilmez, 2020: 262)

1.13. KARŞILAŞTIRMALI ÜLKE DERECELENDİRME İNDEKSİ

Basu vd. tarafından geliştirilen “Comparative Rating Index For Sovereigns”(CRIS) derecelendirme skalasında Moody’s ’in kredi notlandırması temel olarak indeksini oluşturmuştur. Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksi (KÜDİ) oluşturulurken AAA’dan C’ye kadar derecelendirme notları 1’den 20’ye kadar puanlama yapılırken, sonra oluşturulan derecelendirme indeksinde pozitif, durağan ve negatif görünüm de puanlama sistemine eklenerek 1’den 60’a kadar derecelendirme sistemi geliştirilmiştir. Oluşturulan sisteme S&P ve Fitch’in de dahil edilmesiyle üç büyük kuruluşun derecelendirme sistemine karşılık gelen puanlar 1’den 60’a kadar olan puan sistemine endekslenmiş, ancak 60 puan sisteminin daha anlaşılabilir olması için puan sistemi 100 puan sistemine çevrilmiştir. Tablo 13’te üç derecelendirme kuruluşlarının sayısal puanlarının 60 ve 100’lük sisteme göre karşılığı gösterilmiştir.

Tablo 10: Karşılaştırmalı Ülke İndeksine Esas Teşkil Eden Puanlama Sistemi

Moody’s	S&P/Fitch	Sayısal Skor	Görünüm	Küdi Puanı	(Küdi Puanı*1,66)+0,4
Aaa	AAA	20	P	-	
			S	60	100
			N	59	98,34
Aa1	AA+	19	P	58	96,68
			S	57	95,02
			N	56	93,36
Aa2	AA	18	P	55	91,7
			S	54	90,04
			N	53	88,38
Aa3	AA-	17	P	52	86,72
			S	51	85,06
			N	50	83,4
A1	A+	16	P	49	81,74
			S	48	80,08
			N	47	78,42
A2	A	15	P	46	76,76
			S	45	75,1
			N	44	73,44
A3	A-	14	P	43	71,78
			S	42	70,12
			N	41	68,46
Baa1	BBB+	13	P	40	66,8
			S	39	65,14
			N	38	63,48
Baa2	BBB	12	P	37	61,82
			S	36	60,16
			N	35	58,5

Baa3	BBB-	11	P	34	56,84
			S	33	55,18
			N	32	53,52
Ba1	BB+	10	P	31	51,86
			S	30	50,2
			N	29	48,54
Ba2	BB	9	P	28	46,88
			S	27	45,22
			N	26	43,56
Ba3	BB-	8	P	25	41,9
			S	24	40,24
			N	23	38,58
B1	B+	7	P	22	36,92
			S	21	35,26
			N	20	33,6
B2	B	6	P	19	31,94
			S	18	30,28
			N	17	28,62
B3	B-	5	P	16	26,96
			S	15	25,3
			N	14	23,64
Caa1	CCC+	4	P	13	21,98
			S	12	20,32
			N	11	18,66
Caa2	CCC	3	P	10	17
			S	9	15,34
			N	8	13,68
Caa3	CCC-	2	P	7	12,02
			S	6	10,36
			N	5	8,7
Ca	CC	1	P	4	7,04
			S	3	5,38
			N	2	3,72
C	C	0		1	2,06

Kaynak: (Akçayır ve Yıldız, 2014: 8)

İKİNCİ BÖLÜM

DOĞRUDAN YABANCI SERMAYE

Bir ülkenin öncelikli hedefleri milli gelirin ve ekonomik büyümenin artırılması, katma değeri yüksek ürünlerin üretilmesi ve teknoloji gelişiminde ilerlemenin sağlanmasıdır. Bu gelişmelerin sağlanması yatırımlarla mümkün olmaktadır. Ekonomik ve sosyal refahını yükseltmek isteyen ancak yeteri miktarda yatırım gücü olmayan ülkeler doğrudan yatırımları ülkelerine çekmek istemektedirler (Yücel, 2019: 1478).

2.1. ULUSLARARASI DOĞRUDAN YATIRIM KAVRAMI

Doğrudan yabancı sermaye yatırımı genel olarak şöyle tanımlanabilir: Bir ülkeye kendi sınırları dışındaki ulus ötesi yatırımcılar tarafından fabrika kurarak, şube açarak, taşınmaz elde ederek ya da hali hazırda bir firmayı tamamen ya da bir kısmını alıp faaliyete geçtikleri yatırımlardır. Dolaylı ve doğrudan yatırımlar arasında temelde üç fark vardır.

- Doğrudan yatırım uzun vadelidir, dolaylı yatırım ise kısa vadelidir.
- Doğrudan yatırımlarda, yatırımcısının yönetme izni varken dolaylı yatırımlarda yatırımcısına yönetime karışmasını izin verilmez.
- Doğrudan yatırımcı karını artırabilmek için teknoloji transferi ya da üretim yöntemlerinde farklılığa gidebilir. Dolaylı yatırımlarda ise yönetimde söz sahibi olmamasından dolayı bu tür farklı uygulama yapamaz (Eğilmez, 2018: 60).

Küreselleşmeye beraber sermayenin, mal ve hizmetlerin serbest dolaşımı konusundaki politikaların etkisiyle sermaye yetersizliği olan ülkeler bu açıklarını uluslararası yabancı sermaye elde ederek sağlayabilmişlerdir. Ülkeye yabancı sermayenin gelişi rekabet ortamını ve sürecini çok yönlü etkiler. Yabancı sermayenin ülkeye gelmesiyle, az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin sermaye darboğazını aşmasına imkân tanıyarak, daha rekabetçi piyasanın oluşmasına zemin hazırlar. Büyük bir sermaye ve ileri teknolojik donanımın gerektiği alanlarda ulus ötesi yatırımcının gelmesiyle söz konusu alanlarda yatırımlar gerçekleşmekte ve ülkenin uluslararası piyasalara açılarak rekabet gücü elde etmesini kolaylaştırır. Yabancı sermaye girişleriyle beraber, ülkedeki ayrıcalıklı kamu yardımlarında sınırlandırıcı etkiler ortaya

çıkartır. Yabancı sermayenin ülkeye girişini hızlandırmak ve artırmak için yerli sermayeni lehine olan bazı düzenlemeler kaldırılmıştır. Dünya üzerindeki sermaye potansiyelinden payını artırmak isteyen ülkelerde deregülasyon süreçleri ve özelleştirme faaliyetleri hızlanmıştır. Bu faaliyetler daha rekabetçi piyasaların oluşması için olumlu etkiler ortaya çıkarmıştır. Yabancı sermaye girişleriyle beraber verimlilik ve refah düzeylerindeki hızla artışla beraber piyasaların derinleşmesini sağlamıştır. Yabancı sermayenin rekabetçi piyasaların işlerlik kazanmadığı ülkelere ilgisi sınırlı kalmıştır. Gelişmekte olan bazı ülkelerdeki rekabetçiliğin işlerlik kazanmasıyla, sermaye sahiplerinin bu ülkelere olan ilgisini artırmıştır (Türkkan, 2009: 186-189).

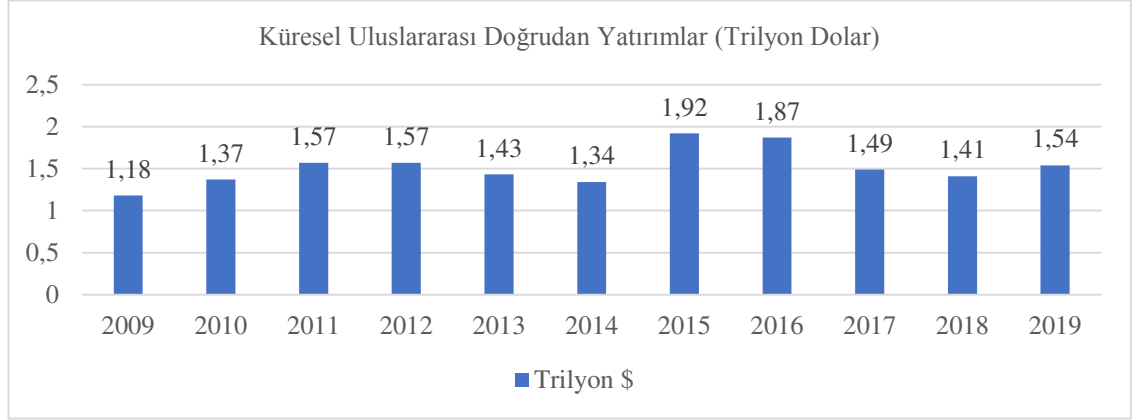
Doğrudan yabancı yatırımların, diğer sermaye akışlarına kıyasla ülkenin ekonomik göstergeleri üzerinde daha olumlu etkileri vardır. Ekonomik krizlerde ev sahibi ülkenin kendi yatırımcısı yabancı kaynaklı yatırımcıya göre daha çabuk ülkeyi terk edebilmektedir. Bir ülkeye doğrudan yatırım yapmak o ülkenin tahviline yatırım yapmaya göre daha riskli ve maliyetli bir girişimdir. Bu yüzden doğrudan yatırımlar sermaye hareketlerine göre daha istikrarlı ve uzun vadeli olmaktadır. Doğrudan yatırımların altyapı, doğal kaynak ve beşeri sermaye gibi krizlerden derin bir şekilde etkilenmemesi bu yatırımların istikrarlılığını sürekli kılabilme özelliği tanımıştır. Portfolyo yatırımları ise kriz ortamında ülkeyi kolayca terk edebilmektedir (Punam vd., 1996). Gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkelerdeki en büyük sorun yetersiz tasarruf oranlarıdır. Doğrudan yatırımlar bu ülkeler için uzun dönemli bir finansmandır. Gelişmekte olan ülkeler doğrudan yabancı yatırımları ülkesine çekebilmek için diğer ülkelerle rekabet halindedirler. Bu ülkeler bazı endüstrilere girişte serbestleşme, vergilerde yatırımcıya avantaj sağlama gibi düzenlemelerle yatırımcıyı teşvik etmeye yönelirler (Arslan, 2019: 478).

2.3. ULUSLARARASI SERMAYENİN KÜRESELLEŞME SÜRECİ

Uluslararası ticarete ve ekonomilerdeki liberalleşme hareketleriyle beraber ülkeler ve piyasalar arası serbest dolaşım artarak dünya ticareti büyük boyutlara ulaşmıştır. Şirketler ve sektörler arasındaki iletişimin artmasıyla, ulus ötesi yatırım miktarları artmıştır. Sınırların ortadan kalkmasıyla firmalar daha ucuz, kaliteli ürünleri ve hizmetleri sunmak için rekabete girmişlerdir. Gelişmiş ülkelerdeki yatırımcı şirketler

de işgücünün ucuz ve bol olduğu, hammaddeye ulaşma maliyetinin az olduğu yeni pazarlara açılmak için sermayelerini ve teknolojilerini bu pazarlara kaydırmışlardır (Bağcı, 2009: 125). 1980'den sonra küreselleşmeyle beraber doğrudan yabancı yatırımlar gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin ilgisini çekmiştir. Küreselleşmeyle beraber sermaye ve yatırımların fazla olduğu ülkelere, sermaye gücü düşük ve yatırıma ihtiyacı olan ve aynı zamanda karlılığın da fazla olduğu ülkelere doğru akış yaşanmıştır. 1970 yılındaki toplam doğrudan yabancı yatırım akımı, 1980'de 54,1 milyar dolara, 1990'da 208 milyar dolara, 2000'de 1,4 trilyon dolar, 2008'de 1,8 trilyon dolar, 2013'te 1,5 trilyon dolara yükselmiştir. 2012 yılında kadar gelişmiş ülkeler gelişmekte olan ülkelere daha fazla doğrudan yatırım çekmişlerdir. 2012'den sonra ise gelişmekte olan ülkeler gelişmiş ülkelere daha fazla yatırımı çekmiştir. GOÜ'ler 1980'de toplam DYY'nin %14'ünü ülkelere çekmişken 2013 yılında bu oran %53,6'ya yükselmiştir (Durgan, 2016: 36-37). Küresel ekonomideki üretimin iç içe geçtiği günümüz dünyasında doğrudan yatırımlar işgücünün bol ve ucuz olduğu küresel sisteme entegre olmuş ülkelere kaymaktadır. Yapısal sorunlar ve sermayenin giderek azalan veriminden dolayı gelişmiş ülkeler yatırımlarını Çin, Hindistan ve yükselen ekonomilere yöneltmektedirler. (Durgan, 2016: 39). Küreselleşmenin ekonomik olarak en büyük katkısı uluslararası fon kaynaklarının serbest dolaşımıdır. Küreselleşmeyle beraber sermaye dünya geneline yayılarak, tüm çevrelerde büyümeyi körükledi (Eğilmez, 2018, s. 160). Teknolojideki gelişmelerle beraber, uluslararası sermaye piyasaları teknik olarak birbirine bağlanmış ve globalleşmiştir. Bu gelişmeyle beraber küresel piyasalarda spekülasyon hareketlerinde büyük oranda artış yaşanmış ve böylelikle olağanüstü ölçülerde sermaye sahiplerinin ortaya çıkışına zemin hazırlamıştır. Birbirine entegre olan piyasa aktörleri değişimlere anında reaksiyon göstermekte, döviz kurlarındaki ve faizlerdeki değişimlerden getiri edebilmek için piyasalar arasında anlık hareket edebilmektedir. Bu yönüyle kaynakların reel üretimde değerlendirilmesini seçeneğini daraltmaktadır (Balı ve Büyükşalvarcı, 2011: 9).

Şekil 6: Küresel Uluslararası Doğrudan Yatırımlar



Kaynak: (yased.org.tr 2020)

Şekil 6’da uluslararası doğrudan yatırımların 2009 yılından itibaren yükseldiği görülmektedir. 2009 yılında 1,18 trilyon dolar olan küresel uluslararası doğrudan yatırımlarda 2013 yılına kadar artış yaşanmıştır. 2012 yılında 1,57 trilyon dolar olan DYY’ler 2014 yılında %26 düşüşle 1,34 trilyon dolar seviyelerinde gerçekleşmiştir. 2015 yılında ise küresel sermaye yatırımları %44 artışla 1,92 trilyon dolara yükselmiştir. 2015 yılında zirve noktasına ulaşan uluslararası sermaye yatırımları 2015’ten sonra düşüşe geçmiştir. ABD ve Çin gibi ülkeler arasında yaşanan ticaret savaşı, risklerin artması, bölgesel ve yerel savaş risklerin artmasıyla yabancı sermaye yatırımları 2019 yılında 2015 yılına göre yaklaşık %20 azalarak 1,54 trilyon dolar olarak gerçekleşmiştir.

2.4. ULUSLARARASI DOĞRUDAN SERMAYE YATIRIMLARININ FAYDALARI

DYY’ler birçok yönüyle ev sahibi ülkelere katkı sağlamaktadır. Doğrudan yatırımlarla teknolojik aktarımı, istihdama olumlu katkısı, ödemeler dengesi üzerinde pozitif etkiyi artırması gibi birçok konuda ekonomik verimlilik sağlanır. Uluslararası sermayenin üretim faktörlerini ülkeye yönlendirmesi, farklı pazarlama yöntemleri, AR-GE kapasiteleri gibi yatırımın yapıldığı ülkede eksik olan faktörler üzerinde rol oynayarak ülke ekonomisinin büyümesine pozitif katkı sağlar. Bu yatırımlarla beraber yeni tip şirketlerin kurulması, girişimciliği artırmasıyla ekonomik hayatın yeniden

düzenlenmesine katkı sağlar. Ev sahibi şirketlerin sonra yapacakları yatırımların daha kısa sürede gerçekleşmesine fırsat sunar (Durgan, 2016: 23).

Uluslararası sermaye yatırımları, ülkenin ödemeler dengesi üzerinde ve ülkenin ihtiyaç duyduğu fonlara erişebilmesiyle beraber, istihdamı artırması, teknolojik ürünleri getirmesi, ülkenin küresel dünyayla entegrasyonuna, alternatif pazar ortamlarının yaratılmasında ülkeye büyük katkı sağlamaktadır (Erten, 2009: 397).

Yabancı sermayeli yatırımcının yatırım yapacağı ülkedeki ilk görmek istediği faktörler siyasal, sosyal ve ekonomik olarak istikrarlı ve güvenli bir ortamın olmasıdır. İstikrar ve güven varlığı yatırım yapılan ülkedeki varlıklarının devamını etkiler (Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı, 2000: 19).

Uluslararası yabancı sermaye ev sahibi ülkedeki sermayeye ve üretimine dolaysız bir şekilde katkı sağlar. Az gelişmiş ülkelerin başlıca ve en temel özelliklerinin başında sermaye yetersizliği gelir. Uluslararası yabancı sermayenin az gelişmiş ülkelere gelmesiyle bu ülkelerin üretim kapasitesinin artmasıyla beraber söz konusu sermayenin elde ettiği karları yeniden bu ülkelerde kullanmasıyla az gelişmiş ülkeler birçok fayda elde eder. Dış yatırımcı sadece fon kaynaklarını değil aynı zamanda teknolojik ve işletmecilik altyapısını da yatırım yaptığı ülkeye transfer eder. Bununla beraber az gelişmiş ülkeler Ar-ge faaliyetlerinde ve personellerin eğitilmesinde yabancı sermayeden destek bekler. Uluslararası yatırımcının ülkeye getirmiş olduğu fonlar, uzun dönemde ithalatı ikame edici ve ihracatı artırıcı etkiler sağlar. Yatırımın yapıldığı ülke uluslararası yabancı sermayenin olanaklarından faydalanarak ihracat miktarını artırmaya çalışır. Yabancı sermayeyle beraber ülke ekonomisinde dinamizm yaşanır ve iç rekabet artar. Yeni iş olanaklarıyla işsizliğin çözümünde fayda sağlar. Ev sahibi ülkeler dolaysız yabancı sermayeden üretim kapasitesine katkı, teknoloji ve işletmecilik bilgisi getirme, döviz girişi sağlama, rekabet dolayısıyla ekonomiye dinamizm kazandırma, işsizliği önleme ve hazine için vergi kaynağı yaratma gibi yararlar beklerler (Seyidoğlu, 2003: 729-730)

2.5. ULUSLARARASI DOĞRUDAN SERMAYE YATIRIMLARININ ZARARLARI

Doğrudan yatırımcının ev sahibi ülkede elde ettiği karları transfer etmesi durumunda doğrudan yatırımlar kısa vadede döviz girişine uzun vadede ise döviz

çıkışına neden olarak ev sahibi ülkenin ödemeler dengesi üzerinde olumsuz etki ortaya çıkaracaktır. Aynı şekilde ihracat amaçlı olmayan, yerel şirketlere dönük yatırımlarda dövizin yurt içinde tutulmasına neden olduğundan ödemeler dengesini olumsuz yönde etkileyecektir (Aktan ve Vural, 2013: 47). Yabancı sermayenin kapasitesi yerli şirketlerin sahip olduğunun çok üzerinde olabilmektedir. Bu nedenle ev sahibi ülkedeki firmaların dışlanması riskini taşımaktadır. Bu firmaların yabancı sermaye karşısında korunması ve rekabete erişmesi durumunda dışlanma daha az hissedilecektir. Diğer bir dışlama da yabancı sermayeye tanınan ayrıcalıklı haklardır. Yabancı firmanın uluslararası boyutta tanınmışlığı yerli firmaya oranla fonlara ulaşmasında daha avantajlı olmaktadır (Durgan, 2016: 23-24). Az gelişmiş ülkelerdeki yabancı sermaye yatırımı, ekonomideki bütünlüğe zarar verebilir. Az gelişmiş ülkede devam eden geleneksel üretim, yabancı sermayenin teknolojik altyapısını ülkeye transfer etmesiyle ciddi oranda zarar görebilmektedir. Yabancı sermaye yapan şirketin devasa sermaye gücü, teknolojik gücü, yönetim altyapısını ülkeye transfer ederek ev sahibi ülkedeki küçük ölçekli şirketler üzerinde bir baskı unsuru olarak ciddi oranda haksız rekabete ulaşırlar. Büyük sermaye gücüyle mücadele etme şansı bulunmayan küçük ölçekli yerli şirketler söz konusu sektörü terk etmeye zorlanırlar. Bu yönüyle de ülkede faaliyet gösteren uluslararası sermaye tekeli konuma geçebilir. Yabancı sermayeli yatırımcılar ihracat yapmadıklarında, ara mallarını yurt içinden değil de ana merkezinden elde ettiklerinde ve kar transferlerini ana şirkete yaptıklarında ev sahibi ülkenin bilançosunda baskı artmaktadır. Yabancı sermayeli yatırımcı ev sahibi ülkede şube açtığı anda, ihracat yaparken bu şirketle rekabete girmesini istemez, bu durumda da ihracat daraltılıp ülkeye döviz girişi sağlanmamış olur. Yabancı sermayeli yatırımcılar AR-GE faaliyetlerini ev sahibi ülkede yapmayıp başka merkezlerde yapmasıyla sanayileşme ve teknolojik gelişmeleri olumsuz yönde etkileyebilir. Az gelişmiş ülkelerdeki yabancı sermaye yatırımı, ekonomideki bütünlüğe zarar verebilir. Az gelişmiş ülkede devam eden geleneksel üretim, yabancı sermayenin teknolojik altyapısını ülkeye transfer etmesiyle ciddi oranda zarar görebilmektedir. Yabancı sermaye yapan şirketin devasa sermaye gücü, teknolojik gücü, yönetim altyapısını ülkeye transfer ederek ev sahibi ülkedeki küçük ölçekli şirketler üzerinde bir baskı unsuru olarak ciddi oranda haksız rekabete ulaşırlar. Büyük sermaye gücüyle mücadele etme şansı bulunmayan küçük ölçekli yerli şirketler söz konusu sektörü terk etmeye zorlanırlar. Bu yönüyle de ülkede faaliyet

gösteren uluslararası sermaye tekeldi konuma geçebilir. Yabancı sermayeli yatırımcılar ihracat yapmadıklarında, ara mallarını yurt içinden değil de ana merkezinden elde ettiklerinde ve kar transferlerini ana şirkete yaptıklarında ev sahibi ülkenin bilançosunda baskı artmaktadır. Yabancı sermayeli yatırımcı ev sahibi ülkede şube açtığında, ihracat yaparken bu şirketle rekabete girmesini istemez, bu durumda da ihracat daraltılıp ülkeye döviz girişi sağlanmamış olur. Yabancı sermayeli yatırımcılar AR-GE faaliyetlerini ev sahibi ülkede yapmayıp başka merkezlerde yapmasıyla sanayileşme ve teknolojik gelişmeleri olumsuz yönde etkileyebilir (Seyidoğlu, 2003: 730-731).

2.5. ÇOK ULUSLU ŞİRKETLER

Çok Uluslu Şirketler (ÇUŞ) II. Dünya harbinden sonra küresel dünyada yaygınlaşmıştır. Dünya harbinden sonra teknolojik alandaki ilerlemelerle mesafeler daha kısa sürede aşılmıştır. Özellikle havacılık, posta teşkilatlarının gelişmesine bağlı olarak habercilik alanındaki gelişmeler, şirketlerin ulus ötesi yatırım yapmalarına olanak sağlamıştır. Uluslararası yatırımlar önceden gelişmiş ülkeler arasında yapılırken günümüzde gelişmekte olan ülkeler de bu kaynaklardan faydalanmak için düzenlemeler yapmaktadırlar (Bağcı, 2009: 123).

Çok Uluslu Şirketler, üretim ve ticaret faaliyetlerini birçok ülkede gerçekleştiren şirketlerdir. Bu organizasyonlar birçok birey, ülke ya da kurumların sahip olduğu bir yapıya sahiptirler. Küreselleşmenin ortaya çıkışı bu şirketlerin ortaya çıkışlarıyla yaşanmıştır (Eğilmez, 2018: 135). Sermaye sahiplerinin birikimlerini artırmak istemeleri yatırımların uluslararasılaşmasıyla mümkün olmuştur. Çok Uluslu Şirketlerin ortaya çıkışı da yatırımların ulus ötesi bir boyut kazanması ve birden çok sektörde ve ülkede faaliyet gösteren bu şirketlerin denetim mekanizmalarının tek elde toplanabilmesiyle yaşanmıştır (Sönmez, 1998: 98). Ekonomilerin kalkınmasını ve sürdürülebilir bir büyümeye sahip olmasını isteyen ülkelerdeki en önemli sorun, sanayileşmek için yeterli kaynağa sahip olamamalarıdır (Üstünel, 1994: 58).

Çuş, farklı ülkelerde şubeleri olan ve bu şubelerin de bir ana merkeze bağlı olduğu şirketlerdir. Üretimlerini dünyanın farklı bölgelerinde sürdüren bu kuruluşlar, çok farklı ülkelerdeki üretimlerini aynı zamanda yapan büyük kuruluşlardır. Bu kuruluşlar sermaye ve teknoloji güçleriyle dünya ekonomileri üzerinde önemli yere

sahiptirler. uş'ların çoğalması 2. Dünya savaşından sonraki dönemde başlamıştır. Faaliyet alanlarında sınır tanımayan bu kuruluşlar dünyanın en ücra köşesinde bile faaliyet yürütebilmektedir. Bu kuruluşlar ülkelerin rejimlerini, gelişip gelişmediği farkına bakmadan ulus ötesi bir faaliyet alanları olan devasa kuruluşlardır. Bazı şube faaliyetlerinin amacı, ana kuruluşun hammadde ihtiyaçlarını sağlamaktır, bazılarının ise işgücü piyasasının ucuzluğundan yararlanarak elde ettikleri üretimi piyasalara sunmaktır (Seyidoğlu, 2003: 731-732). ÇUŞ'lar, ulus ötesi yatırımları gerçekleştiren ve bu yatırımlarını yöneten şirketlerdir. Bu şirketler birçok ülkede katma değeri yaratarak ülke ekonomilerinin gelişip büyüebilmesinde ciddi rollere sahiptirler (Arıkan, 2006: 13).

Uluslararası sermaye yatırımlarının arttığı piyasalarda etkinliğini sürdürmek isteyen ulus ötesi yatırımcılarının sahip olduğu sermaye kaynağı, teknoloji ve yönetim becerileri gibi avantajlar yatırım yaptıkları piyasalar için önemli bir ekonomik girdidir. Doğrudan sermaye yatırımları, yatırım yapıldığı ülkedeki koşullardan faydalanmak isteyen yatırımcının faaliyetlerini bu ülkeye kaydırmasıyla söz konusu ülkede imalat sanayisinde çalışanların istihdamlarını artırmasında önemli bir yere sahiptir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının amacı maliyetleri minimum seviyeye çekecek üretim olanaklarından faydalanmaktır. Yatırımcı için üretim faaliyetlerinde kullandığı bazı girdilerin ithali maliyetlerini azaltacaksa, yurtiçindeki bu girdilerin üretimi yerine ithalat yapacaktır. ÇUŞ'lar küresel piyasadaki faaliyetlerinden dolayı üstlenmiş oldukları vergi yüklerini azaltmak için ara malların üretimini verginin en az olduğu yerde, nihai ürünlerini ise farklı bölgelerde üretmek isteyeceklerdir. Bu yönüyle ara malların üretildiği ülkelerde ekonomik büyüme ve istihdamda artışlar sağlanacaktır. Bu tür yatırımların olumsuz yanı ise ev sahibi devlet vergi kayıpları yaşayacak ve istihdamda gelişmiş ülkelere kıyasla daha düşük ücretli işgücünün oluşmasıdır (Aktan ve Vural, 2013: 50).

2.5.1. Çok Uluslu Şirketlerin Yatırım Kriterleri

Gelişmekte olan ülkelerin yabancı sermaye yatırımlarını ülkeye çekebilmesi için olması gerekenler;

- Diğer ülkelere kıyasla yatırımcıyı cezbedici bir yatırım ortamının varlığı şarttır.

- Ücretlerin düşük olması veya verimliliğin yüksek olması, iç piyasanın talebi yatırımcı için şarttır.
- Uluslararası yatırımcı için ev sahibi ülkede siyasi, sosyal ve ekonomik olarak istikrarlı bir yatırım ortamının olması gereklidir (Eğilmez, 2018: 60-61).
- Yatırım ortamının gereksiz risklere maruz kalmadan sağlanması ve sürekliliği
- Siyasi engellerin olmaması ve ayrımcı olmayan yatırım ortamı
- İstikrar sağlanmış bir ekonomik ortam
- Kaynaklara erişim, altyapının elverişliliği ve yeterli işgücü piyasası
- Kamu sektörünün şeffaf olması ve mahkeme ve kolluk gücünün tarafsız olması
- Kanunların uygulanması sürecinde yabancı sermayeye ayırım yapılmaması
- Uluslararası hukuka uygun bir yatırım ortamı
- Keyfi kamulaştırmaya karşı güvencelerin verilmesi
- Uluslararası ticaretine engel olan düzenlemelerin kaldırılması
- Vergi sistemi içerisinde DYY' ye engel olan düzenlemelerin kaldırılması (<https://www.oecd.org/daf/inv/investment-policy/2506900.pdf>, 2003: 7-8).

2.5.2. Çok Uluslu Şirketlerin Dünya Ekonomisindeki Yeri

Küreselleşmeyle beraber sınırların kalkması, sermayenin mobilitesini artırmıştır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerdeki sermaye kısıtı, küreselleşmeyle beraber aşılmaya başlanmıştır. Gelişmekte olan veya az gelişmiş ülkelerin düşük tasarruf oranları ihtiyacı olan sermayeye ancak dış kaynaklarla sağlanabileceğini göstermektedir. Gelişmiş ülkelerdeki yüksek tasarruf ve sermaye gücünün varlığı, sermaye ihtiyacı olan ülkelere aktarılması bu ülkeler için son derece önemlidir. Yabancı yatırımların doğrudan yabancı yatırımı olarak ifade edilebilmesi için yatırımcının söz konusu yatırım üzerinde %10 pay sahibi olması gerekmektedir. Ekonomilerin büyümelerini sürdürebilir kılmasının temel dinamiği güçlü sermaye varlıklarıdır. Az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki yetersiz sermaye birikimi bu ülkelerin ekonomik olarak büyümesinin önündeki en büyük engeldir. Sermayenin yetersizliği ile birlikte bu ülkelerde aynı zamanda teknoloji, bilgi ve altyapı yetersizliği de büyük bir sorun oluşturmaktadır. Doğrudan yatırımlarla teknoloji ve üretim bilgileri de ülkeye gelmektedir. Dış borçlanmada sadece ülkenin sermayesi artarken, doğrudan yatırımlarda sermaye

birikimiyle beraber yeni teknolojilerin ÷lkeye gelmesi, üretim faktörleri bilgilerinin sağlanması, bilgi ve beceriler de ÷lkeye gelmektedir. Bu yönüyle dış borca oranla doğrudan yabancı yatırımlar gelişmekte olan ve az gelişmiş ÷lkeler için daha faydalı ve uzun vadelidir. (Kahveci ve Terzi, 2017: 136). ÇUŞ'ların ÷lke ekonomilerinin yapılanmasına önemli katkıları vardır. ÷lke ekonomileri üzerinde etkileri řu dönüşümlerle ortaya çıkmaktadır:

- Ekonominin sektör olarak dönüşmesi: Tarım ağırlıklı bir ekonomik sistemden imalat ve hizmet ağırlıklı bir yapıya dönüşmesi
- Sektör içindeki dönüşümler: Verimliliğı daha az, emeğın yoğun olarak kullanıldığı sektörden, bilgi ve teknolojiye dönük bir yapıya dönüşmesi
- Endüstri içindeki kaymalar: Katma değeri az ve teknolojinin yetersiz kullanıldığı sektörden yüksek teknoloji ve katma değerin yüksek olduğı bir sektöre dönüşmesi (Durgan, 2016: 24).

2.6. TÜRKİYE'DE ULUSLARARASI SERMAYE

Türkiye, sermaye mallarını yoğun bir şekilde ithal eden gelişmekte olan ÷lkelerden biridir. ÷lkemizdeki tasarruf miktarının yatırımları karşılayamamasından dolayı ciddi olarak cari açık vermektedir. Cari açığı kapatabilmek için ise tasarrufların artırılması, yatırımların düşür÷lmesi ve dış sermaye kaynağı ithal edilmesi gerekmektedir. Gelişmekte bir ekonomi olan Türkiye için yatırımları düşürmenin maliyeti ekonomik büyümenin düşür÷lmesi, tasarruflar artırmak ise faiz artışına bağılı olduğı için en büyük engellerdir. Türkiye için yabancı sermaye yatırımlarının ithal edilmesi en uygun yol olarak görünmektedir (Eğilmez, 2018: 63).

Türkiye'nin Cumhuriyet öncesinde döneminde faaliyetlerini kapit÷lasyonlarla elde eden yabancı sermayeli şirketler vardı. Özellikle kamu hizmetleri ve doğal kaynakların işletilmesinde bu şirketler faaliyetlerini sürdürmüşlerdir. Cumhuriyet döneminde ise devletin sanayi atağı milli imkânlarla sağlanmaya çalışılmıştır. Yabancı sermayeyi ÷lkeye çekmek isteyen Cumhuriyet dönemi hükümeti yatırımcılara güvence vermesine rağmen ÷lkeye beklenen yabancı sermaye ilgisi gerçekleşmemiştir. İkinci dünya savaşından sonraki dönemde dünya genelinde yaşanan liberalleşmeyle beraber, ÷lkeye sermaye akışlarına artış yaşanmıştır. 6224 sayılı kanunun 1954 yılında yürürlüğe

girmesiyle yabancı sermayeyi Türkiye'ye çekmedeki yetersizliği ve siyasi nedenler ile 1980'lere kadar ithal ikameci modelin benimsenmesinden dolayı yabancı yatırımlarda kayda değer bir artış olmamıştır (Kazgan, 1985: 397-399).

2.6.1. Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketleri

Yabancı Sermaye Teşvik Yasasının 1954 yılında yürürlüğe girmesiyle beraber yabancı sermayenin Türkiye'de yerli şirketlerin faaliyet gösterdiği alanlarda yabancı yatırımcıların da faaliyette bulunabilmesinin önündeki engeller kaldırılmıştır. 1980'den önce dış ticaretin yapısı finans sektörü ve bankaların hükümranlılığı altındaydı. Devlet öncesi Türkiye'sinde dış ticaret, finansal piyasalar ve bazı mal pazarları kontrollü idi. Finansal sektör, bankaların egemenliğindeydi. Türkiye'nin, kabaca 1979'a kadar izlediği ithal ikameci sanayileşme politikaları döneminde devlet hem yatırımcı hem üretici olarak kamu iktisadî teşekkülleri (KİT) kanalı ile sanayileşme hedeflerine ulaşmaya çalışmıştır. Özel sanayi kârları bu dönemde esas olarak iki kaynaktan beslenmiştir: Ağırlıklı olarak tarife dışı engellere dayanan korumacı ticaret rejimi sayesinde iç pazarda sanayiciler oligopol kâr ve rantlarını elde etmişlerdir. İkinci olarak ise, KİT sisteminin ürettiği girdiler yapay olarak ucuz fiyatlanarak özel sanayi kesimine ve kırsal ekonomiye verildiğinden, girdi maliyetleri düşük seyretmiştir. Bu politikalar yaşanan petrol şoklarının da katalitik rolü ile 1976'da tıkanmış, 1977-80 döviz krizinden sonra da Ocak 1980'de IMF ve Dünya Bankası destekli yapısal uyum programı, yani dışa açılma hamlesi başlatılmıştır. Türkiye 1980 yılında büyük bir istikrar ve yapısal değişim programına başladı. Programın amaçları finansal derinleşme, daha yüksek tasarruf, yatırım ve büyüme oranları, dış pazarlarla rekabet ve artan kaynak etkinliği idi. Finansal liberalizasyonun bir hedefi de daha önceleri kontrol edilen nominal faizlerin enflasyonun altında kalması nedeniyle eksi olan reel faizlerin artıya çekilmesi idi (İstemihan ve Bulungiray, 2005: 11). 1980 sonrası dönemdeki serbestleşme yabancı yatırımcıların ülkeye olan ilgisini artırmıştır. Bu dönemde bazı ülkelerle yatırımı teşvik etmek için anlaşmalar yapılmış, yap-işlet-devret modeli uygulanmıştır. Bunlar arasında Aliğa Termik Santrali, Ankara Metrosu, Atatürk Hava Limanı gibi büyük çaplı yatırımlar yer alır. Türkiye'de 1954 tarihinde 6326 sayılı Petrol Kanunu'yla uluslararası sermayeli şirketlerin petrol arama, sondaj, arıtım gibi

faaliyetlerde bulunabilmesi sağlanmıştır (Seyidoğlu, 2003: 749-751). Türkiye’de 1980’li yıllara kadar benimsenen ithal ikameci model, devletin desteğiyle yurt içi pazarında büyük pay elde eden, bu yüzden de rekabetçi bir anlayış içinde olmayan sektörlerin varlığından dolayı tıkanmıştır. Bu modelde sanayicilerin üretimlerinde birçok ara malının ithalatından dolayı ciddi anlamda döviz ihtiyacı ortaya çıkması bu dönemde ciddi anlamda döviz açığına neden olmuştur. Döviz ihtiyacı ithal ikameci modelin artık sürdürülemediğinin göstergesiydi. 24 Ocak kararları bu zorunluluğunun resmi olarak ilanıdır (Aksoy, 2009: 89-90). 24 Ocak Kararlarıyla beraber uluslararası sermaye sahiplerinin kar transferleri yapmalarının önü açılmış, ihracat odaklı bir modelin benimsenmesi sonucu dış ticaret kısıtlamaları kaldırılmıştır. (Şahin, 1997: 292-293). Özel sektörün ciddi anlamda oluşmasıyla beraber ve gümrük duvarlarının indirilmesi sonucu rekabet ortamı sağlanmış oluyordu (Kumcu, 2008: 174). Ülkede rekabet ortamıyla beraber, ülke içindeki pazarın dış pazarlara açılması ve bu pazarlara entegre olabilmesini imkânlarını sağlamıştır (Türkkan, 2009: 69).

2.6.2. Türkiye’de Uluslararası Sermaye Kanunu

Sermaye sahipleri, sermaye birikimlerinin aksama olmaksızın ve yavaşlamadan sermayelerini artırarak devam etmesini ister. Sermaye döngüsü içinde yaşanacak bir sıkıntı sermaye sahiplerinin karşılaşmak istemediği durumlardır. Hedeflenen kar miktarlarında azalma, sermaye birikiminin azalmasına çözüm sermayenin uluslararasılaşmasıdır. Bunun içinde yatırım ortamının gelişmesine engel teşkil eden idari, hukuki engellerin kaldırılması gelir (Cebeci, 2012: 336). 1980’li yıllarda Türkiye’de yaşanan serbestleşme politikaları ve kambiyo mevzuatındaki değişiklikler ile beraber yürürlüğe geçen yabancı sermaye çerçeve kararlarıyla ülkemiz en liberal mevzuatları uygulayan ülkelerden biri olmuştur. 24 Ocak 1980 Ekonomik İstikrar Tedbirleri çerçevesinde uluslararası sermaye ile ilgili düzenlemeler de yapılmıştır. Yine bu dönemde Başbakanlığa bünyesinde Yabancı Sermaye Dairesi kurulmuştur. Bu kuruluş daha sonra Devlet Planlama Teşkilatına bağlanmıştır (Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı, 2000, s. 8).Türkiye’de 1982 yılında bankaların döviz pozisyonu bulundurmalarına imkân tanınmıştır. Bu adımla beraber uluslararası döviz transferlerini artırmak ve sermayenin yurtdışına kaçışını engellemek amaçlanmıştır. Uluslararası

sermayeyi çekebilmek için 11 Ağustos 1989 tarihinde çıkarılan 32 nolu kararname neticesinde alınan temel kararlar şunlardır:

- Türk parasıyla ödemelerin yapılacağı belgelerin ülkeye gelmesi serbesttir, ihracı ise Bakanlığa bağlıdır
- Türkiye'deki kişiler bankalar vasıtasıyla KKTC'ye Türk parası gönderebilir.
- Yurt dışındaki kişiler Türk lirasıyla ödeme yapabilir, tahsilât ve tevdiatta bulunabilirler.
- Türkiye'deki kişilerin döviz bulundurmaları serbesttir. Döviz ithal etmek serbesttir. Döviz ithalinde menşei aranmaz.
- Türkiye'deki kişilerin, yurt dışından döviz kabul etmeleri serbesttir.
- Türkiye'deki kişilerin yurt dışına çıkarabilecekleri döviz miktarı en fazla 3000 dolardır.
- Bankalar ve finans kurumları yurt dışına döviz satmaya yetkilidir. Ancak bu tutar yurt dışındaki kişilerin Türkiye'ye sattıkları dövizden fazla olamaz.
- Döviz ve altın değeri Merkez Bankasınca belirlenen usullere göre belirlenecektir.
- Kıymetli maden, taş ve eşyalar bakanlığın esaslarına uymak şartıyla serbesttir (Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar, 1989).

17.07.1991 tarihli ve 436 sayılı Kararname ile Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü, Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı bünyesine geçmiştir. Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü 9.12.1994 tarih ve 4059 sayılı Kanun ile Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlıklarının kurulmasıyla Hazine Müsteşarlığı bünyesinde faaliyetlerini sürdürmektedir (Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı, 2000: 8). 4875 sayılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu'nun 2003'te yürürlüğe girmesiyle ile doğrudan yabancı sermaye yatırımları artırmak ve doğrudan yabancı sermayenin önündeki engelleri kaldırmak için izin ve onay kaldırılmış, bilgilendirme sistemi getirilmiştir. (Lebe ve Ersungur, 2011: 323). AB'nin 17 Aralık 2004'te Türkiye'nin AB'ye üyeliği müzakereleri başlatmasıyla da ülkemize uluslararası sermayenin ilgisi artma eğilimine girmiştir. Türkiye ve 83 ülke arasında ‘‘Yatırımların Karşılıklı Teşviki ve Korunması Anlaşması’’ 2011 yılında imzalanmıştır. (Polat, 2019: 164).

2.6.3. Türkiye'ye Sermaye Hareketleri

Türkiye'de 1992 yılından 2019 yılına kadar sürede gerçekleşen doğrudan yabancı sermaye miktarı Tablo 11'de verilmiştir.

Tablo 11: 1992-2019 Yılları Arası Net Doğrudan Yatırımlar

Yıl	Yatırım (Milyon Dolar)
1992	844
1993	636
1994	608
1995	885
1996	722
1997	805
1998	940
1999	783
2000	982
2001	3.352
2002	571
2003	696
2004	1.190
2005	8.535
2006	17.639
2007	19.137
2008	14.748
2009	6.266
2010	6.256
2011	16.136
2012	10.761
2013	10.523
2014	8.632
2015	12.181
2016	7.579
2017	7.401
2018	6.699
2019	5.878
2020	5.791

Kaynak: (tcmb.gov.tr, 2021)

Uluslararası sermayeden Türkiye'ye 1990'lı yıllardan sonra ciddi anlamda artış gerçekleşmiş 2000'li yılların başında bu artış daha da artmıştır. 1999'da IMF ile yapılan stand-by anlaşmaları neticesinde izlenen politikalarla çok yüksek olan enflasyon ve faiz oranlarının düşürülmesi 2001 yılında doğrudan yabancı girişlerinin artmasını sağlamıştır. Ancak ülkemizde 2001 yılında yaşanan ekonomik krizden dolayı doğrudan

yatırımlarda azalma eğilimi girmiş ve 2001’de 3.352 milyar dolar olan doğrudan yabancı sermaye girişi 2002’de 1.082 milyar dolar seviyelerinde kalmıştır. 2003 yılında DYY’ de bir artış olsa da önemli miktarda DYY girişi 2005 yılı itibariyle başlamıştır. 2005 yılı Türkiye’ye gelen DYY miktarı 10 milyar dolar seviyesiyle geçen dört yılın toplamından fazla olmuştur. 2005 yılında AB ile tam üyelik müzakerelerine başlanması uluslararası sermaye akışının ülkemize olan ilgisini 2008 yılına kadar artırmıştır. AB ile tam üyelik müzakerelerinin başladığı 2005 yılından 2009 yılına kadar yıllık ortalama 18 milyar dolar küresel sermayeden kaynak çektiği görülmektedir. Bu oran Türkiye için rekor olmakla birlikte sonraki yıllarda bu rakamlara ulaşamamıştır. 2002 yılında bir milyar dolar seviyesinde olan yabancı sermaye yatırımları 2007 yılında Türkiye tarihinin en yüksek seviyesi olan 22 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır. Küresel krizle beraber ülkemize yapılan doğrudan yatırımlarda ivme tersine dönerek azalmaya başlamıştır. 2007’den 2010 yılına kadar DYY’ler azalma eğiliminde olarak, 2009 DYY 8 milyar dolar, 2010 yılında ise 9 milyar dolar seviyelerinde kalmıştır. 2009 yılında gerçekleşen yatırım miktarı 2008’de ülkeye gelen yatırım miktarının yarısından daha az bir oranda gerçekleşmiştir. 2010 yılından sonra DYY’lerde yukarı yönlü ivme başlamıştır. 2011 yılında DYY miktarı 2010’daki DYY miktarına oranla %56 artış kaydederek 16 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır. 2011’den sonra ise DYY’ler 2015 yılına kadar azalma eğiliminde gerçekleşmiştir. 2012-2014 yılları arasında DYY’ler 13 milyar dolar seviyelerinde gerçekleşmiştir. 2015’te 198 milyar dolarla 2014 yılına göre %34 artışın yaşandığı doğrudan yatırımlarda 2015 yılında yaklaşık 19 milyar dolar olan yabancı sermaye yatırımların gerçekleştiği Türkiye’de 2016 yılında yaşanan darbe girişiminden dolayı %31 oranında düşüş yaşanmıştır. Bu dönemde yabancı sermayenin ülkeye olan ilgisi yatırım ortamı riskinden dolayı azalmıştır. Siyasi riskin arttığı, belirsizliklerin bulunduğu bir ülkeye yabancı sermayenin ilgi duyması çok güçtür. Çünkü başka ülkeye sermayesini aktaracak olan yatırımcı darbe, iç karışıklık gibi risklerin arttığı bir ülkeden sermayesini çekmesi yatırımcı için hem maliyetli hem de daha uzun vadede olacaktır. 2016’dan sonra genel olarak düşüş eğiliminde olan doğrudan yabancı sermaye yatırımları 2019 yılı itibariyle 8 milyar dolaylarında kalmıştır. Bu miktar Türkiye’nin uluslararası sermayeden 2015 yılında sağlamış olduğu yatırım miktarının yarısından daha az olmuştur. Yukarıdaki tablodan da anlaşılabacağı üzere

Türkiye'ye gelen doğrudan yatırımlarda bir istikrarın olmadığı, dalgalı bir seyir izlediği anlaşılmaktadır.

Tablo 12: 2002-2019 Yılları Arasındaki Yurt Dışına Yapılan ve Yurt Dışından Gelen Yatırımlar

2002-2019 Yılları Arası Türkiye'nin Yurtdışında Yapmış Olduğu ve Türkiye'ye Yapılan Yabancı Sermaye Yatırımları				
Bölge ve Ülkeler	Türkiye'den Yurtdışına Yapılan Yatırım miktarı (Milyon Dolar)	Türkiye'ye Gelen Yatırım miktarı (Milyon Dolar)	Fark (Milyon Dolar)	Yurtdışına Yapılan Yatırımın Gelen Yatırıma Oranı
Avrupa	29.932	117.263	87.431	25,44
Almanya	2.790	9.905	7.115	28,17
Bulgaristan	189	41	-148	460,98
Fransa	248	7.450	7.202	3,33
Hollanda	13.762	25.502	11.740	53,96
İngiltere	2.969	11.163	8.194	26,60
İrlanda	742	619	-123	119,87
Malta	1.314	242	-1.072	542,98
Yunanistan	133	6.842	6.709	1,94
Diğer Avrupa Ülkeleri	2.564	6.348	3.784	40,39
Afrika	896	496	-400	180,65
Kuzey Afrika	750	105	-645	714,29
Amerika	6.535	13.546	7.011	48,24
Kuzey Amerika	6.402	12.651	6.249	50,60
ABD	6.294	12.106	5.812	51,99
Asya	10.017	28.535	18.518	35,10
Yakın ve Ortadoğu Ülkeleri	8.347	20.355	12.008	41,01
İran	165	106	-59	155,66
İsrail	20	406	386	4,93
Körfez Ülkeleri	1.221	11.215	9.994	10,89
Azerbaycan	6.645	6.988	343	95,09
Toplam Dünya	47.346	160.584	113.238	29,48

Kaynak: (<https://www.dunya.com/ekonomi/turkiye-onemli-yabanci-yatirimci-ulkelerden-biri-haberi-473899>)

Türkiye'nin ekonomik büyümesini gerçekleştirmesi ve hedeflerine ulaşabilmesi için ciddi oranlarda yabancı sermayeye ihtiyaç duymaktadır. Bu bağlamda ulus ötesi kaynaklardan ülkeye yabancı sermayeyi çekmek için ülke birçok düzenleme yapmıştır. Türkiye'nin 2002-2019 döneminde yabancı sermayenin yatırım miktarının yaklaşık yüzde 30'u oranında diğer ülkelere yatırım yapıldığı görülmektedir. Bu dönemde Türkiye'nin yapmış olduğu uluslararası yatırım miktarı 47.346 milyon dolar, Türkiye'ye gelen yatırım miktarı ise 160.584 milyon dolar olmuştur. Bu dönemde Türkiye'nin en çok yatırımları AB bölgesinde gerçekleşmiştir. En fazla yatırım yapılan ülke ise 13.762

milyon dolarla Hollanda'ya gerçekleştirilmiştir. Hollanda bu dönemde Türkiye'nin en çok yatırım yaptığı ülke olmakla birlikte aynı zamanda Türkiye'ye yapılan yatırımlar içinde de bu ülke en fazla yatırım yapan ülke olmuştur. Yapılan yatırım oranlarına bakıldığında Türkiye'nin Kuzey Afrika ve Bulgaristan'da bu ülkelere kıyasla çok daha fazla yatırım gerçekleştirildiği görülmektedir. Ekonomik olarak Türkiye'den daha zayıf olan ülkelere Türkiye'nin yatırımları daha fazla olmuştur. Türkiye ise Fransa ve İsrail'den kendi yatırımlarına kıyasla çok daha fazla yatırım çekmesine rağmen bu ülkelere ciddi oranda yatırım yapmadığı anlaşılmaktadır. ABD'nin ise bu dönemde Türkiye'ye yaptığı yatırımı Türkiye'nin ABD'ye yapmış olduğu miktarın yaklaşık iki katı kadar olmuştur.

Tablo 13: Türkiye'de 2002 ve 2019 Yıllarındaki Türkiye'de Faaliyet Gösteren Yabancı Sermayeli Şirket Sayısı

Ülkeler	2002	2019	Aktif Yabancı Şirketler	Yatırımların Payı	Toplam ABD Doları
Hollanda	72	1.169	2.973	15,9%	26.222
ABD	2	340	1.949	7,8%	12.853
İngiltere	8	874	3.193	7,1%	11.657
Avusturya	0	75	941	6,4%	10.630
Almanya	86	467	7.556	6,2%	10.178
Lüksemburg	0	131	499	6,0%	9.974
İspanya	5	216	708	5,8%	9.551
Belçika	5	69	649	5,4%	8.852
Fransa	22	158	1.580	4,6%	7.537
Azerbaycan	0	566	2.518	4,2%	6.990
Yunanistan	0	3	780	4,1%	6.842
Rusya	0	16	2.382	3,8%	6.231
İtalya	241	94	1.495	2,8%	4.678
BAE	1	33	524	2,6%	4.267
İsviçre	9	264	932	1,8%	3.025
Japonya	63	305	244	1,8%	3.023
Katar	0	570	179	1,6%	2.660
Suudi Arabistan	0	13	1.387	1,2%	2.005
Kuveyt	0	69	373	1,2%	1.939
Lübnan	0	41	568	0,8%	1.332

Kaynak: (T.C. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı, 2020)

Tablo 13'te 2002 ve 2019 yıllarında ülkemizde faaliyet gösteren ilk 20 yabancı sermayeli şirketlerin sayısı, şirketlerin toplam yatırımlardaki payı ve miktarı gösterilmiştir. Hollanda ve ABD'li yabancı sermayeli şirketlerin toplam DYY'leri içindeki payı toplam DYY'nin %25'inden fazla olmuştur. Hollanda'nın 2002 yılında 72 şirketle Türkiye'ye yatırımları 2019 yılında 1169 şirkete çıkmıştır. ABD ise bu dönemde iki şirketten 2019 yılında 340 şirkete çıkmış ve hali hazırda ülkemizde faaliyet

gösteren ABD’li şirket sayısı 1949 olmuştur. İlk 20 ülke arasında Avrupa’dan 11 şirketin olması Avrupalı yatırımcıların Türkiye’ye olan ilgisini göstermektedir. Nitekim Avrupa’dan gelen şirket sayılarında 18 yıl içerisinde ciddi artış yaşanmıştır. İlk on ülkenin toplam DYY’leri içerisindeki payı yaklaşık %70 oranındadır. Tabloda aynı zamanda şirketlerin büyük çaplı ve katma değeri yüksek bir yatırım yapıp yapmadığı da görülmektedir. Örneğin Lübnan’ın mevcut şirket sayısı Lüksemburg’un şirket sayısından fazla olmasına rağmen Lübnan’ın toplam yatırım miktarındaki payı 1.332 milyon dolarla %0,8 iken Lüksemburg’un toplam yatırım miktarı içindeki payı 9.974 milyon dolarla %6 olmuştur.

2.6.4. Türkiye’de Doğrudan Yatırımların Önündeki Engeller

Türkiye’nin doğrudan yabancı sermayeyi ülkeye daha çok çekebilmesinin önündeki ekonomik ve ekonomik olmayan etmenler şunlardır:

- Yüksek enflasyon oranları
- Ekonominin istikrarlı bir yönelim içinde olmayışı
- 1980’lere kadar süren ithal ikameci ekonomik model
- Fikri mülkiyet hakların korunmasında yaşanan eksiklikler
- Enflasyon muhasebesi eksikliği
- Özelleştirmelerde yaşanan başarısızlıklar
- Yatırımın ortamının sürekliliğini sağlayacak yasal yapıdaki eksiklik
- Yatırım ortamı gereklerinden olan altyapının yetersizliği
- Uluslararası sermaye yatırımcıların, yatırım için yüksek maliyet oluşturan giriş

ve faaliyetlerin yüksek olması

- Politik risk
- Terör, çevre ve bölge ülkelerle yaşanan gerilimler
- Uluslararası sermayeye karşı olumsuz yaklaşımlar
- Uluslararası sermayeye yatırımlarına yönelik teşvik eksikliği
- Uluslararası sermayeye yatırımlarına mesafeli ve kapalı şirket yapıları (Mucuk,

2011: 108).

2.6.5. Küresel Ekonomideki Sermaye Yatırımları ve Türkiye'nin Payı

Türkiye'nin 1990'lı yıllarla beraber serbestleşmeye yönelik düzenlemeleri hayata geçirmesiyle beraber küresel sermayeden aldığı payda artmaya başlamıştır. Küresel sermayeden aldığı payı artırmak isteyen Türkiye birçok kanun ve düzenlemelerle yabancı sermayenin ülkeye olan ilgisini çekmeye çalışmıştır. Yeterli oranda tasarruf birikimine, teknolojiye, altyapıya sahip olmayan Türkiye için ekonomik büyüme, istihdam ve birçok ekonomik göstergelerindeki hedeflerine ulaşabilmesi için yabancı sermayeyi ülkeye çekebilmek bir zorunluluk olmuştur.

Şekil 7: Türkiye'nin Küresel Sermayeden Aldığı Pay



Kaynak: (<https://www.yased.org.tr/raporlar>, s. 10)

Şekil 7'de 1990'lı yılların başlarında dünyada gerçekleştirilen uluslararası yatırımların %0,2'si kadar pay alan Türkiye'nin 2000'li yılların başında bu miktar iki katına çıkmıştır. 2006 yılında ise Türkiye'nin uluslararası sermayeden aldığı pay %1,15 dolaylarında olarak en yüksek seviyesine ulaşmıştır. 2009 küresel finans krizinde Türkiye'ye gelen doğrudan yabancı sermaye miktarı da azalmıştır. 2010 yılından itibaren tekrar yükselişe geçen doğrudan yabancı yatırımlar 2016'da yaşanan darbe girişiminden dolayı yeniden düşüşe geçmiştir. 2018 yılında küresel DYY'den %1 oranında pay alan Türkiye %50 düşüşle 2019 yılında küresel DYY'den aldığı pay %0,5'te kalmıştır. Türkiye'nin küresel sermayede piyasasından en az %3 yararlanma hedefinden uzaklaştığı görülmektedir. Tablo 19'da 1992 yılından 2019 yılına kadar

uluslararası toplam sermaye yatırımları, ülkemizin bu yatırımlardan aldığı pay ve dünyada gerçekleşen sermaye yatırımlarından ülkemizin aldığı pay sunulmuştur.

Tablo 14: Türkiye'nin Uluslararası Sermayeden Aldığı Pay

Yıl	Dünya'daki Toplam Sermaye Yatırımları (Milyon \$)	Türkiye'deki Toplam Sermaye Yatırımları (Milyon \$)	Türkiye'nin Dünya Sermaye Yatırımlarından Aldığı Pay(% Pay)
1992	162.917	844	0,5
1993	220.085	636	0,3
1994	254.910	608	0,35
1995	341.523	885	0,18
1996	388.825	722	0,16
1997	480.774	805	0,17
1998	690.861	940	0,14
1999	1.076,230	783	0,07
2000	1.356 613	982	0,07
2001	772.715	3.352	0,41
2002	589.914	571	0,18
2003	550.615	696	0,3
2004	692.538	1.190	0,4
2005	947.706	8.535	1
2006	1.403,562	17.639	1,15
2007	1.891,708	19.137	0,9
2008	1.490,066	14.748	0,91
2009	1.236,120	6.266	0,7
2010	1.396,203	6.256	0,51
2011	1.615,081	16.136	0,86
2012	1.493,828	10.761	0,84
2013	1.456,323	10.523	0,9
2014	1.403,865	8.632	0,71
2015	2.041,770	12.181	1
2016	1.983,478	7.579	0,8
2017	1.700,468	7.401	0,76
2018	1.495,223	6.699	1
2019	1.539,880	5.878	0,5

Kaynak: (<https://www.yased.org.tr/raporlar>)

Tablo 14 incelendiğinde dünyadaki toplam sermaye yatırımlarının 162 milyar dolar seviyelerinden 2015 yılı itibariyle 2,05 trilyon dolar seviyelerinde zirve seviyesine ulaştığı, 2019 yılı itibariyle ise 1,5 trilyon dolar seviyelerinde gerçekleştiği

görülmektedir. 1992 yılında toplam sermaye yatırımlarından 844 milyon doları yatırımı ülkemizde gerçekleşirken bu rakam 2019 yılı itibariyle 5.878 milyar dolar düzeyinde gerçekleşmiştir. Ülkemizin yıllar itibariyle toplam sermaye yatırımlarından aldığı en yüksek pay 2007 yılında 19.137 milyar dolar seviyesinde rekor gerçekleşmiştir. 2007 yılında gerçekleşen bu miktar 2017-2019 dönemindeki üç yıllık toplam sermaye yatırımlarından daha fazla olmuştur. 2002-19 dönemi incelendiğinde ülkemizin toplam sermaye yatırımlarından aldığı payda ciddi bir dalgalanma olduğu görülmektedir. Bazı dönemlerde toplam sermaye yatırımlarının 4 kat seviyelerinde arttığı, bazı dönemlerde ise 6 kat düştüğü (2001-02 dönemi) görülmektedir. Ülkemizin toplam sermaye yatırımlarından aldığı pay ise 1992 yılında %0,5 seviyesi olup 2019 yılında bu oran yine %0,5 seviyesinde gerçekleşmiştir. Dünya toplam sermaye yatırımlarından alınan en düşük pay %0,3 ile 2003 yılında, en yüksek pay ise 2006 yılında %1.15 oranındadır. Genel olarak bakıldığında dünyada gerçekleşen sermaye yatırımlarının arttığı dönemlerde Türkiye’de de sermaye yatırım miktarının ve bu yatırımlardan aldığı payın da arttığı görülmektedir.

Tablo 15: Ülke Gruplarına Göre Doğrudan Yatırımlar

ÜLKE GRUPLARINA GÖRE UDY TUTARLARI (MİLYON \$)						
Bölge	2019 (Milyon \$)	2019 (%)	2020/Ağustos (Milyon \$)	2020 (% Pay)	2002- 2020 Dönemi UDY- (Milyon \$)	2002- 2020/Ağustos Dönemi UDY- (% Pay)
Avrupa	3.614	61%	2.775	71%	120.347	73%
AB Ülkeleri	3.322	57%	2.582	66%	109.927	67%
Diğer Avrupa Ülkeleri	292	5%	193	5%	10.420	6%
Amerika	441	8%	755	19%	14.278	9%
ABD	340	6%	745	19%	12.849	8%
Diğer Amerika Ülkeleri	101	2%	10	0%	1.429	1%
Asya	1.789	30%	402	10%	28.918	18%

Körfez Ülkeleri	686	12%	155	4%	11.382	7%
Diğer Yakın ve Ortadoğu Ülkeleri	642	11%	2	0%	9.144	6%
Diğer Asya Ülkeleri	461	8%	245	6%	8.392	5%
Diğer(Afrika-Okyanusya-Sınıflandırılmayan)	34	1%	2	0%	1.242	1%
Toplam	5.878	100%	3.934	100%	164.785	100%

Kaynak: (T.C. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı, 2020)

Tablo 15 incelendiğinde 2002- Ağustos 2020 yılları arasında Türkiye’ye yapılan doğrudan yatırımların %73’ü AB ülkelerinden sağlanmıştır. AB dışında ülkemize gelen en fazla doğrudan yatırımlar %18 ile Asya ülkelerinden gerçekleşmiştir. En az yabancı sermayenin geldiği ülkeler ise Afrika ve Okyanusya ülkeleri tarafından gerçekleşmiştir. 2019 yılındaki dünyanın en güçlü ekonomileri olan Çin ve ABD arasındaki yaşanan anlaşmazlıklar, ülkeler arasındaki ticaret savaşları, ülkelerin uyguladığı korumacı politikalar ve ekonomik durgunluk gibi sebeplerden dolayı küresel ekonomik büyüme %3,6 tahminleri beklenirken %3’e düştü. Bu gelişmelerle beraber ekonomik büyümenin yavaşlaması uluslararası yatırımları da etkileyerek %1 oranında azalmaya neden olmuştur. Türkiye’nin de dünya ekonomisinde yaşanan durgunluk ve istikrarsızlık ile beraber uluslararası doğrudan yatırımdan aldığı pay %40 oranında azalarak %1’den %0,6’ya düşmüştür. Türkiye’nin hedefi ise uluslararası sermayeden %3 oranında pay almaktır (<https://www.yased.org.tr/raporlar>, s. 4).

2.6.6. Doğrudan Yatırımların Sektörlere Göre Dağılımı

Tablo 16’da Türkiye’de 2002-2020 yılları arasında gerçekleşen yatırımların sektör bazında dağılımı sunulmuştur.

Tablo 16: 2002-2020 Yılları Arasındaki Doğrudan Yatırımların Sektörel Dağılımı

Yıl	Tarım Sektörü (Milyon\$)	Sınai Sektörler (Milyon \$)	Hizmetler Sektörü (Milyon \$)	Toplam (Milyon \$)
-----	-----------------------------	--------------------------------	----------------------------------	-----------------------

2002	0	166	405	571
2003	0	447	249	696
2004	4	343	843	1.190
2005	5	908	7.622	8.535
2006	6	2.988	14.645	17.639
2007	9	5.037	14.091	19.137
2008	41	5.187	9.520	14.748
2009	48	3.887	2.331	6.266
2010	81	2.887	3.288	6.256
2011	32	8.040	8.064	16.136
2012	43	5.480	5.238	10.761
2013	47	5.390	5.086	10.523
2014	61	4.258	4.313	8.632
2015	31	5.785	6.365	12.181
2016	38	3.120	4.421	7.579
2017	29	2.022	5.350	7.401
2018	34	2.706	3.959	6.699
2019	23	2.103	3.752	5.878
2020	20	1.273	4.378	5.671
Toplam	552	62.027	103.920	166.499

Kaynak: (tcmb.gov.tr, 2021)

Tablo 16’da Türkiye’ye doğrudan yapılan yatırımlarda yıllar itibariyle ciddi bir dalgalanma yaşandığı, bazı yıllar arasında ciddi farklar olduğu anlaşılmaktadır. Tablo incelendiğinde doğrudan yatırımların en düşük tarım sektöründe, en yüksek ise hizmetler sektöründe olduğu görülmektedir. Sektörler bazında en yüksek yatırım miktarları tarımda yüksek 2010 yılında, sınai sektörde 2011 yılında ve hizmetler sektöründe ise 2006 yılında olduğu görülmektedir. Toplam yatırım miktarı 2007 yılında zirve noktasıyla 19.137 milyon dolarla gerçekleşmiştir. 2008 yılında 14.748 milyon dolar yatırım çeken ülkemiz 2009 yılında çekmiş olduğu yatırım miktarı %50’den fazla düşerek 6.266 milyon dolar seviyelerinde gerçekleşmiştir. 2020 yılında gerçekleşen 5.671 dolar yatırım 2004’ten itibaren yaşanan en düşük doğrudan dış yatırım miktarı olarak görülmektedir.

2.6.7. Doğrudan Yabancı Sermayeli Yatırımların Bölgelere Dağılımı

Tablo 17’de 2002 yılından 2020 yılına kadar gerçekleşen doğrudan yatırımların bölgelere göre dağılımı gösterilmiştir.

Tablo 17: Doğrudan Yatırımların Ülke Dağılımı (Milyon Dolar)

Yıl	Avrupa	Afrika	Amerika	Asya	Okyanusya	Diğer	Toplam
2002	468	0	9	70	0	24	571
2003	576	0	58	60	0	2	696
2004	1.033	0	97	60	0	0	1.190
2005	6.652	3	122	1.756	1	1	8.535
2006	14.572	23	1.022	1.927	108	7	17.639
2007	12.974	5	4.717	1.405	26	10	19.137
2008	11.368	82	951	2.345	2	0	14.748
2009	5.248	2	331	673	12	0	6.266
2010	4.939	0	384	928	5	0	6.256
2011	12.587	0	1.484	2.056	9	0	16.136
2012	7.972	0	491	2.337	6	0	10.761
2013	7.057	221	343	2.899	3	0	10.523
2014	6.370	42	334	1.886	0	0	8.632
2015	8.087	0	1.630	2.463	1	0	12.181
2016	4.899	0	411	2.245	24	0	7.579
2017	4.927	63	247	1.705	459	0	7.401

2018	4.326	24	471	1.837	41	0	6.699
2019	3.614	31	441	1.789	3	0	5.878
2020	3.746	18	814	1.093	0	0	5.671
Toplam	121.415	514	14.357	29.534	700	44	166.499

Kaynak: (tcmb.gov.tr, 2021)

2002-2020 yılları arasında gerçekleşen doğrudan yabancı sermayeli yatırımlar incelendiğinde Türkiye'nin en yüksek miktarda yatırımı 121.415 milyon dolarla Avrupa'dan aldığı en düşük yatırım miktarını ise 44 milyon dolarla diğer ülkelerden aldığı anlaşılmaktadır. Avrupa'dan gelen doğrudan yabancı sermayeli yatırımların en yüksek miktarı 14.572 milyon dolarla 2006 yılında, en düşük yatırım miktarı ise 2002 yılında 468 milyon dolarla gerçekleşmiştir. Avrupa'dan sonra en fazla doğrudan yabancı sermayeli yatırım ise Asya ülkelerinden gelmiştir. Yıllar itibariyle toplam doğrudan yabancı sermayeli yatırımın en düşük olduğu yıl 571 milyon dolarla 2002 yılı, en yüksek olduğu ise 19.137 milyon dolarla 2007 yılıdır. Avrupa'dan Türkiye'ye 2020 yılında gerçekleşen doğrudan yabancı sermayeli yatırım miktarı 2003 yılından itibaren yaşanan en düşük miktar olarak göze çarpmaktadır. 2010 yılından 2011'e büyük bir sıçrama yaşanan Avrupa kaynaklı doğrudan yabancı sermaye yatırım miktarı 2015 yılı haricinde 2011 yılından itibaren düşmektedir.

2.7. TÜRKİYE'NİN KREDİ NOTLARI

1990'lı yıllardan 2002'ye kadar Türkiye ekonomik ve siyasi istikrarsızlıkların yaşandığı, uluslararası sermaye sahiplerinin yatırımdan çekindiği bir dönem olmuştur. Enflasyon oranlarındaki olağanüstü artışlar, kamunun yüksek orandaki borç oranı, bütçede yaşanan açıklar, dış dünyaya karşı kırılgan bir yapı ve ülkenin politik olarak çalkantılı dönemler geçirdiği dönemde uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarından alınan düşük notlar son derece doğal olmuştur. 2001'de yaşanan %9,5 oranındaki küçülme ve cari açık problemleri bu dönemde verilen kredi notlarının dip olmasına neden olmuştur. 2002 yılındaki hükümet değişikliğiyle gelen istikrar 2008 yılına kadar sürmüştür. Bu dönemde ülkenin uzun vadeli kredi notu yükseliş eğilimi

göstermiştir. Ancak dünya çapında etkili olan 2008 finans krizi Türkiye'yi de etkilemiştir. Etkisini en çok reel sektörde hissettiren finans krizi sonucunda Türkiye 2009 yılında %4,7 oranında küçülmüştür. Dünya genelinde yaşanan kriz Türkiye'yi de ciddi oranda etkilemiş, bu durum da kredi notunun düşmesine neden olmuştur. Krizin etkisinin azalmasıyla 2010'dan sonra büyüme ivmesi yakalayan Türkiye'nin kredi notu 2012'de yatırım yapılabilir seviyeye yükseltilmiştir (Gülmez ve Gündoğan, 2014: 81-82).

Tablo 18: Türkiye'nin 1992-2020 Yılları Arasındaki Kredi Notları

Yıl	Kredi Notu	Görünüm	Kredi Derecelendirme Şirketi
2020	B2	Negatif	Moody's
2020	BB-	Negatif	Fitch
2019	BB-	Durağan	Fitch
2019	BB-	Negatif	Fitch
2019	B1	Negatif	Moody's
2018	Ba3	Negatif	Moody's
2018	B+	Durağan	S&P
2018	BB	Negatif	Fitch
2018	Ba2	under review	Moody's
2018	BB-	Durağan	S&P
2018	Ba2	Durağan	Moody's
2017	Ba1	Negatif	Moody's
2017	BB	Negatif	S&P
2017	BB+	Durağan	Fitch
2016	BB	Durağan	S&P
2016	Ba1	Durağan	Moody's
2016	BBB-	Negatif	Fitch
2016	BB (Yüksek)	Negatif	DBRS
2016	BB	Negatif	S&P
2016	Baa3	Negatif İzlemede	Moody's
2016	BB+	Durağan	S&P
2014	Baa3	Negatif	Moody's
2014	BB+	Negatif	S&P
2013	BBB (Düşük)	Durağan	DBRS
2013	Baa3	Durağan	Moody's
2013	BB+	Durağan	S&P
2012	BBB-	Durağan	Fitch
2012	Ba1	Pozitif	Moody's
2012	BB	Durağan	S&P
2011	BB+	Durağan	Fitch
2010	BB+	Pozitif	Fitch
2010	Ba2	Pozitif	Moody's
2010	BB	Pozitif	S&P
2010	Ba2	Durağan	Moody's
2009	BB+	Durağan	Fitch
2009	BB-	Pozitif İzlemede	Fitch

2009	Ba3	Pozitif	Moody's
2009	BB-	Durağan	S&P
2008	BB-	Negatif	S&P
2008	BB-	Durağan	S&P
2008	BB-	Negatif	S&P
2007	BB-	Durağan	Fitch
2006	BB-	Durağan	S&P
2006	BB-	Pozitif	S&P
2005	Ba3	Durağan	Moody's
2005	BB-	Pozitif	Fitch
2005	B1	Pozitif	Moody's
2005	BB-	Durağan	Fitch
2004	B+	Pozitif	Fitch
2004	BB-	Durağan	S&P
2004	B+	Pozitif	S&P
2004	B+	Durağan	Fitch
2003	B1	Durağan	Moody's
2003	B+	Durağan	S&P
2003	B	Pozitif	Fitch
2003	B-	Pozitif	Fitch
2003	B	Durağan	S&P
2003	B-	Negatif	Fitch
2002	B-	Durağan	S&P
2002	B1	Negatif	Moody's
2002	B-	Negatif	S&P
2002	B-	Durağan	S&P
2002	B	Durağan	Fitch
2002	B-	Pozitif	S&P
2002	B1	Durağan	Moody's
2001	B-	Durağan	S&P
2001	B	Negatif	Fitch
2001	B-	Negatif	S&P
2001	B-	Durağan	S&P
2001	B-	Negatif İzlemede	S&P
2001	B1	Negatif	Moody's
2001	B+	Negatif İzlemede	Fitch
2001	B	Negatif İzlemede	S&P
2001	BB-	Negatif İzlemede	Fitch
2001	B1	Durağan	Moody's
2001	B+	Negatif İzlemede	S&P
2000	B+	Durağan	S&P
2000	BB-	Durağan	Fitch
2000	BB-	Durağan	Fitch
2000	B1	Pozitif izlemede	Moody's
2000	BB-	N/A	Fitch
2000	B+	Pozitif	S&P
2000	B+	Pozitif İzlemede	Fitch
1999	B	Pozitif	S&P
1999	B1	Pozitif	Moody's
1999	B	Durağan	S&P
1998	B	Pozitif	S&P
1997	B1	Durağan	Moody's

1997	Ba3	Negatif İzlemede	Moody's
1996	B+	N/A	Fitch
1996	B	Durağan	S&P
1996	BB-	Negatif İzlemede	Fitch
1996	B+	Negatif İzlemede	S&P
1995	B+	Durağan	S&P
1995	BB-	N/A	Fitch
1995	B+	Pozitif	S&P
1994	B+	Durağan	S&P
1994	B	N/A	Fitch
1994	Ba3	Durağan	Moody's
1994	B+	Negatif İzlemede	S&P
1993	Baa3	Durağan	Moody's
1993	BBB	Negatif	S&P
1993	BBB	Durağan	JCR
1992	BBB	Negatif	S&P
1992	Baa3	Durağan	Moody's
1992	BBB	Durağan	JCR

Kaynak: (<https://tr.tradingeconomics.com/turkey/rating>)

Sermaye hareketlerinde serbestleşme 1980'nin başında ekonomik reformlar ile beraber uygulanmış ve 1989'da 32 sayılı kararname ile tamamlanıp yeni bir döneme geçişi hızlandırmıştır. Bu dönemle beraber tam anlamıyla serbestleşen sermaye hareketleriyle beraber konvertibilite yönünde ciddi adım atılmıştır (Coşkun, 2016, s. 268). Türkiye ekonomisi 1990'larda kamunun aktif, özel sektörün de bazı aile şirketlerinin hâkimiyetinde olduğu bir yapıdadır. Bu dönemde Türkiye'deki kamu borcunun GSYH'ye oranı %10 civarında olmuştur. Bu borç yükünün ise geri ödenmesi düşük seviyelerde gerçekleşmiştir. Türkiye'nin dışa açılmasıyla beraber yabancı kaynaklı fonlar genişlemiş, bu fonlar da MB tarafından likidite olarak kullanılmasıyla piyasada enflasyonist bir baskı yaşanmıştır. Yaşanan yüksek düzeyli enflasyon ve planlanan özelleştirmelerin yapılamamasından dolayı Türkiye'nin 1993 yılındaki kredi notu spekülasyon seviyeye indirilmiş, bundan dolayı da yabancı sermaye çıkışlarına neden olmuştur (Karagöl ve Mihçioğur, 2012: 18). Bu gelişmeler ile birlikte Türkiye'nin kredi derecelendirme serüveni 1990 yılında başlamıştır. Tablo 18 incelendiğinde 1990 yılında Türkiye'nin almış olduğu uzun vadeli kredi notları S&P'den BBB, Moody's' ten Baa3 ve JCR'den BBB'dir. Ağustos 1990'da başlayan Körfez Savaşından dolayı Türkiye'nin tahvil ihraç edemediği için kredi notlarının açıklanması 1992 yılını bulmuştur. 1992 yılında S&P'nin verdiği ülke kredi notuyla kredi derecelendirmesi ile tanışmıştır. Daha sonra 1992'de Moody's ve 1994'de Fitch Ratings kredi derecelendirme kuruluşları da

Türkiye için kredi derecelendirme faaliyetlerine başlamışlardır (<https://www.bloomberght.com/s-p-turkiye-nin-kredi-notunu-teyit-etti-gorunumu-degistirmede-2260820>). Moody's Türkiye'nin kredi notunu 1994'te yatırım yapılabilir eşiğin altına düşürmüştür. 1994 yılından 2013 yılına kadar Moody's ve Fitch'in Türkiye kredi notları yatırım yapılabilir eşiğin altında kalmıştır. 2013 yılında yatırım yapılabilir seviyeye yükseltileen not 2015 yılında tekrar yatırım yapılabilir eşiğin altında kalmıştır. Türkiye'nin bugünkü üç büyük derecelendirme kuruluşuna göre yatırım yapılabilir seviyesi spekülâtif düzeydedir (<https://www.mahfiegilmez.com/2020/09/turkiyenin-kredibilitesi.html>). Yukarıdaki grafikten, derecelendirme kuruluşların verdiği notların seyrinde bazı dönemlerde farklılıklar olmakla birlikte genellikle paralellik gösterdiği anlaşılmaktadır. Türkiye'nin kredi notlarında S&P (BBB) ve Moody's' ten (Baa3) yatırım yapılabilir ülke notu olarak başladığı kredi notu sürecinde yıllar itibariyle oldukça dalgalı bir seyir izlenmektedir. Kredi notlarının zaman içinde düştüğü, 2001 yılında yaşanan kriz döneminde en düşük seviyeye indikten sonra 2003 yılından itibaren tekrar yükselmeye başladığı görülmektedir. 2016'da ise Moody's ve Standart and Poor's Türkiye'nin kredi notunu yeniden yatırım yapılamaz seviyeye çekmiştir (Coşkun, 2016: 268). 2020 yılında Türkiye'nin Moody's' ten almış olduğu not tarihinde almış olduğu en düşük kredi notu seviyesidir. Bu seviye yatırım yapılabilir seviyenin derece altındadır. Moody's 'in vermiş olduğu not B2 seviyesi yüksek derecede spekülâtif olarak değerlendirilmektedir. Türkiye'nin almış olduğu kredi notuyla aynı olan Uganda, Tanzanya, Etiyopya ve Kenya gibi gelişmemiş Afrika ülkeleri olarak göze çarpmaktadır. Moody's not indiriminin nedenlerini şöyle açıklamıştır:

- Dış borçların, azalan döviz rezervlerinin ödemeler dengesinde kriz olma riskini artırması
- Artan riskler karşısında etkin bir şekilde politikaların uygulanmaması
- Mali dengede yaşanan kırılganlıklar

Türkiye'nin uygulanan politikalardan dolayı yüksek bir ödemeler dengesi krizi riskinin olduğu Türkiye'nin jeopolitik konumun riskleri arttırabileceği öngörülmektedir. 2020 yılı için Fitch Türkiye'nin uzun vadeli kredi görünümünü BB- olarak teyit ederek, kredi notu görünümü ise durağandan negatife çekmiştir. Fitch açıklamasında Türkiye'nin zayıf dış finansman, ekonomideki dalgalanmalar, yüksek seyreden enflasyon ve politik riskler gibi etmenlerden dolayı riskli olduğunu

belirtmiştir (https://tr.sputniknews.com/ekonomi/202008221042699056-fitch-turkiyenin-notunu-teyit-etti-gorunumunu-negatife-cekti/).

S&P, Türkiye'nin kredi notunu 2018 yılında döviz kurlarındaki sert yükselişten dolayı düşürdü. Uzun vadeli kredi notu yatırım seviyesinin dört derece altında B+ olarak teyit ederek görünümü ise durağan olarak bırakmıştır. Açıklamasında yüksek enflasyon cari işlemler açığının yüksek olduğu vurgulanmıştır. 2020 yılında ise uzun vadeli döviz cinsinden B+ olan kredi notunu teyit etmiş. Moody's B1 ve görünüm, Fitch ise BB- ve durağan olarak kredi notlarını vermişlerdir (<https://www.bloomberght.com/s-p-turkiye-nin-kredi-notunu-teyit-etti-gorunumu-degistirmede-2260820>).

2.8. KARŞILAŞTIRMALI ÜLKE DERECELENDİRME İNDEKSİ VE DOĞRUDAN YATIRIMLAR

Tablo 19'da Türkiye'nin üç büyük derecelendirme kuruluşu tarafından 1992-2020 yılları için açıklan ülke kredi notlarının Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksine göre karşılık gelen puanları ve bu yıllar içerisinde ülkemize gerçekleşmiş olan doğrudan yatırım miktarları sunulmuştur.

Tablo 19: Türkiye'nin Kredi Notlarına Karşılık Gelen KÜDİ Puanları ve Doğrudan Yatırımlar

Yıl	S&P Notuna Karşılık Küdi Puanı	Moody's Notuna Karşılık Küdi Puanı	Fitch Küdi Notuna Karşılık Küdi Puanı	Doğrudan Yatırımlar (Milyon Dolar)
1992	58,5	55,18	60,16	844
1993	58,5	53,52	60,16	636
1994	35,26	40,24	30,28	608
1995	35,26	40,24	40,24	885
1996	30,28	40,24	35,26	722
1997	30,28	35,26	35,26	805
1998	31,94	35,26	35,26	940
1999	31,94	36,62	35,26	783
2000	35,26	36,92	40,24	982
2001	25,3	33,6	28,62	3.352
2002	25,3	33,6	30,28	571
2003	35,26	35,26	31,94	696

2004	40,24	35,26	36,92	1.190
2005	40,24	40,24	41,9	8.535
2006	40,24	40,24	41,9	17.639
2007	40,24	40,24	40,24	19.137
2008	38,58	40,24	40,24	14.748
2009	40,24	41,9	50,2	6.266
2010	46,88	46,88	51,86	6.256
2011	46,88	46,88	50,2	16.136
2012	45,22	51,86	40,24	10.761
2013	50,2	55,18	55,18	10.523
2014	48,54	53,52	55,18	8.632
2015	48,54	53,52	55,18	12.181
2016	45,22	50,2	53,52	7.579
2017	43,56	48,54	50,2	7.401
2018	35,26	38,58	43,56	6.699
2019	35,26	33,6	40,24	5.878
2020	35,26	28,62	40,24	5.671

Kaynak: (Akçayır ve Yıldız, 2014, s. 10)

Tablo 19’da Türkiye’nin 1992 yılından 2020 yılına kadar kredi derecelendirme kuruluşlarından almış olduğu kredi notlarına karşılık gelen KÜDİ puanları ve yıllar itibariyle doğrudan yatırım miktarı gösterilmiştir. Genel olarak değerlendirildiğinde Türkiye’nin üç büyük kredi derecelendirme kuruluşundan almış olduğu kredi notlarına karşılık gelen KÜDİ puanları değerlendirildiğinde Türkiye’nin en yüksek notları Fitch’in, en düşük notları ise S&P’nin vermiş olduğu görülmektedir. Türkiye’nin kredi notlarına karşılık gelen KÜDİ puanlarına bakıldığında 1992 yılında alınan puana bir daha ulaşamadığı geçen yıllar itibariyle puanların düştüğü anlaşılmaktadır. Türkiye’nin 1992 yılında almış olduğu kredi notuna karşılık gelen KÜDİ puanlarına (S&P 58,5, Moody’s 55,18 ve Fitch 60,16) en yakın KÜDİ puanları 2014 ve 2015 yıllarında olduğu görülmektedir. Genel olarak bakıldığında 2020 yılındaki KÜDİ puanları en düşük notlar olarak görülmektedir.

2.8.1. Türkiye'nin KÜDİ Puanları

Tablo 20'de Türkiye'nin 1992 yılından bu yana üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu tarafından verilen kredi notları ve bu notlara karşılık gelen KÜDİ puan sistemiyle eşleştirilmiştir.

Tablo 20: Türkiye'nin Kredi Notlarının Karşılaştırmalı Ülke İndeksine Göre Karşılığı

Yıl	Standard and Poor's		Moody's		Fitch	
	Kredi Notu	Küdi Puanı	Kredi Notu	Küdi Puanı	Kredi Notu	Küdi Puanı
1992	BBB (negatif)	58,5	Baa3	55,18	BBB	60,16
1993	BBB (negatif)	58,5	Baa3 (negatif)	53,52	BBB	60,16
1994	B+ (durağan)	35,26	Ba3	40,24	B	30,28
1995	B+ (durağan)	35,26	Ba3	40,24	BB-	40,24
1996	B (durağan)	30,28	Ba3	40,24	B+	35,26
1997	B (durağan)	30,28	B1	35,26	B+	35,26
1998	B (pozitif)	31,94	B1	35,26	B+	35,26
1999	B (pozitif)	31,94	B1 (pozitif)	36,62	B+	35,26
2000	B+ (durağan)	35,26	B1 (pozitif)	36,92	BB-	40,24
2001	B- (durağan)	25,3	B1 (negatif)	33,6	B (negatif)	28,62
2002	B- (durağan)	25,3	B1 (negatif)	33,6	B (durağan)	30,28
2003	B+ (durağan)	35,26	B1 (durağan)	35,26	B (pozitif)	31,94
2004	BB- (durağan)	40,24	B1 (durağan)	35,26	B+ (pozitif)	36,92
2005	BB- (durağan)	40,24	Ba3 (durağan)	40,24	BB- (pozitif)	41,9
2006	BB- (durağan)	40,24	Ba3 (durağan)	40,24	BB- (pozitif)	41,9
2007	BB- (durağan)	40,24	Ba3 (durağan)	40,24	BB- (durağan)	40,24
2008	BB- (negatif)	38,58	Ba3 (durağan)	40,24	BB- (durağan)	40,24
2009	BB- (durağan)	40,24	Ba3 (pozitif)	41,9	BB+ (durağan)	50,2
2010	BB (pozitif)	46,88	Ba2 (pozitif)	46,88	BB+ (pozitif)	51,86
2011	BB (pozitif)	46,88	Ba2 (pozitif)	46,88	BB+ (durağan)	50,2
2012	BB (durağan)	45,22	Ba1 (pozitif)	51,86	BB- (durağan)	40,24
2013	BB+ (durağan)	50,2	Baa3 (durağan)	55,18	BBB- (durağan)	55,18

2014	BB+ (negatif)	48,54	Baa3 (negatif)	53,52	BBB- (durağan)	55,18
2015	BB+ (negatif)	48,54	Baa3 (negatif)	53,52	BBB- (durağan)	55,18
2016	BB (durağan)	45,22	Ba1(durağan)	50,2	BBB- (negatif)	53,52
2017	BB (negatif)	43,56	Ba1 (negatif)	48,54	BB+ (durağan)	50,2
2018	B+ (durağan)	35,26	Ba3 (negatif)	38,58	BB (negatif)	43,56
2019	B+ (durağan)	35,26	B1 (negatif)	33,6	BB- (durağan)	40,24
2020	B+ (durağan)	35,26	B2 (negatif)	28,62	BB- (durağan)	40,24

Kaynak: (Akçayır ve Yıldız, 2014: 10)



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ARAŞTIRMANIN METODOLOJİSİ VE TEMEL BULGULAR

Bu bölümde araştırmanın metodolojisi ve Türkiye için açıklanmış olan kredi notlarına karşılık gelen Küdi değerlerine karşılık gelen doğrudan sermaye yatırımlar üzerindeki ilişkisi test edilecektir. Aynı zamanda kredi derecelendirmesi ile ilgili literatür özetini sunulacaktır. Son bölümde ise yapılan korelasyon analizi bulgularına yer verilecektir

3.1. ARAŞTIRMANIN METODOLOJİSİ

Araştırmanın metodolojisi başlığı altında araştırmanın konusu, önemi, model setinin işlenmesi ve analiz edilmesinde kullanılan korelasyon analizine yer verilecektir.

3.1.1. Araştırmanın Konusu ve Önemi

Bu çalışmanın konusu, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye için açıklamış oldukları kredi notlarının bir sonraki yıl Türkiye'ye gerçekleşen doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerindeki etkisini incelemektir.

Araştırmanın amacı en önemli uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarından olan Standart and Poors, Moody's ve Fitch'in Türkiye'ye 1992-2020 yılları arasında vermiş oldukları kredi notlarının doğrudan yatırımlar üzerinde ne düzeyde etkili olduğu ve doğrudan yatırımların zaman içerisindeki değişkenliği korelasyon analiziyle ortaya koyulmaya çalışılmıştır.

3.1.2. Model ve Veri Seti

Yapılan analizde en önemli kredi derecelendirme kuruluşlarından olan Standart and Poor's, Moody's ve Fitch'in 1992-2020 yılları arasında Türkiye için açıklamış oldukları kredi notlarının Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme indeksine göre hesaplanarak elde edilen puanlar ile 1992-2020 yılları arasında ülkemize gelen

doğrudan yabancı sermaye yatırım miktarlarından oluşmaktadır. Bu veriler yıllık olarak analiz edilmiştir.

3.1.3. Araştırmanın Yöntemi

Bu tez çalışmasında; Türkiye'ye derecelendirme kuruluşları tarafından verilen ülke kredi notlarının doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını ne ölçüde etkilediğini incelemek amacıyla kredi derecelendirme notlarına karşılık gelen Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme indeksi kullanılarak korelasyon analizi kullanılmıştır.

3.1.4. Korelasyon Analizi

Korelasyon Analizi iki değişken arasındaki doğrusal ilişkiyi veya bir değişkenin iki veya daha fazla değişkenin ilişkisini test etmek varsa bu ilişkinin derecesini ve yönünü belirlemek için kullanılan istatistiksel bir yöntemdir. Korelasyon analizinde doğrusal bir ilişkinin varlığı ve varsa bu ilişkinin derecesi Korelasyon katsayısı ile hesaplanır. Korelasyon katsayısı genellikle r ile gösterilir ve -1 ile +1 arasında değerler alır. Korelasyon analizinde veriler sürekli ve normal dağılım gösteriyorsa Pearson korelasyon katsayısı kullanılırken, dağılımın normallikten uzak olduğu durumlarda ise Spearman Sıra korelasyonu kullanılır (Kalaycı, 2009: 115-116). İki değişken arasındaki korelasyon katsayısının yorumu aşağıda gösterilmiştir.

r	İlişki
0,00-0,25	Çok zayıf
0,26-0,49	Zayıf
0,50-0,69	Orta
0,70-0,89	Yüksek
0,90-1,00	Çok yüksek

H₀: Doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile kredi derecelendirme notları arasında ilişki yoktur.

H₁: Doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile kredi derecelendirme notları arasında ilişki vardır.

3.1.5. Bulgular

1992-2020 yılları arasında Türkiye'ye yapılan doğrudan yatırım miktarı ile S&P, Moody's ve Fitch uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının bu yıllardaki Türkiye'ye ait karşılaştırılabilir ülke derecelendirme indeks değerlerinden oluşan veri setinin normal dağılıp dağılmadığı Shapiro-Wilk Normallik testi ile sınanmıştır. Bu testin sonucunda doğrudan yatırımların dağılımının normal olduğu buna karşın ülke derecelendirme indeks değerlerinden ise sadece Moody's KÜDİ değişkenin normal dağılımlı, diğer değişkenlerin normal dağılım göstermediği bulunmuştur.

Değişkenler	İstatistik	sd	p
S&P KÜDİ	,957	29	,282
Moody's KÜDİ	,913	29	,021*
Fitch KÜDİ	,934	29	,068
Doğrudan Yatırımlar (Milyon \$)	,860	29	,001*

Normallik testi sonuçlarına göre Korelasyon analizi için Spearman Sıra korelasyonu kullanılmasının daha uygun olduğu görülmüştür. Spearman'ın Sıralama Korelasyon Katsayısı analizine göre 1992-2020 yılları arasında Türkiye'ye yapılan doğrudan yatırım miktarı ile S&P, Moody's ve Fitch KÜDİ arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulunmuştur.

Tablo 21: Değişkenlerin Betimleyici İstatistikleri ve Spearman Korelasyonları

Değişken	n	Ort.	SS	1	2	3	4
1.Doğrudan Yatırım	29	6105.379	5726.107	—	.502**	.395*	.482**
2.S&P KÜDİ	29	39.782	8.463		—	.870**	.896**
3.Moody's KÜDİ	29	42.118	7.701			—	.814**
4.Fitch KÜDİ	29	43.102	9.187				—

*p<.05. **p<.01.

Bu ilişki katsayıları sırasıyla $r_{\text{spearman}} = .502$, $p=.006$; $r_{\text{spearman}} = .395$, $p=.034$ ve $r_{\text{spearman}} = .482$, $p=.008$ olarak elde edilmiştir. S&P, Moody's ve Fitch KÜDİ değerleri arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulunmuştur.

3.1. LİTERATÜR TARAMASI

Kredi derecelendirme kuruluşları vermiş oldukları kredi notlarıyla son zamanlarda hem gelişmiş hem de az gelişmiş ülkeleri yakından ilgilendiren kuruluşlar olarak ön plandadırlar. Dünya ekonomik sistemi içerisinde olağanüstü ölçekte gerçekleşen uluslararası yatırımları etkilerinin ne olduğunu araştırmak için birçok çalışma yapılmıştır.

Cantor ve Packer (1996) kredi derecelendirme notunun; Milli gelir, GSYH, Ekonominin Dış İç Dengesi, Gelişmişlik Seviyesi ve ülkenin iflasa düşmesi gibi sekiz ekonomik değişkenle söz konusu ülkenin borç ödeme kapasitesi ile olan ilişkisini analiz etmiştir. Yapılan Olağan En Küçük Kareler (OLS) testiyle 8 sekiz ekonomik göstergenin ülkeye verilen notlarla arasında %90 üzerinde bir ilişki taşıdığı ortaya çıkmıştır.

Kargı (2014), Türkiye'ye ait kredi notlarını ekonomik göstergelerle olan ilişkisini incelemiştir. Ekonomik verilerden yapılan analizde Türkiye'nin en düşük notu S&P'den, en uygun notları Fitch'ten, Moody's'in ise değişkenlere etkisi olmayan notlar açıkladığını analiz edilmiştir.

Kuru (2020) çalışmasında 2000-2016 yılları arasında Meksika, Endonezya, Güney Kore ve Türkiye'nin ülke kredi notlarının yabancı sermaye yatırımları üzerine etkisini panel veri analizi olarak test etmiştir. Analiz sonucunda kredi derecelendirme kuruluşlarının vermiş oldukları notların yatırımlar üzerinde etkisi olmadığı anlaşılmıştır.

Keskin (2021) çalışmasında 1998-2019 yılları arasında kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'ye vermiş oldukları notların doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve portföy yatırımlarına olan etkisini Johansen ve ARDL eşbütünleşme yöntemleriyle analiz etmiştir. Test sonucunda verilen kredi notlarının portföy yatırımlarında pozitif ve anlamlı olduğu ancak doğrudan yatırımlar üzerinde ise anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Türkseven, D. N. , Özdilek, E. & Kutlar, S. , 1992-2019 yılları arasında Türkiye'nin kredi notu, ekonomik büyümesi ve yatırımlar arasındaki ilişki

Johansen eşbütünleşme analizi ve Granger nedensellik analizi ile test edilmiştir. Yapılan Johansen eşbütünleşme analiz sonucunda uzun dönemli ilişki gözlenmiştir. Granger nedensellik analiziyle de doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve kredi notları arasında çift yönlü ilişki, büyüme ile doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerinde ile kredi notları arasında tek yönlü ilişkinin olduğu görülmüştür.

Akçayır, Ö. & Doğan, B. (2016) Türkiye'nin 1992-2015 arasındaki kredi notlarındaki değişimin sermaye yatırımları üzerindeki etkileri ADF, PP, KPSS VE Ng-Perron birim kök testleriyle analiz edilmiştir. Analiz sonucunda KÜDİ puanının bir puan artması sermaye hareketinin de %1,75 oranında artış gösterdiği test edilmiştir.

Balikçi, B. (2017) , 1992-2015 yıllarında kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilen notların KÜDİ'ye dönüştürülerek Panel nedensellik testi kullanılmıştır. Elde edilen sonuca göre kredi notlarının yabancı sermaye yatırımları üzerinde etkili olduğu tespit edilmiştir.

Vergili vd. (2018), yaptıkları çalışmalarında 2006-2017 yılları arasında Türkiye'de gerçekleşmiş doğrudan sermaye yatırımları ile S&P'nin Türkiye'ye vermiş olduğu kredi notları arasındaki ilişki zaman serisi analizleriyle incelenmiş ve doğrudan sermaye yatırımları ile S&P'nin Türkiye'ye vermiş olduğu kredi notları uzun dönemli ilişkinin olduğu Johansen Eşbütünleşme Testiyle tespit edilmiştir.

Özel (2019), çalışmasında kredi derecelendirme kuruluşlarının raporlarını inceleyerek kredi notunun yatırım yapılabilir eşğin altında olmasının nedenlerini tespit etmiştir. Bunlar; cari açık, dış finansmana olan bağımlılık ve döviz kuru riskleri gibi faktörlerdir.

Uysal vd. (2013) 1992-2010 yılları arasında doğrudan yabancı sermaye yatırımlar ile ülke riski ve makroekonomik göstergeler arasında ilişkinin ne ölçüde olduğu tespit etmeye çalışmışlardır. Yapılan Johansen eş bütünleşme analiziyle doğrudan yabancı sermaye yatırımı ile politik risk ve kredi notu arasında anlamlı ilişki analiz edilmiştir.

Çolak (2017), 2005-2016 yılları arasındaki Türkiye'nin ekonomik göstergeleri ile Moody's'in kredi notları arasındaki nedenselliğinin ölçütü araştırılmıştır. Johansen Eş Bütünleşme testiyle seriler arasında uzun dönemli ilişkinin olduğu ancak kredi notlarıyla ekonomik göstergeler arasında bir nedenselliğin olmadığı tespit edilmiştir.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Kredi derecelendirmesi, yatırımcının almış olduğu risk hakkında belirli notasyonlar kullanarak borcun geri ödenmeme riskini ortaya koyarak yatırımcıya yol gösterici bir görüştür. Yatırımcı verilen notasyonlar neticesinde daha güvenli yatırım kararları verebilmektedir. Yatırımcı yatırım kararını vermeden önce yatırım yapacağı ülkenin, şirketin ya da menkul kıymetin olası risklerini kredi derecelendirmesi vasıtasıyla öğrenebilmekte ve yatırım kararını bu yönde vermektedir. Bu bağlamda kredi derecelendirmesi günümüzün en büyük sorunlarından biri olan bilgi asimetrisinin giderilmesinde yatırımcılara sağlamış olduğu siyasi, ekonomik ve mali konularda bilgi ve analizlerle yatırımcıya rehber olabilmektedir.

Kredi değeri analizi öncelikle uluslararası para piyasalarında fonlara ihtiyaç duyanlar talep eder. Çünkü fonlarını talep eden kuruluş kredi değerliğini baz alarak borcun koşul ve faizini belirleyebilmektedir. Fon ihraç etmek isteyen ekonomik aktörün sadece ekonomik değil sosyoekonomik ve siyasi yapıları da birbiriyle uyum içinde olması beklenmektedir.

Fon talep eden devlet veya sektörün risk durumu, yatırımcı için yol gösterici bir görüştür. Çünkü fon talep edenin derecelendirme notunun yüksekliği daha uzun vadeli ve düşük maliyetli fon temin edebilme imkânı sağlamaktadır. Kredi notunun yüksekliği ülkenin göstergelerini olumlu yönde etkileyerek yabancı sermaye girişlerinde artış sağlamaktadır. Fon talep eden ülkelerin fonlara uygun şartlarda ulaşmaları ülkenin mali şartlarında olumlu katkılar sağlayacak bu sayede de ülkenin makroekonomik göstergeleri olumlu yönde artış gösterecektir. Kredi derecelendirmesi, dünya ekonomileri arasındaki sermaye akışları üzerindeki etkisi, gelişme yolundaki ülkelerin derecelendirme kuruluşları tarafından verilecek yatırım yapılabilir seviye notları ekonomik performanslarını olumlu yönde etkileyerek yabancı sermaye yatırımların ülkeye gelmeleri açısından rolleri vardır. Gelişmekte olan ekonomiler için yabancı sermaye ihtiyacı gerekliliğinden ötürü bu ülkeler kredi notlarının yatırım eşiğinin üstünde olması için riskleri azaltmak istemektedirler. Bu kapsamda düşünüldüğünde az gelişmiş ve Türkiye gibi gelişme yolundaki ülkeler en önemli derecelendirme kuruluşlarından olan S&P, Moody's ve Fitch'ten yüksek not olarak ülkeye yatırım çekmeyi istemektedirler.

Türkiye'nin 1990'lı yıllarla beraber serbestleşmeye yönelik düzenlemeleri hayata geçirmesiyle beraber küresel sermayeden aldığı payda artmaya başlamıştır. 1990 yılında ilk kredi notu olarak yatırım yapılabilir derecelendirmesini alan Türkiye'nin yıllar içerisinde notunda dalgalanmalar yaşanmıştır. 1994 yılında yatırım yapılabilir konumunu kaybeden Türkiye'nin yatırım yapılabilir seviyeye ulaşması 19 yıl sonra 2013 yılını bulmuştur. Türkiye 2015 yılında yatırım yapılamaz seviyeye gerileyen kredi değerliliği halen yatırım yapılabilir seviyenin altındadır. Küresel sermayeden aldığı payı daha da artırmak isteyen Türkiye birçok kanun ve düzenlemelerle yabancı sermayenin ülkeye olan ilgisini çekmeye çalışmıştır. Yeterli oranda tasarruf birikimine, teknolojiye, altyapıya sahip olmayan Türkiye için ekonomik büyüme, istihdam ve birçok ekonomik göstergelerindeki hedeflerine ulaşabilmesi için yabancı sermayeyi ülkeye çekebilmek bir zorunluluk olmuştur. Yatırım kararının verilmesinde bir rehber niteliği taşıyan kredi derecelendirmesi ülkenin ekonomik, siyasi ve sosyal yapısı hakkındaki analiz ve görüşleri ekonomiler için önemli bir yer tutmaktadır. Türkiye'nin siyasi, sosyal ve ekonomik olarak istenilen seviyeye gelememesi kredi notlarının düşük seyretmesine neden olmaktadır.

Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşları tarafından Türkiye için açıklanan raporlarda ortak olarak göze çarpan not düşüklüğünün nedenleri şöyle sıralanabilir:

- TL'nin değer kaybetmesi ve yüksek seyreden enflasyon varlığı,
- Türkiye'nin dış kırılganlıklarının bir ödemeler dengesi kriziyle sonuçlanması olasılığının artması,
- Doğu Akdeniz, Suriye ve Yunanistan gerilimleri içeren birkaç cephedeki jeopolitik risklerin bir kriz durumunda hızlandırıcı olabilme ihtimali,
- Merkez Bankası döviz rezervlerinde yaşanan ciddi düşüşler ve MB'nin bağımsızlığının tartışılması,
- Türkiye ekonomisinin dış kaynaklara yüksek dereceli bağımlılığının ciddi ekonomik sorunlara yol açabileceği ihtimali,
- Kısa ve uzun vadeli olmak üzere dış borç ödemeleri ve yurtdışı yerleşiklerin döviz mevduatlarının toplamı döviz rezervlerinin birkaç katı büyüklüğünde olması, borç çevirme oranının ortaya çıkardığı dış şok riskindeki yükseliş,
- Türkiye'nin Rusya'dan satın aldığı S – 400 füze savunma sistemiyle ilgili olarak ABD ile yaşanan kriz,

- ABD'nin Türkiye'ye ambargo uygulanması durumunda Türkiye'nin ekonomik sorunlara yol açma ihtimali,
- Sağlam bankacılık ve kamu maliyesi yapısına rağmen cari açık ve döviz kuru risklerine karşı ekonominin kırılgan olduğu,
- Dış finansmana olan ihtiyacı için Türkiye'yi uluslararası piyasalara olan bağımlılığının artması,
- Makroekonomik koşullardaki belirsizlik, mali göstergelerinin kötüye gitme riskinin artması,
- İşsizliğin artması,
- OHAL koşullarının ülke ekonomisini ve kurumların işleyişini olumsuz etkileyeceği düşüncesi,
- Kamu Özel İşbirliği Projelerinin ve Kredi Garanti Fonu'nun potansiyel yükümlülükleri,
- Varlık Fonu'nun elindeki varlıkları teminat göstererek borçlanması meselesi.
- Öngörülemeyen siyasi, sosyal ve ekonomik politikaların ortaya çıkardığı belirsizlik olarak sıralanabilmektedir.

Türkiye için üç büyük derecelendirme kuruluşunun raporlarında açıklanan nedenlerin birçoğu Türkiye'nin kronik olarak yıllardır yaşadığı sorunlar olarak göze çarpmaktadır. Enflasyon, işsizlik, yüksek borç oranı ve cari açık gibi yıllardır süregelen ekonomik göstergelerin yüksekliği kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkemize verdikleri kredi notunun düşük olmasının ekonomik nedenleri olarak görülmektedir. Türkiye'nin jeopolitik konumunun da etkisiyle dolaylı/dolaysız olarak yaşadığı siyasi krizlerin varlığı ve ülke içi siyasi çekişmeler ve siyasi ortam belirsizliği de kredi derecelendirme kuruluşlarının raporlarında sürekli açıklanan nedenlerdendir. Türkiye'nin kredi notunun yatırım yapılabilir seviyenin üzerine çıkması için kredi derecelendirme kuruluşları tarafından yayınlanan raporlarda not düşüklüğünün nedenleri arasında sıkça rastladığımız sorunları çözmesi için;

- Yüksek seyreden enflasyonun düşürülmesi,
- MB'nin bağımsız piyasa koşullarına bağlı olarak bağımsız karar verebilmesinin sağlanması,
- Tasarruf oranlarının artırılması,
- Cari açığın ve işsizliğin azaltılması,

- Dış şoklara karşı,
- Ödemeler dengesi pozisyonun güçlendirilmesi,
- Ülke içi siyasi çekişmelerin ve belirsizliklerin minimize edilmesi,
- Komşu ülkelerle yaşanan gerilimlerin azaltılması,
- Yapısal reformların uygulanmasının sağlanması,
- Siyasi, sosyal ve ekonomik politikaların ortaya çıkardığı belirsizlikler gibi kronik hale gelmiş sorularının azaltılması/çözülmesi gerekmektedir.

Her ne kadar ülkemiz için açıklanan kredi notlarının düşük olmasının nedenlerine bakıldığında ülkemizdeki mevcut riskler bir kenara koyulduğunda geçerliliği yüksek olsa bile bu kuruluşlarının birçok kararının taraflı olarak verildiği, ülkemiz ile benzer ekonomik, siyasi ve sosyal ortama sahip ülkelere daha yüksek kredi notları verildiği bilinmektedir.

Nitekim 1997 Asya krizi ve 2008 küresel krizlerinde vermiş oldukları kararlarında da bu kuruluşların objektiflikten uzak olduğu eleştirilmiştir. Enron, Worldcom, Parmalar ve Lehman Brother gibi büyük şirketlerin iflasından önce yüksek kredi notları verildiği anlaşılmıştır.

Bu çalışmada 1992-2020 yılları arasında Türkiye'ye gerçekleşen doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile bu dönemde kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'ye vermiş oldukları kredi notlarına karşılık gelen KÜDİ değerleri arasında ilişki incelenmiştir. Çalışmada yapılan korelasyon katsayısı analizi ile Türkiye'ye gelen doğrudan yatırımlar ile KÜDİ değerleri arasında anlamlı bir ilişki görülmüştür. Türkiye'ye gelen doğrudan yatırımlar ile KÜDİ değerleri arasında en yüksek ilişkinin S&P kredi notları arasında olduğu, en düşük derecede ilişkinin ise Moody's kredi notlarıyla olduğu kredi görülmüştür. S&P, Moody's ve Fitch'in Türkiye için açıklamış olduğu kredi notlarının birbirlerine yakın derecede olduğu analiz edilmiştir.

KAYNAKÇA

Akçayır, Ö. (2013). Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Güvenirliklerinin Sorgulanması: Türkiye'nin Kredi Derecelendirme Geçmişi ve Bugünü (1992-2012). (Yüksek Lisans Tezi). Isparta: Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Akçayır, Ö. ve Doğan, B. (2016). Ülke Kredi Derecelendirme Notlarının Uluslararası Sermaye Hareketleri Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği. Aydın, https://www.researchgate.net/publication/312589261_Ulke_Kredi_Derecelendirme_Not_larinin_Uluslararası_Sermaye_Hareketleri_Uzerine_Etkisi_Türkiye_Ornegi/link/5883ef4caca272b7b4442563/download (Erişim Tarihi: 12.04.2020).

Akçayır, Ö., & Yıldız, Z. (2014). Kredi Derecelendirme Notlarının Uluslararası Standardizasyonu ve Türkiye Analizi (1992-2013). [https://www.akademikbakis.org/.adresinden alınmıştır](https://www.akademikbakis.org/.adresinden_alınmıştır)

Aksoy, M. (2009). Küresel Çöküş ve Kapitalizmin Geleceği (3. b.). İstanbul: Özgür Yayınları.

Aktan, C. C. ve Vural, İ. (2013). "Dolaysız yabancı Yatırımların Makro-Ekonomik Etkileri". Ekonomi Bilimleri Dergisi , 5 (1), 47.

Arıkan, D. (2006). Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları. İstanbul: Arıkan Basım Yayım Dağıtım.

ARSLAN, C. K. (2019). Jeopolitik Riskin Doğrudan Yabancı Yatırımlar Üzerindeki Etkisi. Avrasya Sosyal ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi , 6 (6), 478.

Bağcı, F. (2009). "1980 Sonrası Türkiye’de Yabancı Sermaye Hareketleri". Güvenlik Stratejileri Dergisi , 5 (9), 123.

Balı, S., ve Büyükşalvarcı, A. (2011). 1630'dan 2010'a Finansal Krizler Tarihi. İstanbul: Çatı Kitapları.

Balıkçioğlu, E. (2013). Ülkelerin Finansal Açıdan Kredi Notlarını Etkileyen Faktörler ve Kurallı Maliye Politikasının Etkisi: 2000 Sonrası Dönem Türkiye’de Uygulanan Maliye Politikalarının Kredi Notları Üzerindeki Etkisinin Karşılaştırmalı Analizi (Yüksek Lisans Tezi). Ankara: Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Maliye (Kamu Ekonomisi) Anabilim Dalı.

Balıkçı, B. (2017). Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Sermaye Akımları Üzerinde Etkisi: Seçilmiş Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama (Yüksek Lisans Tezi). Burdur: Mehmet Akif Ersoy Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Birdişli, F. (2012). Küresel Ekonomik Sistemin İşleyişi İçinde Kredi Derecelendirme Kurumlarının İşlevi. Turgut Özal Uluslararası Ekonomi ve Siyaset Kongresi II (s. 449-450). Malatya: Malatya İnönü Üniversitesi.

Cantor, R., & Packer, F. (1996). "Determinants and Impact of Sovereign Credit". Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review.

Cebeci, A. (2012). Bilmediğimiz Kapitalizm (1. b.). İstanbul: Sosyal Araştırmalar Vakfı.

Coşkun, M. (2016). "Türkiye ile Aynı Kredi Notuna Sahip lkelerin Makro Ekonomik Göstergelerinin Karşılaştırılması". Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi , 16 (5), 261.

olak, Y. (2017). "Türkiye'nin Makroekonomik Değişkenleri İle Kredi Notları Arasındaki Nedensellik İlişkisi: Moody's rneği". Uluslararası Ekonomi, İşletme ve Politika Dergisi, 1(1), s.73.

Dimitrijevic, A. (2010). "Sovereign Government Ratings Methodology and Assumptions",<https://www.interest.co.nz/sites/default/files/S&P%20Sovereign%20Government%20Rating%20Methodology%20And%20Assumptions%20RFC.pdf>, (30.06.2020), s.41.

Dimitrijevic, A. (2012). "lkelerin Kredi Notunu Nasıl Belirliyoruz?" <http://docplayer.biz.tr/241357-ulkelerin-kredi-notunu-nasilbelirliyoruzmart-2012.html> adresinden alınmıştır, (15.07.2020), s.3-5.

Durgan, S. (2016). Türkiye'nin Doğrudan Yabancı Yatırım Potansiyelinin ekim Modeli Kullanılarak Belirlenmesi. Ankara: T.C. Kalkınma Bakanlığı. <https://sbb.gov.tr/wp-content/uploads/2018/11/SelmaDurgan.pdf>, (08.12.2019)

Eğilmez, M. (2018). Değişim Sürecinde Türkiye (14. b.). İstanbul: Remzi Kitabevi.

Eğilmez, M. (1997). Hazine (2. b.). İstanbul: Diyalog Yayınevi.

Eğilmez, M. (2011). Küresel Finans Krizi (8. b.). İstanbul: Remzi Kitabevi.

Eğilmez, M. (2012). Makro Ekonomi. İstanbul: Remzi Kitabevi.

Eğilmez, M. (2018). Tarihsel Süreç İçinde Dünya Ekonomisi (3. b.). İstanbul: Remzi Kitabevi.

Eğilmez, M. (2020). Türkiye Ekonomisi (3. b.). İstanbul: Remzi Kitabevi.

Eğilmez, M., & Kumcu, E. (2012). Ekonomi Politikası (17. b.). İstanbul: Remzi Kitabevi.

Erin, G. (2017). 3 Büyük Kredi Derecelendirme Kuruluşu ve Türkiye'nin Notu. Konya: Konya Ticaret Odası.

Erkan, M. ve Demircioğlu, M. Y. (2010). "Ülke Derecelendirmesinin Ekonomik Kamu Düzeni Üzerindeki Etkisi". İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi , 1 (1), 109.

Erten, R. (2009). Türk Hukukunda Doğrudan Yabancı Yatırımlar . Vatandaşlık, Göç, Mülteci ve Yabancılar Hukukundaki Güncel Gelişmeler. Eskişehir: Türkiye Barolar Birliği.

Gülmez, A. (2015). Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Türkiye Uygulaması: Derecelendirme Kuruluşları Ne Kadar Objektif?, Sakarya: PESA Rapor, Politik Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Merkezi.

Gülmez, A. ve Gündoğan, H. (2014). "Uluslararası Politik İktisat Çerçevesinde Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Türkiye Uygulaması". Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi , 2 (4).

Halıcı, N. S. (2005). Kredi Derecelendirme Şirketleri, Kredi Derecelendirmenin Belirleyicileri ve Etkileri (Yüksek Lisans Tezi). Kayseri: Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Hasbi, D. T. (2012). Kredi Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Verilen Not Değerlendirmelerinin Ülke Ekonomileri Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği (Yüksek Lisans Tezi). Aydın: Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Haspolat, F. (2015). Ülke Kredi Notunun Belirleyicileri: Türkiye'nin Kredi Notunun Ülke Karşılaştırmalı Analizi. Ankara: Kalkınma Bakanlığı Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü.

İskenderoğlu, Ö. ve Balat, A. (2018). "Ülke Kredi Notlarının CDS Primleri Üzerindeki Etkisi: BRICS Ülkeleri ve Türkiye Üzerine Bir Uygulama". BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar , 12 (2), 48.

İstemihan, F., ve Bulungiray, N. (2005). 1980-2003 Döneminde Yabancı Sermayenin Türkiye'ye Gelişi ve Uygulanan Politikalar.

Kab, H. (2015). Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Güvenilirliği Ve Türkiye Üzerine Bir Analiz (Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: Okan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Kahveci, Ş. ve Terzi, H. (2017). "Türkiye'de Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkilerin Nedensellik Analizleri ile Testi". Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi (49), 136-137.

Karaçibık, Ç. (2019). Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Uluslararası İlişkilerdeki Rolü: Türkiye Örneği (Yüksek Lisans Tezi). Kütahya: Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Karagöl, E. T. ve Mihçioğur, Ü. İ. (2012). Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Alternatif Arayışlar. Ankara: Siyaset, Ekonomi ve Toplum Araştırmaları Vakfı.

Kargı, Bilal. Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Türkiye'nin Kredi Notu Üzerine Gözlemler (1998-2013)(A Study on International Credit Rating Agencies and Turkey's Credit Rate (1998-2013)). Journal of Academic Social Science Studies, 2014, 7.1: 351-370.

Kaya, Y. (2018). Dünya Kredi Notu Ligi ve Türkiye, <https://www.alnusyatirim.com/analizler/dunyada-kredi-notu-ligi-ve-turkiye-436>, (30.12.2020), s.3-4.

Kaymaz, V. (2012). Kredi Derecelendirme Sistemi ve Uluslararası Sermaye Şirketleri (Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı.

Kazgan, G. (1985). Ekonomide Dışa Açık Büyüme. İstanbul: Altın Kitaplar Yayınevi.
Kedikli, E. (2015). Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Ekonomik Etkilerinin İncelenmesi (Yüksek Lisans Tezi). Trabzon: Avrasya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Keskin, N. (2021). "Ülke Kredi Notlarının Portföy Yatırımları ve Doğrudan Yabancı Yatırımlar Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği". Yönetim ve Ekonomi Dergisi, 28(2), 333-353.

Kırankabeş, C. (2006). "Ülke Risk Kavramı Metodolojisi ve Türkiye Değerlendirmesi. Mevzuat Dergisi" (102).

Kumcu, E. (2008). Krizler, Para ve İktisatçılar. İstanbul: Remzi Kitabevi.

Kuru, E. (2020). Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının MİST Ülkelerine Verdiği Puanların Doğrudan Yabancı Sermayeye Etkisi (2000-2016) (Yüksek Lisans Tezi). Kocaeli: Sosyal Bilimler Enstitüsü

Lebe, F., ve Ersungur, M. (2011). Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımını Etkileyen Ekonomik Faktörlerin Ampirik Analizi. Atatürk Üniversitesi İİBF Dergisi, 10. Ekonometri ve İstatistik Sempozyumu Özel Sayısı , 323.

Mucuk, M. (2011). Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Teori ve Türkiye Uygulaması. Konya: Çizgi Yayınevi.

Ovalı, S. (2014). "Ülke Kredi Notu Değerlendirme Kriterleri Açısından Türkiye: AB ile Karşılaştırmalı Analiz". Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi. 10(23). 60.

Özel, N. (2019). Uluslararası Derecelendirme Kuruluşlarının Raporlarında Türkiye'nin Yabancı Sermaye Çekimi Önündeki Engeller Ve Çözüm Önerileri (Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: Maltepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Pınar, A., & Erdal, B. (2010). Para-Banka-Kredi ve Para Politikası. Ankara: Turhan Kitabevi.

Polat, M. A. (2019). "Doğrudan Yabancı Yatırımların Cari İşlemler Dengesi Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği". Avrasya Sosyal ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi , 6 (5), 161.

Punam, C., Quiros , G. P., ve Popper, H. (1996). International Capital Flows: Do Short-Term Investment and Direct Investment Differ? Policy Research Working Paper .

Rudden, R. (2007). "Evolution of Credit Ratings", (30.09.2019) <http://www.caricris.com/images/pdfs/article/evolutionpart1.pdf>

Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı. (2000). Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Özel İhtisas Komisyonu Raporu. Ankara: Devlet Planlama Teşkilatı.

Setty, G., ve Dodd, R. (2003). Credit Rating Agencies: Their Impact on Capital Flows to Developing Countries.

Seyidoğlu, H. (2003). Uluslararası İktisat (15. b.). İstanbul: Güzem Yayınları.

Sönmez, S. (1998). Dünya Ekonomisinde Dönüşüm (2. b.). Ankara: İmge Kitabevi.

Suadiye, G. (2006). "Kredi Derecelendirme Ve Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri". Mustafa Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi , 3 (6).

Şahin, H. (1997). Türkiye Ekonomisi. Bursa: Ezgi Kitabevi.

Şener, V. (2017). Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Not Değişimlerinin Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Üzerindeki Etkileri: Seçilmiş G-20 Ülkeleri İçin Panel Veri Analizi (Doktora Tezi). Çanakkale: Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı.

Şirvan, N. (2004). Kredi Derecelendirme ve Türkiye Ekonomisi. Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği Yayınları.

T.C. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı. (2020). Uluslararası Yatırım İstatistikleri. Ankara, (11.10.2020), <https://www.sanayi.gov.tr/istatistikler/yatirim-istatistikleri/mi0803011615>

TCMB. (2021). TCMB Ödemeler Dengesi İstatistikleri. Ankara, (04.01.2021), <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/609ef884-3b3c-4bc3-84fe-9254244c3490/odemelerdengesi.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-609ef884-3b3c-4bc3-84fe-9254244c3490-nBqereN>

Tutar, E., Tutar, F., ve Eren, M. V. (2011). "Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Rolü, Güvenilirliği Açısından Sorgulanması ve Türkiye". Akademik Bakış Dergisi (25), 3-4.

Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 30 Sayılı Karar, (1984). T.C. Resmi Gazete, 26290, 21 Haziran1984.

Türkiye Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Başkanlığı. (2020). Ekonomik ve Sosyal Göstergeler. Ankara, (10.11.2020), <https://www.sbb.gov.tr/ekonomik-ve-sosyal-gostergeler/#1540021488947-36394c03-3282>

Türkkan, E. (2009). Nasıl Bir Rekabet Vizyonu? (Cilt 2). Ankara: Rekabet Kurumu.

Uysal, M., EMİR., M. ve Doğru, B. (2013). "Ülke Riskinin Doğrudan Yabancı Yatırım Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği". Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 27(2), 79-92.

Üstünel, B. (1994). Ekoniminin Temelleri (6. b.). Ankara: Ofset Yayınevi

Vergili, G., Öztürk, M. B. ve Balat, A. (2018). "Türkiye'nin Ülke Kredi Notları İle Doğrudan Yabancı Yatırımları Arasındaki Uzun Dönemli İlişki: Standard&Poors Örneği". Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 10 (25) , 629-637.

Yücel, E. (2019). "Doğrudan Yabancı Yatırımlara İlişkin Türk Mevzuatının Değerlendirilmesi". Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi , 18 (71), 1468.