

**T.C.
SAKARYA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**TÜRKİYE'YE YÖNELİK KISA VADELİ SERMAYE
HAREKETLERİNİN EKONOMİK DEĞİŞKENLER
ÜZERİNDEKİ ETKİLERİNİN ANALİZİ (2005-2018)**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

ENİS BAL

Enstitü Anabilim Dalı : İktisat

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Mustafa ÇALIŞIR

HAZİRAN – 2019

T.C.
SAKARYA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

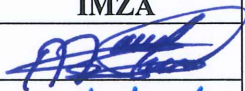
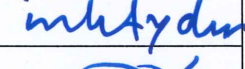

TÜRKİYE'YE YÖNELİK KISA VADELİ SERMAYE
HAREKETLERİNİN EKONOMİK DEĞİŞKENLER
ÜZERİNDEKİ ETKİLERİNİN ANALİZİ (2005-2018)

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Enis BAL

Enstitü Anabilim Dalı : İktisat

“Bu tez 14/06/2019 tarihinde aşağıdaki jüri tarafından Oybirliği / Oyçokluğu ile kabul edilmiştir.”

JÜRİ ÜYESİ	KANAATI	İMZA
Prof. Dr. Mustafa ÇALIŞIR	Başarılı	
Prof. Dr. Mustafa Kemal AYDIN	Başarılı	
Dr. Öğr. Üyesi Kadir ÜÇAY	Başarılı	



SAKARYA
ÜNİVERSİTESİ

T.C.
SAKARYA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
TEZ SAVUNULABİLİRLİK VE ORJİNALLİK BEYAN FORMU

Sayfa : 1/1

Öğrencinin

Adı Soyadı	:	Enis BAL
Öğrenci Numarası	:	1160Y02007
Enstitü Anabilim Dalı	:	İKTİSAT
Enstitü Bilim Dalı	:	İKTİSAT
Programı	:	<input checked="" type="checkbox"/> YÜKSEK LİSANS <input type="checkbox"/> DOKTORA
Tezin Başlığı	:	Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Değişkenler Üzerindeki Etkilerinin Analizi Ve Türkiye
Benzerlik Oranı	:	%16

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE,

Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Lisansüstü Tez Çalışması Benzerlik Raporu Uygulama Esaslarını inceledim. Enstitünüz tarafından Uygulama Esasları çerçevesinde alınan Benzerlik Raporuna göre yukarıda bilgileri verilen tez çalışmasının benzerlik oranının herhangi bir intihal içermediğini; aksinin tespit edileceği muhtemel durumda doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi beyan ederim.

10/05/2019
Öğrenci İmza

Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Lisansüstü Tez Çalışması Benzerlik Raporu Uygulama Esaslarını inceledim. Enstitünüz tarafından Uygulama Esasları çerçevesinde alınan Benzerlik Raporuna göre yukarıda bilgileri verilen öğrenciye ait tez çalışması ile ilgili gerekli düzenleme tarafımda yapılmış olup, yeniden değerlendirilmek üzere@sakarya.edu.tr adresine yüklenmiştir.

Bilgilerinize arz ederim.

10/05/2019
Öğrenci İmza

Uygundur

Danışman
Prof. Dr. Mustafa ÇALIŞIR
Tarih: 10.05.2019

İmza:

KABUL EDİLMİŞTİR

REDDEDİLMİŞTİR

EYK Tarih ve No:

Enstitü Birim Sorumlusu Onayı

ÖNSÖZ

Bu çalışmada uluslararası sermaye hareketlerinin ekonomik değişkenler üzerindeki etkisi ve uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının vermiş oldukları notların sermaye hareketlerine etkisi incelenmiştir. Tezimin yazılma aşamasında büyük katkısı olan danışman hocam Prof. Dr. Mustafa Çalışır'a saygı ve teşekkürlerimi sunarım. Yüksek lisansımın bitmesinde büyük desteği olan eşime ve "Baba yapabilirsin kendine güven" diyerek destek olan oğluma teşekkür ederim.

Enis BAL

14.06.2019

İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER	i
KISALTMALAR	iii
TABLO LİSTESİ	iv
GRAFİK LİSTESİ	vi
ŞEKİL LİSTESİ	vii

GİRİŞ	1
--------------------	----------

BÖLÜM 1: ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNE İLİŞKİN

KAVRAMSAL ÇERÇEVE	3
1.1. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Tanımı	4
1.2. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Türleri	5
1.2.1. Doğrudan Sermaye Yatırımları	6
1.2.2. Portföy Yatırımları	6
1.2.3. Diğer Yatırımlar	7
1.2.3.1. Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri	7
1.2.3.2. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri	7
1.2.4. Resmi Krediler	9
1.2.5. Resmi Transferler	9
1.3. Sermaye Hareketleri'nin Yönünü Belirleyen Faktörler	9
1.3.1. Sermaye Çeken (Pull) Faktörler	10
1.3.2. Sermaye İten (Push) Faktörler	10
1.4. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Nedenleri ve Gereklilikleri	10

BÖLÜM 2: ULUSLARARASI DERECELENDİRME KURULUŞLARININ

ÜLKE DERECELENDİRME METODOLOJİSİNİN İNCELENMESİ	12
2.1. Kredi Derecelendirme Kavramı	12
2.2. Kredi Derecelendirme Kavramının Ortaya Çıkış Nedenleri	13
2.3. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Tarihi	14
2.4. Kredi Derecelendirme Kuruluşları	15
2.5. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Metodolojileri	18
2.5.1. Fitch Derecelendirme Metodolojileri	19
2.5.1.1. Yapısal Özellikler	20

2.5.1.2. Makroekonomik Performans, Politikalar ve Beklentiler	21
2.5.1.3. Kamu Maliyesi	21
2.5.1.4. Dış Finansman.....	22
2.5.2. Moody’s Derecelendirme Metodolojisi	22
2.5.2.1. Ekonomik Güç	27
2.5.2.2. Kurumsal Güç	29
2.5.2.3. Mali Güç.....	31
2.5.2.4. Risklere Karşı Duyarlılık	33
2.5.3. Standart and Poor’s Derecelendirme Metodolojisi	36
2.6. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Sermaye Akımlarına Etkisi	38
2.7. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına Yöneltilen Eleştiriler	41
BÖLÜM 3: TÜRKİYE’DE SERMAYE HAREKETLERİNİN GELİŞİMİ .	43
3.1. Türkiye’de Finansal Serbestleşme Sürecinin Hukuki Altyapısı	44
3.1.1. Sermaye Hareketleri Serbestleşmesinde İlk Adım: 24 Ocak 1980 Kararları.....	44
3.1.2. Döviz ile Yapılan İşlemler: 29 Aralık 1983 tarihli 28 Sayılı Karar	45
3.1.3. Döviz Kurunda Liberalleşme: 7 Temmuz 1984 tarih 30 Sayılı Karar .	45
3.1.4. Türkiye’de 1980-1989 Dönemi Arası Yapılan Çeşitli Serbestleşme Adımları	46
3.1.5. Sermaye Hareketlerine Tam Serbesti: 1989 tarihli 32 Sayılı Karar....	47
3.2. Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Gelişimi	47
3.3. Türkiye’nin Kredi Derecelendirmeleri.....	52
BÖLÜM 4: KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN TÜRKİYE EKONOMİSİNE ETKİSİNİN EKONOMETRİK ANALİZİ	57
4.1. Literatür.....	57
4.2. Yöntem.....	68
4.2.1. Birim Kök Testi.....	68
4.2.2. ARDL Analizi	70
4.2.3. Toda-Yamamoto Granger Nedensellik Testi	71
4.2.4. Regresyon Analizi.....	73
4.2.5. Amprik Bulgular ve Değerlendirme	76
SONUÇ	77
KAYNAKÇA	79

KISALTMALAR

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ARDL	: Autoregressive Distributed Lag
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Faiz Oranı
DSY	: Doğrudan Sermaye Yatırımları
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
GSYH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KDK	: Kredi Derecelendirme Kuruluşu
KNOT	: Ülke Kredi Notları
KVSH	: Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri
NDK	: Nominal Döviz Kuru
NF	: Nominal Faiz
NRSRO	: Nationally Recognized Statistical Rating Organization
OECD	: Organization for Economic Cooperation and Development
RDK	: Reel Döviz Kuru
REDK	: Reel Efektif Döviz Kuru
REF	: Reel Faiz
SEC	: Securities and Exchange Commission
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
S&P	: Standart and Poors
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TFE	: Tüketici Fiyatları Endeksi
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu
UVSH	: Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri
WEF	: World Economic Forum (Dünya Ekonomik Forum)

TABLO LİSTESİ

Tablo 1 : Uluslararası Sermaye Hareketleri Türleri.....	5
Tablo 2 : 2017 Sonu İtibariyle Seçilmiş Derecelendirme Sayıları.....	16
Tablo 3 : 2017 Yıl Sonu NRSRO'ya Bağlı Şirketlerin Derecelendirme Payları .	17
Tablo 4 : NRSRO'ya Bağlı Şirketlerin Gelir Yüzdesi	18
Tablo 5 : NRSRO'ya Bağlı Şirketlerin Analizci Ve Analiz Müdürü Sayıları.....	18
Tablo 6 : Fitch Ülke Derecelendirme Ağırlıkları	20
Tablo 7 : Fitch Yapısal Özellikler Etkileşim Tablosu.....	20
Tablo 8 : Makroekonomik Performans Etkileşim Faktörleri	21
Tablo 9 : Kamu Maliyesi Alt Faktörler	21
Tablo 10 : Dış Finansman Alt Faktörleri	22
Tablo 11 : Moody's Derecelendirme Faktörleri Etkileşimi.....	23
Tablo 12 : Moody's Değerleme Faktörler	24
Tablo 13 : Moody's Puan Harf Dönüşüm Tablosu.....	25
Tablo 14 : Moody's Ekonomik Esneklik Mali Güç Etkileşimi	25
Tablo 15 : Moody's Risklere Karşı Duyarlılık ve Mali Güç Etkileşimi.....	26
Tablo 16 : Moody's Ekonomik Güç Alt Faktörler	28
Tablo 17 : Moody's Kurumsal Güç Alt Faktörler	30
Tablo 18 : Moody's Mali Güç Alt Faktörler.....	32
Tablo 19 : Risklere Karşı Duyarlılık Alt Faktörler	34
Tablo 20 : S&P Derecelendirme Puanları	37
Tablo 21 : Türkiye'ye Yönelik Net Sermaye Akımları (Milyon Dolar).....	51
Tablo 22 : Kredi Derecelendirmelerinin Numerik Gösterimi	53
Tablo 23 : Türkiye'nin Kredi Notları	55
Tablo 24 : Literatür Tablosu	63
Tablo 25 : Birim Kök Test Sonuçları.....	69
Tablo 26 : ARDL Sınır Test Sonuçları.....	71
Tablo 27 : Hata Düzeltme Katsayısı Tablosu	71
Tablo 28 : Toda-Yamamoto Granger Nedensellik Testi Sonuçları.....	72
Tablo 29 : KVSH-REDK Regresyon Analizi Sonuçları	73
Tablo 30 : KVSH-GSYH Regresyon Analizi Sonuçları	74
Tablo 31 : KVSH-NF Regresyon Analizi Sonuçları.....	74
Tablo 32 : KVSH-TFE Regresyon Analizi Sonuçları.....	75

Tablo 33: KVSH-KNOT Regresyon Analizi Sonuçları.....	75
---	-----------

GRAFİK LİSTESİ

Grafik 1: 1975-1994 Arası İhracat İthalat Rakamları(milyar \$).....	49
Grafik 2: 32 Sayılı Karar Sonrası Net Sermaye Hareketleri.....	50
Grafik 3: 1980 Sonrası Doğrudan Yatırımlar	50
Grafik 4: Türkiye'nin Kredi Derecelendirmelerinin Numerik Gösterimi	54
Grafik 5: Türkiye'ye Gelen Net Sermaye Hareketleri Ve Ülke Notları	56

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1: NRSRO'ya Bağlı Kuruluşlarca Yapılan Değerlendirme Yüzdeleri	17
Şekil 2: S&P Derecelendirme Faktörleri	36

Sakarya Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Özeti

Yüksek Lisans	X	Doktora	
Tezin Başlığı: Türkiye'ye Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Değişkenler Üzerindeki Etkilerinin Analizi (2005-2018)			
Tezin Yazarı: Enis BAL		Danışman: Prof. Dr. Mustafa ÇALIŞIR	
Kabul Tarihi: 14.06.2019		Sayfa Sayısı: x(ön kısım) + 88 (tez)	
Anabilim Dalı: İktisat		Bilim Dalı: İktisat	
<p>Bu çalışmanın amacı Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin ekonomik değişkenler üzerindeki etkileri ile Kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notlar çerçevesinde kısa vadeli sermaye hareketleri üzerindeki etkilerinin incelenmesidir. Çalışmanın birinci bölümünde sermaye hareketlerine ilişkin kavramsal çerçeve, ikinci bölümünde Kredi derecelendirme kuruluşlarının ülke derecelendirme yöntemleri, üçüncü bölümde Türkiye'de sermaye hareketlerinin gelişimi ve dördüncü bölümde Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin, Gayrisafi Yurtiçi Hasıla, Reel Efektif Döviz Kuru, Tüketici Fiyat Endeksi (Harcama Yöntemi), Nominal Faiz ve Kredi Notları ile ilişkisi analiz edilmiştir. Analizde değişkenlere ait birim kök testleri yapılmış, ardından değişkenlerin uzun dönemli ilişkisini tespit edebilmek için ARDL sınır testi uygulanmış, değişkenler arası nedensellik ilişkisi için Toda-Yamamoto Granger nedensellik testi yapılmış ve en son değişkenler regresyon analizine tabi tutulmuştur. Türkiye'ye gelen KVSH ile ekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi incelediğimiz bu çalışmada, değişkenler arasında eş bütünleşme ilişkisi tespit edilememiştir. Toda-Yamamoto Granger nedensellik testine göre önceki dönemlerdeki Gayrisafi Yurtiçi Hasıla ve nominal faizden Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerine doğru nedensellik bulunmuştur. Regresyon analizinde Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Gayrisafi Yurtiçi Hasıla karşılıklı olarak birbirlerini etkilerken, Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin de kredi notlarını etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Yapılan çalışmanın sonuçlarına göre KVSH'nin ülke sınırlarına girmesi, ülke parasının değerlendirilmesine, değerlendirilen yerel para sebebiyle tüketim eğiliminin artmasına ve GSYH'nin artmasına sebep olmaktadır. Bununla birlikte artan GSYH ve gelişen piyasa mekanizması ve artan kârlar KVSH'yi cezbederek ülkeye çekmektedir. Regresyon sonuçlarına göre; Kredi notları KVSH'yi etkilemezken, KVSH'nin kredi notlarını etkilediği görülmüş olup, KVSH'nin piyasanın seyrine göre not artırım/azaltımlarından önce pozisyon alarak hareket etmesi olarak açıklanabilir.</p>			
Anahtar Kelimeler: Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, Uluslararası Derecelendirme Kuruluşları, Finansal Serbestleşme, ARDL Analizi			

Sakarya University
Institute of Social Sciences Abstract of Thesis

Master Degree	X	Ph.D.		
Title of Thesis: Analysis of Short-Term Capital Movement Impact on the Economic Variables for Turkey (2005-2018)				
Author of Thesis: Enis BAL		Supervisor: Professor Mustafa ÇALIŞIR		
Accepted Date : 14.06.2019		Number of Pages: x (ön kısım) + 88 (tez)		
Department : İktisat		Subfield: İktisat		
<p>The aim of this study is to investigate the effects of short term capital movements on economic variables and the effects of the ratings given by credit rating agencies on short term capital movements. In the first part of the study, the conceptual framework on capital movements, in the second chapter, the rating methods of credit rating agencies, in the third chapter, the development of capital movements in Turkey, and in the fourth section, the relationship between Short Term Capital Flows, Gross Domestic Product, Real Effective Exchange Rate, Consumer Price Index (Expenditure Method), Nominal Interest and Credit Ratings are analyzed. In the analysis, unit root tests of the variables were performed. then ARDL boundary test was applied to determine the long-term relationship of variables, Toda-Yamamoto Granger causality test was performed for the causality relationship between variables and the latest variables were subjected to regression analysis. The relationship between economic variables and KVSH coming to Turkey, we have examined in this study, cointegration relationship between variables could not be determined. According to the Toda-Yamamoto Granger causality test, causality has been found in the previous periods from Gross Domestic Product and Nominal Interest to Short-Term Capital Movements. According to the Toda-Yamamoto Granger causality test, causality has been found in the previous periods from Gross Domestic Product and Nominal Interest to Short-Term Capital Movements. In the regression analysis, it was concluded that while Short Term Capital Movements and Gross Domestic Product mutually affect each other, Short Term Capital Movements also affect credit ratings. According to the results of the study, the entry of KVSH into the borders of the country leads to the appreciation of the national currency, the increase in the consumption trend due to the local currency valued and the increase of the GDP. However, increasing GDP and emerging market mechanism and increasing profits attract KVSH to the country. According to the regression results; While credit ratings do not affect KVSH, it is seen that KVSH affects credit ratings and can be explained as KVSH taking position before grade increases / decreases according to the course of the market.</p>				
Keywords: Short Term Capital Flows, International Rating Agency, Financial Liberalization, ARDL Model				

GİRİŞ

Çalışmanın Konusu

1990'lı yıllarda hız kazanan finansal serbestleşme politikaları ile birlikte, uluslararası sermaye hareketlerinin önemi artmıştır. Serbestleşme, sermayenin hareket kabiliyetini artırmış ve sermayenin ülkeler arası dolaşımını hızlandırmıştır. Artan sermaye hareketleri yatırımcı ve yatırım yapılabilecek enstrümanlar arasında asimetrik bilgi sorununu ortaya çıkarmıştır. Bu çerçevede bilgi eksikliğini, Kredi Derecelendirme Kuruluşları yaptıkları derecelendirme faaliyetleriyle gidermeye çalışmaktadırlar. Uluslararası sermaye akımları da yaptıkları yatırımlarda bu derecelendirme faaliyetlerinin notlarını değerlendirmektedirler. Bu çalışmada uluslararası sermaye hareketlerinin ekonomik değişkenler üzerindeki etkisi ve uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının vermiş oldukları notların sermaye hareketlerine etkisi incelenmiştir.

Çalışmanın Amacı

Türkiye'de Finansal serbestleşme sonrası artan sermaye hareketleri ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiler ve kredi derecelendirme kuruluşlarının sermaye hareketlerine etkisi 2005-2018 dönemi itibariyle incelenmektedir.

Çalışmanın Önemi

Uluslararası sermaye akımları gelişmekte olan ülkelerin kalkınmasını sağlayabilecek olan en önemli kaynaklardan birisidir. Kredi derecelendirme kuruluşları ekonomik göstergeleri esas alan ve yaptıkları analizlerden hareketle yayınladıkları notlar sonucu sermaye hareketlerine yön verdikleri bilinmektedir. Türkiye 1980 sonrası yürürlüğe koyduğu finansal serbestleşme politikaları ile bu sermaye akımlarını ülkeye çekmeyi amaçlamıştır. Bu çalışma Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin makroekonomik değişkenlere etkilerini ve kredi derecelendirme kuruluşlarının bu sermaye akımları üzerindeki etkisini belirlemeyi hedeflemektedir.

Çalışmanın Metodolojisi

Çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde Sermaye hareketleri ikinci bölümde ise Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin bir nevi yol göstericisi olan

Uluslararası derecelendirme kuruluşlarının ülke derecelendirme yöntemleri, üçüncü bölümde Türkiye’de sermaye hareketlerinin gelişimi ele alınmış ve son bölümde de ekonometrik analizler yapılmıştır. Analizde değişkenlere ait birim kök testleri yapılmış, ardından değişkenleri uzun dönemli ilişkisini tespit edebilmek için ARDL sınır testi uygulanmıştır. Değişkenler arası nedensellik ilişkisinin tespiti için ise Toda-Yamamoto Granger nedensellik testi yapılmış ve son olarak değişkenler regresyon analizine tabi tutulmuştur.

Çalışmanın Kapsamı

Bu çalışma KVSH’nin, Gayrisafi Yurtiçi Hasıla (GSYH), Reel Efektif Döviz Kuru (REDK), Enflasyon (TFE), Nominal Faiz (NF) ve Ülke Kredi Notları (KNOT) ile etkileşimini incelemektedir. GSYH verisi mevsimsel etkiden arındırılmış olarak OECD veri tabanından, KNOT verileri <https://tradingeconomics.com> ve <https://countryeconomy.com> internet sitelerinden, TFE verileri Türkiye İstatistik Kurumu’ndan ve diğer veriler T.C. Merkez Bankası veri tabanından (EVDS), alınmıştır.

Çalışmada kullanılan veriler ile ilgili olarak KVSH ve GSYH verileri geriye yönelik bulunmakta iken, TÜFE verisi 1994 baz yılı ile 2004 e kadar, 2003 baz yılı ile geriye yönelik 2005 yılına kadar bulunmuştur. Çalışmada veri bütünlüğünün sağlanması için 2005-1, 2018-4 çeyrek veriler kullanılmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlar ilk önce numerik olarak dönüştürülmüş ve dönemler itibariyle ortalamaları alınarak seri oluşturulmuştur. KVSH verisi dolar cinsinden olduğundan GSYH verisi Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası elektronik veri dağıtım sisteminden alınan dönemlik ortalama döviz kuru üzerinden dolara çevrilmiştir. Mevsim etkisi sadece TFE’de olduğundan, mevsimsel etkiden arındırılarak analizlerde kullanılmıştır.

BÖLÜM 1: ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNE İLİŞKİN KAVRAMSAL ÇERÇEVE

Finansal sistem ekonomide önemli bir rol oynamaktadır. Finansal sistem, fon arz fazlası ve fon eksikliği olanları bir araya getirerek kaynakların etkin kullanımını sağlamaktadır. Eğer finansal piyasalar etkin bir şekilde çalışmazsa piyasalar fonksiyonunu yerine getiremeyecek ve ekonomik kalkınma sağlanamayacaktır (Mishkin, 1996, s. 2). Fon arz ve talebi farklı ekonomik birimler tarafından gerçekleştirildiğinden kaynakların etkin kullanımı finansal piyasalar aracılığıyla sağlanmaktadır (Çalışır & Bengisu, 2018, s. 174).

Finansal serbestleşme, 1971 yılında Bretton Woods sisteminin çökmesiyle ilk önce gelişmiş ülkelerde sonrada gelişmekte olan ülkelerde uygulanmaya başlamıştır (Onur, 2005, s. 129). 1970'li yıllarda tam serbestleşmeye geçen Amerika (1973), Kanada (1973) ve Almanya (1973) gibi endüstrileşmiş ülkelerin yanında (Kaminsky & Schmukler, 2003, s. 10), Arjantin, Şili, Uruguay gibi ülkelerde uygulanmaya başlasa da geniş anlamda ekonomide yerini alması 1990'lı yıllara denk gelmektedir (Hermes & Nhung, 2008, s. 3). Finansal serbestleşme, Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri (KVSH)'ni çeken ana unsurlardan birisi olmuştur. Bu bölümde uluslararası sermaye hareketlerinin tanımı, gereklilikleri, türleri ve KVSH'ler hakkında bilgiler verilecektir.

McKinnon-Shaw yaklaşımına göre, kredi faizlerindeki tavan politikası, yüksek rezerv gereksinimleri gibi finansal sistemdeki kısıtlamalar, finansal derinleşmeyi etkisizleştirmektedir (Ang & McKibbin, 2005). Faizler piyasada oluşması gerektiğinden daha düşük seviyede olduğunda; yatırımlar azalacak, tasarruflardan vazgeçenler parayı tüketime çevirecekler ve enflasyonist baskı oluşacaktır. Bu yaklaşıma göre piyasa faiz oranlarının kendiliğinden oluştuğu, ekonominin finansal olarak dışa açıldığı bir durumda finansal derinleşme sayesinde tasarruflar ve yatırımlar artarak kalkınma sağlanabilecektir. Faizlerin yüksek olması ile birlikte tasarruf artacak ve enflasyonist baskı azalacaktır. Kaynakların etkin kullanımı sağlanacaktır (Başaran, 2018, s. 127).

1.1. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Tanımı

Uluslararası mal ve hizmet ticareti yaklaşık 4000 yıl önce Asurlu tüccarlar ile Anadolu halkı arasında yapılmıştır. Sermaye hareketleri ise 20'nci yüzyılda ortaya çıkmıştır (Eğilmez, 2018).

Ekonomide bulunan hane halkı ve/veya tüzel kişilerin gelirlerinden artırılan tasarruflara **kaynak** denir. Bu kaynaklar fon arzını oluşturmaktadır. Fon talep edenler ise kendi gelirlerinden daha fazlasını harcayarak reel gelir elde etmek isteyen kişi ve kuruluşlardır. İşte fon arz edenlerin fonlarını belirli bir reel getiri karşılığı kullanıma sunmaları, fon talep edenlerin de yatırım yaparak elde edecekleri gelirin belirli bir kısmını fon arz edenlere ödemesi işlemlerine Sermaye Hareketi denmektedir. Fon arz ve talep edenlerin aynı ülkede bulunması Ulusal Sermaye Hareketlerini, farklı ülkede bulunması ise Uluslararası Sermaye Hareketlerini oluşturmaktadır (Seyidoğlu, 2001, s. 479-482). Ülke sakinlerinin iç piyasada elde edeceklerinden daha çok getiri elde etmek amacıyla mali kaynaklarını diğer ülke sakinlerine kullandırma işlemine Uluslararası Sermaye Hareketi denmektedir (Karluk, 1998, s. 519-520).

Günümüzde daha fazla üretim ve daha fazla tüketim ortaya çıkmış, bölüşüm ise ikinci planda kalmıştır (Kargı, 2014, s. 351). Kapitalizme kadar ihtiyaç için olan üretim kapitalizm ile birlikte pazar için üretim yapılı hale gelmiştir (Akçay & Güngen, 2019). Daha fazla üretip daha fazla kazanan sermaye sahipleri bu kâr hırslarını uluslararası mecralara taşımış ve Uluslararası Sermaye Hareketleri kavramı ortaya çıkmıştır. Sermaye hareketleri anlam itibarıyla, sermayenin yani borç verilebilir mali kaynağın gerek yurt içi gerekse de yurt dışında fon talep edenlere aktarılması işlemidir.

Uluslararası Sermaye Hareketlerinin ilk başlangıcı 19. Yüzyıl'ın ikinci yarısıdır. Bu dönemde ABD, Rusya ve Osmanlı İmparatorluğu'nun çıkarmış oldukları borçlanma senetleri sermaye hareketlerinin başlangıç noktasını oluşturmaktadır. 1960'da sermaye hareketleri resmi kaynaklı iken 1970'lerde ticari banka kaynaklı, 1980'lerde menkul kıymet portföy yatırımları, 1990'lı yıllarda da özelleştirme girişleri şeklinde oluşmuştur (Uzunoğlu, Alkin, & Gürlehel, 1995, s. 7,52).

Uluslararası sermaye hareketleri ekonominin etkinleşmesinde önemli rol oynamaktadır. Uluslararası pazarlar tasarruf sahiplerine portföylerini çeşitlendirme, risk derecesine bağlı olarak yatırım yapabilme ve elde edilecek olan kazanç hakkında belirsizlikleri ortadan kaldırma imkânı sunmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkeler için yabancı sermaye, dış açıkların finansmanında önemli bir yer tutmaktadır (Taylor & Sarno, 1997, s. 452). Sermaye hareketleri, sermayenin marjinal verimliliğinin yüksek olduğu gelişen ülkelerde sermaye birikimini arttırarak yatırım ve büyüme oranını yükseltecektir (Turgut, 2010, s. 322).

Son 30 yılda dünya finansal sistemi bir devrim geçirmiştir. Hane halkı / kurumlar daha az maliyet ile borçlanabilmekte ve kendi risk algılarına uygun olarak dünyanın herhangi bir yerinde herhangi bir yatırımcı ile riski paylaşabilmektedir (Rajan, 2005, s. 1).

1.2. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Türleri

Uluslararası sermaye hareketleri Tablo 1’de gösterildiği gibi Özel ve Resmi Sermaye Hareketleri olmak üzere iki gruba ayrılabilir. Özel Sermaye Hareketleri Ödemeler Bilançosuna göre, Doğrudan, Dolaylı (Portföy) ve Diğer Yatırımlar olmak üzere üçe ayrılmaktadır. Diğer yatırımlar ise kendi arasında Kısa ve Uzun vadeli yatırımlar olarak ikiye ayrılır. Resmi Sermaye Hareketleri Krediler ve Transferler olmak üzere iki başlıkta incelenmektedir (Arslan & Çiçek, 2017).

Tablo 1

Uluslararası Sermaye Hareketleri Türleri

Uluslararası Sermaye Hareketleri	
Özel Sermaye Hareketleri	Resmi Sermaye Hareketleri
- Doğrudan Sermaye Hareketleri	- Krediler
- Portföy Yatırımları	- Transferler
- Diğer Yatırımlar	
- Kısa Vadeli Yatırımlar	
- Uzun Vadeli Yatırımlar	

Kaynak: (Arslan & Çiçek, 2017, s. 293)

1.2.1. Doğrudan Sermaye Yatırımları

Bir tüzel kişiliğin üretim ve hizmet faaliyetlerini mevcut ülkesi dışındaki ülkelerde bir üretim tesisi kurması ve/veya ülkede bir şirket satın alması Doğrudan Sermaye Hareketi (foreign direct investments) olarak tanımlanmaktadır (Seyidoğlu, 2001, s. 664).

Bir ülkede bir firmayı satın almak veya yeni bir firma kurmak suretiyle kendi teknolojisini, işletmecilik bilgisini ve kontrol yetkisini de beraberinde getiren yatırımlar Doğrudan Sermaye Yatırımlarıdır (Karluk, 1998, s. 399).

Girişimcilerin kendi ülkeleri dışında başka ülkelerde üretim ve hizmet sunmak için fabrika kurma ve/veya satın alma, makine parkuru oluşturma, know how, patent, ticari marka götürme faaliyetlerine Doğrudan Sermaye Yatırımları (DSY) denmektedir. DSY'nin en büyük özelliği bunların yatırım yapmış oldukları ülkede uzun süreli kalacak/kalıyor olmalarıdır. DSY ülkenin kendi imkânları ile yapamadığı yatırımların yapılmasını sağlayarak ülkenin ekonomisine gerek katma değer üretmesi gerekse de istihdam sağlaması yönleriyle olumlu katkıları vardır.

1.2.2. Portföy Yatırımları

Portföy yatırımları, fon sahiplerinin çeşitli riskleri üstlenerek (politik risk, kur riski, vb.) gelir elde etmek amacıyla hisse senedi, bono, tahvil ve diğer yatırım araçlarına yatırım yapması işlemidir (Başoğlu, 2000, s. 89-90).

Portföy yatırımlarına Dolaylı Yabancı Sermaye Yatırımları da denilmektedir. Çeşitli riskleri alarak uluslararası piyasalarda faiz ve temettü kazancı elde etmek için hisse senedi, tahvil alıp satma işlemelerine Portföy Yatırımları denmektedir (Takım, 2016, s. 43).

Doğrudan yatırımların aksine portföy yatırımlarında hisse senedi sahibinin yönetimde doğrudan karar gücü yoktur. Etkisi genel kurulda oy kullanma şeklinde olabilmektedir. Portföy yatırımlarının nakde çevrilmesi işlemi çok hızlı olduğundan hareket kabiliyeti çok yüksektir. Geldikleri ülkelere sıcak para girişı sağlaması

nedeniyle taze kaynak olurken her an çıkma ihtimalleri üretim kapasitesi yaratmaktan ziyade mevcut kapasite kullanım oranını artırmaktadır.

1.2.3. Diğer Yatırımlar

Diğer yatırımlar doğrudan ve portföy yatırımları, türev araçlar ve rezerv dışında kalan tüm sermaye hareketlerini içermektedir. Vadeli mal alım satımı şeklinde ortaya çıkan ticari krediler, nakit ticari krediler, döviz mevcutları ve mevduat hesapları ile diğer varlık ve yükümlülükleri içermektedir (Karpuz & Kızıltan, 2014, s. 199).

1.2.3.1. Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri

Ödemeler bilançosu Diğer yatırımlar kaleminin içinde bulunan Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri (UVSH) vadesi bir yıldan daha uzun süreli olan sermaye hareketleridir.

1.2.3.2. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri

Yurt içi yerleşiklerin yurt dışından serbestçe borçlanabilmesi, yurt dışı fonların serbestçe yurt içinde arz edilmesi, yurtiçi yerleşiklerin yurtdışında yabancı para tutabilmesi ve yurtdışı fon talep edenlerin yurt içinden borçlanabilmesi ve yurtiçi yerleşiklerin yabancı para cinsinden bütün işlemleri yapabilmesi finansal serbestleşmenin bir sonucudur. Vadesi bir yıldan kısa süreli olan fon kaynaklarına Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri (KVSH) denir (Kazgan, 2002, s. 187-188). “Sıcak para hareketleri de denilen kısa vadeli sermaye hareketleri, vadesi bir yılı kadar olan özel ve resmi nitelikteki uluslararası sermaye hareketleridir” (Takım, 2016, s. 44).

Literatür’de KVSH ve sıcak para hareketleri hakkında bir fikir birliği sağlanamamıştır. Aslan ve diğerleri (2014) KVSH’yi hareket kabiliyetinden dolayı sıcak para olarak tanımlamaktadır (Aslan, Terzi, & Siampan, 2014, s. 16-17). Özyıldız (2017) dar anlamda sıcak parayı, yurt dışı yerleşiklerin ellerinde tuttıkları hisse senedi, devlet iç borçlanma senetleri (DİBS), tahviller ve Türkiye’deki mevduatlar olarak tanımlarken bunlara KVSH eklendiğinde geniş anlamda sıcak para tanımını bulmaktadır (Özyıldız, 2017, s. 1283). Eğilmez sıcak parayı bir

ülkedeki yüksek getiriden faydalanmak üzere gelen döviz olarak adlandırmış ve hisse senedi, kısa vadeli borçlar, Türk bankalarına açılan krediler, reel sektöre açılan kısa vadeli krediler ve yabancıların Türkiye’de açtığı mevduatları sıcak paraya dâhil etmiştir (www.mahfiertilmez.com, 2014).

Bu çalışmada ödemeler bilançosunda diğer yatırımlar hesabının altında bulunan kısa vadeli sermaye hesapları ile akışkanlığı ve nakde çevrilebilme özelliği dolayısıyla portföy yatırımları da KVSH tanımı içine dahil edilmiştir.

KVSH kur ve faiz oranlarındaki değişimlere anında tepki verebilmektedir. Finansmana ihtiyacı olan gelişen/azgelişmiş ülkeler faiz oranlarını artırmak suretiyle KVSH’leri kendi ülkelerine çekmeye çalışmaktadırlar (Takım, 2016, s. 39-60). Sermayenin getirisini artırmaya çalışan fon sahipleri ülkeler arası kur ve faiz arbitrajından faydalanmak suretiyle kârlarını maksimize etmeye çalışmaktadırlar.

KVSH’nin başlangıcı 19 yüzyılın ikinci yarısı olarak kabul edilse de esas itibariyle finansal serbestleşme ile birlikte 1990’li yıllarda hız kazanmıştır. 1970’lerde Bretton Woods sisteminin çöküşü ve petrol krizinden sonra gelişen piyasalar gerekli yatırımı alabilmek, gelişmiş ülke sermayelerinin rahatça ülkelerarası dolaşımını sağlayabilmek için finansal serbestleşme politikaları yürürlüğe koymuşlardır. Bu sermayeye ülkeye giriş ve çıkış koşulları esnetilmiş bunlardan faydalanabilmek için gelişen piyasalar yüksek faizlere razı olmuşlardır. Bu sermayenin giriş ve çıkışı hiçbir denetime tabi tutulmamıştır. Bunlar nakde çevrilebilmesi kolay akışkan yatırımlardır. Yatırım yaptıkları ülkedeki herhangi bir olumsuzluk olması durumunda farklı ülkelere süratle hareket edebilmektedirler. Bu ani ve hızlı sermaye giriş ve çıkışları sermaye hareketlerinin üzerinde sınırlamaların ve düzenlemelerin yapılması ihtiyacını doğurmuştur.

Sermaye kaçışları ülkenin tasarruf miktarını azaltarak dış kaynak ihtiyacını artırma, ve para ve maliye politikalarının etkisizleşmesine sebep olmaktadır (Öztürk & Artan, 2016). Sermaye hareketleri üzerindeki ulusal ölçekteki sınırlamalar ve düzenleyici kurallar, ülkeyi şoklara daha açık hale getirmekte olup; bu tür kuralların

uluslararası kurumlar tarafından konulması (Dünya Bankası, IMF vb.) politika kararlarının dünya çapında uygulanabilirliğini artıracaktır (Engel, 2005, s. 37).

1.2.4. Resmi Krediler

Bir ülkenin kalkınmasına yönelik olarak verilen, uzun vadeli ve piyasa şartlarına göre hem vade hem de faiz oranı olarak çok uygun olan kredilerdir.

1.2.5. Resmi Transferler

Resmi transferler savaş, doğal afet ve ekonomik kriz gibi nedenler sonrasında az gelişmiş ve/veya gelişen ülkelere gelişmiş ülkeler tarafından verilen hibe şeklinde yardımlardır.

1.3. Sermaye Hareketleri'nin Yönünü Belirleyen Faktörler

Sermaye hareketleri kârını artırmak isteyen yatırımcıların görece daha az kâr elde ettikleri alandan daha çok kâr elde edecekleri alanlara yönelmesidir. Sermaye hareketi dışsal bir olgu olmasına rağmen içsel faktörlerden de etkilenmektedir (Reinhart & Montiel, 2001, s. 3-4). Her fırsatta kendine daha yüksek getiri daha az risk sağlayacak olan piyasalara gitme eğilimi yüksek olan KVSH'ler, buldukları ülke ekonomisine fayda sağladıkları kadar yapısal yeniliklerini tamamlamamış gelişen ülkelerde kriz durumlarında ekonominin bozulma derecesini artırmaktadırlar.

Chuhan ve diğerlerinin (1993) Amerika'daki faiz oranlarının ve sanayi faaliyetlerinin gelişmekte olan ülkelere etkisini incelenmiş ve Amerikan endüstri üretimi ve faiz oranlarının sermaye hareketleri üzerinde daima önemli bir rolü olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Bohn ve Tesar (1996) yılında 1980-1994 arası kapsayan çalışmalarında sermaye piyasalarında Amerikan net alımlarının daha çok sermaye kazancı ve getirinin yüksekliği ile ilgili olduğu sonucuna varmışlardır.

Sermaye akımları birçok faktörden etkilenmesine rağmen; özellikle yurt içi faiz oranları, güvenilirlik, menkul kıymet borsası, kamu kesimi borç düzeyi, makro ekonomik istikrar ve enflasyon gibi değişkenlerden etkilenmektedir (Demir & Sever, 2009, s. 219).

KVSH'yi belirleyen faktörler iki başlık altında toplanabilir. Bunlar çeken ve iten faktörlerdir.

1.3.1. Sermaye Çeken (Pull) Faktörler

1970'li yıllarda Bretton Woods sisteminin çökmesi ve petrol krizi, dünya finans piyasasında yeni oluşumların habercisi olmuştur. 1990'lı yıllarda hız kazanan sermaye hareketlerinden pay alabilmek için az gelişmiş/gelişen ülkeler bir dizi finansal serbestleşme adımlarını yürürlüğe koymuşlardır. Çekici faktörler, sermaye alan ülke tarafından belirlenebilen faktörlerdir (İnandım, 2005, s. 17). Bunlar aşağıda sıralanmıştır.

- Ülkelerin yabancı sermayeye karşı giriş ve çıkış kurallarının sıklığı,
- Kredi Ratingleri,
- İkincil Piyasa Etkinliği,
- Faiz Oranları,
- Enflasyon,
- Hisse Senedi Fiyatları.

1.3.2. Sermaye İten (Push) Faktörler

Sermayenin kârlılığını azaltan başka piyasalara kaymasına neden olan faktörlere itici faktörler denir. Yurt dışı faiz oranlarındaki artış, yurt dışı piyasalardaki toparlanmalar ve yurt dışı kâr/risk oranının artması iten faktörlerdendir.

İten faktörler arasında global likitide, Amerikan para politikası, ve yatırımcıların risk iştahının değişmesi gösterilir. Tam sermaye serbestisi, rezerv varlıkların azlığı, dalgalı kur rejimleri ülkeleri sermaye hareketlerine karşı daha savunmasız hale getirebilir (Cerutti , Claessens, & Puy, 2015, s. 4-5).

1.4. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Nedenleri ve Gereklilikleri

19 yy öncesi dünya ekonomisi neredeyse kapalı devre olarak çalışmaktaydı. Sanayi devrimi sonrası yeni sermayeler yeni pazar arayışı içine girmiş, sermaye hareketi terimi iktisat yazınında yerini almaya başlamıştır. I. ve II. Dünya savaşları sermaye

hareketlerinin yavaşlamasına sebep olsa da 1970’li yıllarda çöken Bretton Woods sistemi ve petrol krizinin ardından 1990’lı yıllar uluslararası sermaye hareketlerinin hızlı gelişiminin başlangıcı olarak nitelendirilebilir.

Sermaye hareketleri gelişmiş ülkelerin elde ettikleri sermaye birikimlerini değerlendirmek, artan arz miktarını piyasaya sürmek ve yeni pazarlar bularak kar haddini artırma arayışlarının bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır. Sanayi devrimi ile ortaya çıkan üretimdeki verimlilik ve kâr artışı, gelişmiş ülkelerde sermaye birikmesine ve doyuma ulaşan pazar ile birlikte arz fazlasının oluşmasını beraberinde getirmiştir. Gelişmiş ülkeler ellerindeki sermayeyi ve arz fazlasını değerlendirebileceği, kârlarını daha da artırabileceği bir pazar arayışı içine girmişlerdir.

Uluslararası sermaye hareketleri;

- Var olan sermaye birikiminden ülke içinde elde edilen kâr haddinden daha fazla kâr elde etmek,
- Oluşan arz fazlası için yeni pazarlar bulmak,
- Gelişen/az gelişmiş ülkelerin kalkınmasının finanse edilmesini sağlamak,

gibi nedenlerle ortaya çıkmıştır.

BÖLÜM 2: ULUSLARARASI DERECELENDİRME KURULUŞLARININ ÜLKE DERECELENDİRME METODOLOJİSİNİN İNCELENMESİ

İlk bölümde uluslararası sermaye hareketlerine ilişkin kavramlar incelenmişti. Bu bölümde uluslararası sermaye hareketlerine büyük ölçüde yön gösteren Kredi Derecelendirme Kuruluşları'nın (KDK) gelişimi ve yöntemleri incelenecektir.

19 yüzyıldan itibaren finansal piyasaların gelişmesi, fon arz edenler ile fon talep edenler arasında güven sorununu beraberinde getirmiştir. Kredi derecelendirme şirketlerinin açıkladıkları notlar; yatırımcıların rasyonel davranmalarını ve risk alma derecelerine göre kararlarına yön verebilmektedir. Bu kuruluşlar derecelendirmeye ait herkes tarafından kabul edilen standart ölçümler yaparak, yatırımcıların piyasada işlem yapmalarını teşvik etmektedirler. Yapılan derecelendirmeler uluslararası piyasaların birbiri ile etkileşimini hızlandırmaktadır (Yıldırım, Yıldız, & Aydemir, 2018, s. 10). Bu şirketler yatırımcıların mevcut bilgileri kullanarak geleceğe ait öngörüler yapabilmesine olanak tanımaktadır. Bağımsızlık, şeffaflık ve güvenilirlik bu şirketlerin temel prensiplerindedir (Sönmezer & Tufaner, 2017, s. 327)

2.1. Kredi Derecelendirme Kavramı

Fon arz edenlerin ve talep edenlerin eşit şekilde bilgilenmesi ve korunması için kurum ve ülkelerin;

- İhraç edilen borçlanma araçlarının tam zamanında geri ödenmelerindeki risklerin,
- Yönetimsel ve finansal risklerin,
- Finansal yapılarındaki risklerin,

Sayılaştırılarak belirlenmesi işlemine derecelendirme (rating) denir (Akbulak, 2012, s. 171).

Kredi değerliliği fon arz edenlerin, ihraç ettiği menkul kıymetlerin anapara ve faizi ile birlikte vadesinde ne derecede ödeme gücüne sahip olduğunu gösteren, bağımsız kuruluşlarca yapılan değerlemenin kategorize edilmesidir (Çalışkan, 2002, s. 53-

66). Kredi derecelendirme sürecinde borç alanın aktif yapısı, borçlanabilme ve borçlarını ödeyebilme durumu ve finansal yapısı incelenmektedir. Burada asıl olan borç alanın borçlarını zamanında ödeyip ödeyemeyeceği, yani iflas edip etmeyeceğinin araştırılmasıdır (Orhan, Saka, & Yüksel, 2015, s. 71).

Kredi derecelendirmeleri, tasarruf sahiplerine bir şirketin, ülkenin ve herhangi bir yatırım aracının ne kadar güvenilir olduğunu, verdikleri borcun geri ödenip ödenmeyeceğini, şirketin ve/veya ülkenin iflas edip etmeyeceğini bilmelerini sağlayan değerlendirmelerdir.

Kredi derecelendirme;

- Yatırımcıların yatırım yapacakları alanlarda bilgilenmesi,
- Fon sahiplerinin yatırım yaptığı firma hakkında bilgi edinmesi,
- Derecelendirmenin geniş kitlelere ulaştığı için ihraççıya geniş bir pazar edinmesi,
- Şirketlerin finansal yapıları hakkında bilgi edinilmesi,
- Yatırım kararlarını daha güvenli bir altyapıya kavuşturarak piyasanın gelişmesini etkilemesi,
- Riskin ifade edilmesinde standardizasyonun sağlanması,

işlevlerini yerine getirmektedir (Suadiye, 2006, s. 1-16).

2.2. Kredi Derecelendirme Kavramının Ortaya Çıkış Nedenleri

19. yüzyıl öncesi kısıtlı olan dünya ekonomisinde derecelendirme işlemine ait bir gereklilik yoktu. Sınırlı sayıda olan borç alacak ilişkisi, birbirini tanıyan aynı toplum içinde yaşayan kişilerde daha çok güven duygusuna göre hareket edilmekte idi. Bununla birlikte günümüzdeki fon arz edenlerle fon talep edenler arasındaki asimetrik bilgi daha öncesinde yoktu. Piyasa küçük olduğu için borçlananlar ile alakalı bilgiye herkes sahipti. Dünya ekonomisinde 1900'lü yıllarda başlayan küreselleşme olgusu 2000'li yıllara yaklaştığında çok daha büyük boyutlara ulaşmış ve sermayeye ait bütün sınırlar kaldırılmıştır. Bundan sonra yatırımcıların yatırım yapacakları tüzel ve gerçek kişilere ait finansal durumlarını bilme ihtiyacı derecelendirme kuruluşlarının ortaya çıkmasına neden olmuştur. Kredi

derecelendirme, fon arz edenlerin fonlarını yatıracakları yatırım araçlarını ve/veya fonlarını kullanacak gerçek ve tüzel kişilerin ne kadar güvenilir olduğunun öğrenilmesi ihtiyacından ortaya çıkmaktadır.

Son 30-40 yılda yaşanan teknolojik gelişmeler ve piyasaların iç içe geçmesi, krediye ulaşma ve riskin paylaşımını beraberinde getirmiştir. Bu gelişmeler ilk olarak Amerika'da ortaya çıkmış ve diğer dünya ülkelerinde kabul görmüştür. Böylelikle tüm dünya ekonomisi birbiri ile etkileşir hale gelmiştir (Rajan, 2005, s. 37). Derecelendirme kuruluşlarının asıl faydası yatırımcılar ile borçlular arasındaki asimetric bilginin ortadan kaldırılmasıdır. Böylelikle yatırımcılar yatırımların geri dönüp dönmeyeceği konusunda öngörülerde bulunabilecek, yatırımlarını kendi risk üstlenme derecelerine göre yapabileceklerdir (Setty & Dodd, 2003, s. 2).

2.3. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Tarihi

Kredi derecelendirme işlemleri ilk olarak 1837 yılında ABD'de yaşanan büyük çöküş sonrası ortaya çıkmıştır. Yükümlülüklerini yerine getiremeyen tüccarlar, piyasada çoğu gerçek ve tüzel kişinin iflasın eşiğine gelmesine sebebiyet vermiştir. Bunlardan birisi olan Lewis Tappan, günümüzdeki gibi yazılı kurallara bağlı olmadan, kendi tanıdığı avukatlardan bilgi akışı sağlayarak, şirketlerin mali durumlarını inceleyip, borçların geri ödenebilirliğini inceleyen bir firma kurmuştur (Demir & Sever, 2009, s. 97).

1850 sonrası 1900'lü yılların başında Amerika, altyapı hizmetleri yaygınlaştırmak, demiryolu ağını genişleterek ülkenin her köşesine ulaşılabilir yapmak için yatırımlara başladı. Bu da Amerika'da artan tren yolu yatırımları bunları finanse etmek için gerekli sermaye miktarının artmasına sebep oldu. Bununla birlikte tren yolu yatırımları için tahvil piyasası oluştu. Bu kredi piyasası büyük ölçekli yatırımlar olduğu için fon arz edenler kısıtlı bilgiye sahipti. Bu bilgi eksikliğini gören Moody's ilk derecelendirme şirketini Amerika'da kurmuştur. Moody's tarafından kurulan bu derecelendirme şirketinden önce Hollandalı yatırımcılar yaklaşık üç yüzyıldır, İngiliz yatırımcılar yaklaşık iki yüzyıldır ve Amerikan yatırımcılar ise sadece bir yüzyıldır tahvil alıp satıyorlardı. Daha sonrasında Moody's'in ortaya koyduğu derecelendirme yöntemiyle birlikte yatırımcılar hangi

ödeme planı doğrultusunda, hangi şartlarda yatırımlarının geri döneceklerine dair öngörülere sahip olacaklardı (Sylla, 2001, s. 3-6). Harf ile derecelendirme sistemini ilk olarak John Moody 1909 yılında tren yolu bonoları üzerine yaptığı çalışmasında kullanmıştır (White, 2012, s. 3).

Şirket performanslarını yayımlayan Fitch şirketi 1913 tarihinde John Knowles Fitch tarafından kurulmuştur. 1924 yılında ise şimdi kullandığı üç harfli not çizelgesini ortaya çıkarmıştır (Toraman & Yürük, 2014, s. 129).

Standart and Poors (S&P) derecelendirme şirketi ilk olarak 1860 yılında Henry Varnum Poor tarafından Amerikan demiryolu endüstrisi hakkında yatırımcı rehberini yayımlamasıyla ortaya çıkmıştır. Bu rehber yatırımcılara akıllı yatırım kararlarının alınması hakkında başlıca görüşler sunuyordu. 1888 yılında H. MacGraw tarafından satın alınan Amerikan Demiryolları Dergisi ve 1897 yılında John H. Hill tarafından alınan Amerikan Makinist dergisi şirketleri 1917 yılında birleşerek McGraw-Hill yayın şirketini kurmuşlardır. 1941 yılında “Standart Statics Co” ve “Poor’s Publishing Co” birleşerek Standart & Poor’s şirketini kurmuşlardır. 1966 yılında ise McGraw-Hill bu şirketi satın almış ve analizler üzerine kendi fikirlerini hayata geçirerek yatırım dünyasında tanınmasına katkıda bulunmuştur. Şu anda 1500’ü aşan analist ile hizmet vermektedir (www.standardandpoors.com, 2019).

2.4. Kredi Derecelendirme Kuruluşları

Amerika Birleşik Devletleri’nde derecelendirme firmalarını denetleyen ve kurallar belirleyen kuruluş olarak görev yapan U.S. Securities and Exchange Comission (SEC) amacını, kredi yatırımcıları korumak, düzenli adil sürdürülebilir bir piyasa ve sermaye oluşumunu kolaylaştırmak olarak tanımlamaktadır. Hali hazırda ABD’de bulunan SEC tarafından (Nationally Recognized İstatistikally Organization (NRSO)) onay alan 10 adet KDK vardır. Bu kuruluşlar aşağıda listelenmiştir (www.sec.gov, 2019).

- A.M. Best Rating Services, Inc
- DBRS, Inc.
- Egan-Jones Ratings Co.
- Fitch Ratings, Inc.
- HR Ratings de México, S.A. de C.V.
- Japan Credit Rating Agency, Ltd.
- Kroll Bond Rating Agency, Inc. (formerly known as Lacle Financial Corp.).
- Moody's Investors Service, Inc.
- Morningstar Credit Ratings, LLC (formerly known as Realpoint LLC)
- S&P Global Ratings (formerly known as Standard & Poor's Ratings Services)

NRSRO'ya bağlı olan kuruluşlarca 2017 yılında yapılan değerlemelere ait incelemeler Tablo 2'de görölmektedir. Devletler üzerine yapılan değerlendirmeler ilk sırayı alırken sigorta şirketleri son sırada yer almaktadır.

Tablo 2

2017 Sonu İtibariyle Seçilmiş Derecelendirme Sayıları

NRSRO	Finansal Kurumlar	Sigorta Şirketleri	Kurumsal İhraççılar	Varlığa Dayalı Kıymetler	Devlet Menkul Kıymetleri	Toplam
A.M. Best	-	7.191	1.079	5	-	8.275
DBRS	12.730	164	2.938	14.951	18.865	49.648
EJR	9.446	864	6.420	-	-	16.730
Fitch	39.189	3.261	18.933	29.108	205.674	296.165
HR Ratings	560	-	184	-	374	1.118
JCR	839	59	2.464	-	440	3.802
KBRA	838	32	-	8.110	72	9.052
Moody's	36.631	2.484	28.635	59.320	598.614	725.684
Morningstar	44	-	297	2.530	-	2.871
S&P	57.091	6.496	51.213	43.760	920.306	1.078.866
Total	157.368	20.551	112.163	157.784	1.744.345	2.192.211

Kaynak: (www.sec.gov, 2019)

2017 yıl sonu itibariyle NRSRO'ya bağlı derecelendirme kuruluşlarının yaptıkları derecelendirmelere ait piyasa payları Tablo 3'de gösterilmiştir.

Tablo 3

2017 Yıl Sonu NRSRO'ya Bağlı Şirketlerin Derecelendirme Payları

NRSRO	Finansal Kurumlar	Sigorta Şirketleri	Kurumsal İhraççılar	Varlığa Dayalı Kıymetler	Devlet Menkul Kıymetleri	Toplam
A.M. Best	-	35.0%	1.0%	<0.1%	-	0.4%
DBRS	8.1%	0.8%	2.6%	9.5%	1.1%	2.3%
EJR	6.0%	4.2%	5.7%	-	-	0.8%
Fitch	24.9%	15.9%	16.9%	18.4%	11.8%	13.5%
HR Ratings	0.4%	-	0.2%	-	0.0%	0.1%
JCR	0.5%	0.3%	2.2%	-	0.0%	0.2%
KBRA	0.5%	0.2%	0.0%	5.1%	0.0%	0.4%
Moody's	23.3%	12.1%	25.5%	37.6%	34.3%	33.1%
Morningstar	<0.1%	-	0.3%	1.6%	-	0.1%
S&P	36.5%	31.6%	45.7%	27.7%	52.8%	49.2%

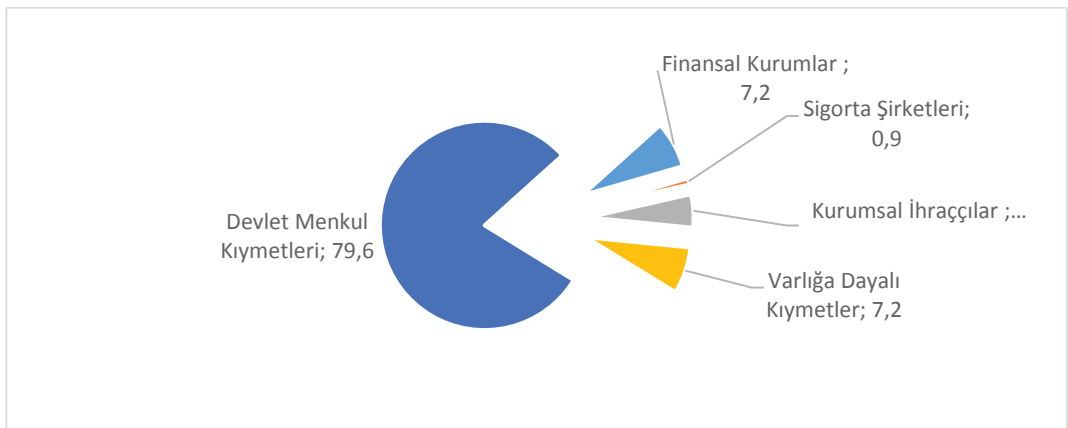
Kaynak: (www.sec.gov, 2019)

Tablo 2 ve 3 göre toplam derecelendirme işlemlerinin yarısını S&P firması yaparken, diğer bilinen iki firma Moody's ve Fitch de hesaba katıldığında üç firmanın piyasa payı %96'ya çıkmaktadır. Devlet menkul kıymetlerine ait yapılan derecelendirmeler çıkarıldığında üç firmanın hâkimiyeti %84'e düşmektedir.

Şekil 1'de görüldüğü üzere yapılan derecelendirmelerin yaklaşık %80'ini devletlerin menkul kıymet derecelendirmeleri oluşturmaktadır. İkinci sırayı ise finansal kurumlar ve varlığa dayalı menkul kıymetlerin derecelendirmeleri oluşturmaktadır. Sigorta şirketleri ise en az derecelendirmenin yapıldığı sektör olarak karşımıza çıkmaktadır.

Şekil 1

NRSRO'ya Bağlı Kuruluşlarca Yapılan Değerlendirme Yüzdeleri



Kaynak: (www.sec.gov, 2019)

Piyasa payının çoğunu elinde tutan üç şirket (Fitch, Moody's and S&P) Tablo 4'de görüldüğü üzere piyasa gelirinin de %94'ünü almaktadır.

Tablo 4

NRSRO'ya Bağlı Şirketlerin Gelir Yüzdesi

	2014	2015	2016	2017
S&P, Fitch, and Moody's	94.3%	93.7%	94.4%	94.1%
NRSRO'ya bağlı diğer kuruluşlar	5.7%	6.3%	5.6%	5.9%
Total	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Kaynak: (www.sec.gov, 2019)

Personel sayılarını gösteren Tablo 5'e göre, personel sayısının %84'ü üç firmaya aittir.

Tablo 5

NRSRO'ya Bağlı Şirketlerin Analizci ve Analiz Müdürü Sayıları

Derecelendirme Kuruluşları	Kredi Analisti	Kredi Denetçisi	Yüzde	Toplam
A.M.Best	97	47	2,81	144
DBRS	228	59	5,59	287
EJR	7	9	0,31	16
Fitch	866	310	22,92	1176
HR Ratings	42	7	0,95	49
JCR	31	31	1,21	62
KBRA	116	28	2,81	144
Moody's	1357	238	31,08	1595
Morningstar	61	16	1,50	77
S&P	1453	129	30,83	1582
Toplam	4258	874	100,00	5132

Kaynak: (www.sec.gov, 2019)

KDK'ların derecelendirme yöntemleri piyasa hâkimiyeti olan Fitch, Moody's ve S&P çerçevesinde incelenecektir.

2.5. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Metodolojileri

KDK'lar notlarını kısa ve uzun dönem, yerli para ve yabancı para cinsinden belirlemektedirler. Uluslararası piyasalar bu derecelendirmelerden uzun dönemli yabancı para cinsinden olan derecelendirmeyi esas almaktadırlar (Ovalı, 2014, s.

59). S&P' nin 51 ülkede 1995-2003 tarihlerini kapsayan araştırmasında kısa dönem notlarının piyasalar üzerinde kayda değer bir etkisinin olmadığı belirlenmiştir (Demir & Eminer, 2014, s. 106).

KDK olarak piyasa hâkimiyetine sahip üç firmanın yöntemleri incelenecektir. Bu KDK'ların ülke notunu belirleme kıstasları aşağıdaki adı geçen bölümlerde incelenmekle birlikte derecelendirmeye esas ana faktörlerin derecelendirmedeki ana faktörlerin ağırlıkları Fitch dışında ağırlıkları bilinmemektedir. Fitch derecelendirme kıstaslarına göre derecelendirmelerde en yüksek pay %54,7 ile yapısal özellikleridir. Fitch'in faktör paylarına göre ülke derecelendirmelerinde en büyük payın yapısal özellikler içinde bulunan hükümetlerin etkinliği, hukukun üstünlüğü, şoklara dayanıklılık, düşünce özgürlüğü, borç ödeme alışkanlığı ve düzenleyici ve denetleyici mekanizmalar gibi yapısal faktörler yer almaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşları ticari sır kapsamına girdiğinden puanlama ile ilgili herhangi bir veri paylaşmamaktadırlar.

2.5.1. Fitch Derecelendirme Metodolojileri

Fitch'in ülke derecelendirme analizleri, hükümetin borç yükümlülüklerini yerine getirme konusundaki istekliliğini gösteren nicel ve nitel kararların bir karışımıdır. Fitch derecelendirme yapısı hükümetin güvenilirliğini ölçen dört ana unsurun değerlendirmesidir. Bu bölümde verilen bilgiler aksi belirtilmedikçe www.fitchratings.com adresinden alınmıştır.

- 1- Yapısal Özellikler
- 2- Makroekonomik performans, politika ve zenginlik
- 3- Kamu maliyesi
- 4- Dış finansman

Bu dört başlık Tablo 6'da gösterildiği değerlendirme ağırlıklarına sahiptir. Puanlamanın yarıdan fazlası ülkenin yapısal özelliklerinin incelenmesi ile ortaya çıkmaktadır.

Tablo 6**Fitch Ülke Derecelendirme Ağırlıkları**

	Yapısal Özellikler	Makroekonomik Performans	Kamu Maliyesi	Dış Finansman
Ülke Değerlendirme Ağırlıkları	54,7	10,5	16,7	18,1

Kaynak: (www.fitchratings.com, 2019)

2.5.1.1. Yapısal Özellikler

Yapısal özelliklerin incelenmesi Tablo 7’de gösterildiği gibi dört ana başlıkta incelenmektedir. Genel olarak yapısal özellikler başlığı altında hükümetin kalitesi, ekonominin zenginliği, politik risk ve bankacılık sektörünün durumu ile ilgili değerlendirmeler yapılmaktadır.

Tablo 7**Fitch Yapısal Özellikler Etkileşim Tablosu**

Faktörler	
Hükümet Kalitesi	Hükümetin etkililiği
	Hukukun üstünlüğü
	Yolsuzluğun Kontrolü
	Düşünce özgürlüğü ve hesap verilebilirlik
	İş çevresi
Ekonominin Zenginliği ve Esnekliği	Kişi başı milli gelir
	Şoklara dayanıklılık
	Mali piyasa borcu
	Tasarruf oranı ve açıklık
Politik Risk	Politik istikrar
	Yönetimin meşruiyeti
	Fikir ayrılığı, savaş riski
	Borç ödeme alışkanlığı
	Ekonomik politika riski
Bankacılık Sektörü	Düzenleyici ve denetleyici mekanizmalar
	Makro finansal istikrarsızlık riski
	Bankacılık sektörü göstergeleri
	Geleceğe yönelik makroekonomik göstergeler

Kaynak: (www.fitchratings.com, 2019)

2.5.1.2. Makroekonomik Performans, Politikalar ve Beklentiler

Makroekonomik performans incelemesi Tablo 8’de belirtildiği gibi Politik faktörler, GSYH büyümesi, Enflasyon ve Reel döviz kuru faktörlerinden oluşmaktadır.

Tablo 8

Makroekonomik Performans Etkileşim Faktörleri

Faktörler	
Politika Çerçevesi	Tutarlılık ve Güvenilirlik
	Şoklara karşı dayanıklılık ve esneklik
GSYHİH büyümesi	Seviye
	Sürdürülebilirlik ve dalgalanmalar
Enflasyon	Seviye ve istikrar
	Dolarizasyon
Reel Efektif Döviz Kuru(REDK)	Politika çerçevesiyle uyum
	Sabit kur rejimlerinin açıkları

Kaynak: (www.fitchratings.com, 2019)

2.5.1.3. Kamu Maliyesi

Kamu maliyesi incelemesi Tablo 9’da gösterildiği üzere Hükümetlerin borcu, mali denge, borç dinamikleri ve mali politika unsurlarını değerlendirmektedir.

Tablo 9

Kamu Maliyesi Alt Faktörler

Faktörler	
Hükümet Borcu	Brüt genel yönetim borcu/GSYHİH
	Borç toleransı
	Vade, faiz oranı, döviz karması
	Mali esneklik, pazara erişim
	Mali varlıklar
	Koşullu yükümlülükler
Mali Denge	Genel yönetim dengesi/GSYHİH
	Bütçe katılığı/esnekliği
	Gelir tabanının genişliği
Borç Dinamikleri	Mali borçların sürdürülebilirliği
	GBYİH büyümesi ve faiz oranlarının artma senaryosu
Mali Politika	Mali kuralların ve çerçevenin tutarlılığı, ihtiyatlığı ve şeffaflığı

Kaynak: (www.fitchratings.com, 2019)

2.5.1.4. Dış Finansman

Dış finansman incelemesi Tablo 10’da görüldüğü gibi üç alt başlıkta incelenerek değerlendirilmeye alınmaktadır. Bunlar ödemeler dengesi, dış denge tablosu ve dış likitide başlıklarından oluşmaktadır.

Tablo 10

Dış Finansman Alt Faktörleri

Faktörler	
Ödemeler Dengesi	Cari işlemler dengesi
	Emtia veya sektöre bağımlılık
	Dış borç servisi
	Dış borçların sürdürülebilirliği
Dış Denge Tablosu	Dış varlık stoğu ve potansiyeli
	Net dış varlık pozisyonu
	Net borç stoku değerlendirmesi
	Vade ve döviz yapısı
	Resmi sektör vb. piyasa borcu
Dış Likidite	Uluslararası likidite rasyosu
	Yerleşik olmayanların borç verme ve varlık satın alma istekliliği
	Rezerv döviz esnekliği

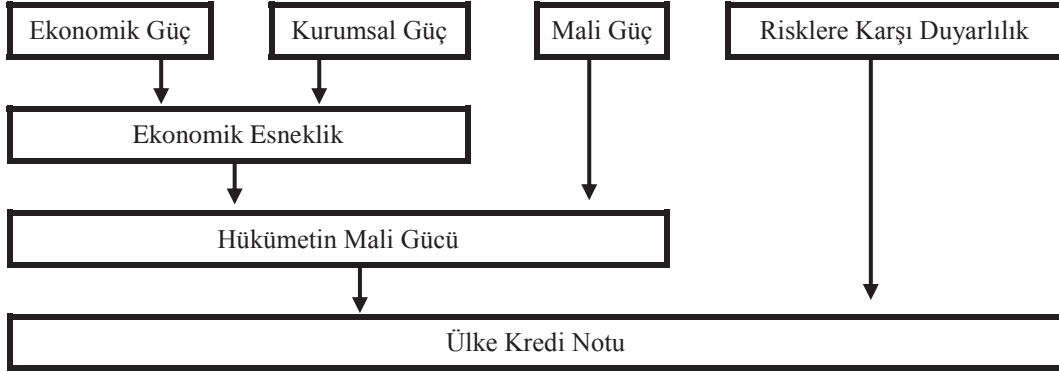
Kaynak: (www.fitchratings.com, 2019)

2.5.2. Moody’s Derecelendirme Metodolojisi

Moody’s ülke kredi derecelendirmesi Tablo 11’de gösterildiği üzere dört temel esas üzerine kurulmuştur. Bunlar ekonomik güç, kurumsal güç, mali güç, risklere karşı duyarlılıktır. Moody’s ülke notunu oluştururken IMF, Dünya Bankası, OECD ve Avrupa Komisyonu gibi kuruluşlardan veri temin etmektedir. Bunlar ilerleyen bölümlerde adları geçmektedir. Bu bölümde anlatılanlar aksi belirtilmedikçe www.moody.com/ sitesinden alınmıştır.

Tablo 11

Moody's Derecelendirme Faktörleri Etkileşimi



Kaynak: (www.moody's.com, 2019)

Ekonomik güç ve kurumsal gücün birleşimi ekonomik esnekliği, ekonomik esneklik ile mali güç hükümetin mali gücünü, hükümetin mali gücü ile risklere karşı duyarlılık Ülke Kredi Notu'nu oluşturmaktadır. Bu dört faktör kendi içinde Tablo 12'deki gibi değerlendirilmektedir.

Ekonomik güce ait değerlendirmelerde;

- Büyüme dinamikleri,
- Ekonomik denge ve milli gelir,

Kurumsal güce ait değerlendirmelerde;

- Kurumsal çerçeve ve politikaların güvenilirliği,
- Mali güce ait değerlendirmelerde borç yükü,
- Borçları ödeme gücü,

Mali güce ait değerlendirmelerde;

- Borç yükü,
- Borç Ödeme Gücü,
- Yabancı para borcu ve kamu borcu gibi tamamlayıcı faktörler,

Risklere karşı duyarlılığa ait değerlendirmelerde;

- Politik risk,
- Likitide riski,
- Bankacılık sektör riski gibi faktörler değerlendirilmektedir.

Tablo 12

Moody's Değerleme Faktörler

Değerleme Faktörleri	Alt Değerleme Faktörleri	Ağırlık	Alt Değerleme Göstergeleri
Ekonomik Güç	Büyüme Dinamikleri	50%	GSYH'deki önceki 4 yıl sonraki 5 yıllık ortalama büyüme
			GSYH'deki dalgalanma (önceki 9 yıl)
			Dünya Ekonomik Forum Rekabet endeksi
	Ekonomik Denge	25%	Nominal GSYH
Milli Gelir	25%	Kişi Başına Milli Gelir	
Tamamlayıcı Faktörler*	0-6 puan	Kredi balonu ve diğerleri	
Kurumsal Güç	Kurumsal Çerçeve ve Etki	75%	Dünya hükümetler etki indeksi
			Dünya hukuk kuralları indeksi
			Dünya yozlaşma indeksi
	Politika Güvenilirliği ve Etki	25%	Enflasyon seviyesi (t-4,t+4)* Enflasyon dalgalanması(t-9,t)
Tamamlayıcı Faktörler**	0-6 Puan	İflas kaydı ve diğerleri	
Mali Güç	Borç Yükü	50%	Genel hükümet borcu/GSYH
			Genel hükümet borcu/Gelir
	Borç Ödeme Gücü	50%	Hükümet faiz ödemeleri/Gelir
			Hükümet faiz ödemeleri/GSYH
	Tamamlayıcı Faktörler**	0-6 Puan	Borç trendi(t-4,t+1)
			Hükümet yabancı para borcu/ Genel devlet borcu
Diğer kamu sektörü borcu/GSYH			
Kamu sektörü finansal varlıkları veya ülke varlık fonları/Genel hükümet borcu ve diğerleri			
Risklere Karşı Duyarlılık	Politik Risk	maksimum işlev***	Yerel politika riski
			Jeopolitik risk
	Hükümet Likidite Riski	maksimum işlev***	Fundamental metrics
			Piyasa finansmanı sorunu
	Bankacılık Sektör Riski	maksimum işlev***	Bankacılık piyasasının gücü
			Bankacılık piyasasının büyüklüğü
			Kaynak bulma sorunu
	Dışsal Risklere Maruz Kalma	maksimum işlev***	(Cari İşlemler Dengesi+Doğrudan Yabancı Yatırım)/GSYH
			Dışsal risk endeksi (t+2)
			Net uluslararası yatırım pozisyonu/GSYH
<p>*"t" bugünü göstermektedir. "t-" geçmiş yılları "t+" gelecek yıllara ait tahminleri içerir. **Tamamlayıcı faktörler ilgili alt faktör puanlaması yapıldıktan sonra belirtilen derecede puan azaltma artırma işlemidir. ***Maksimum işlev Risklere karşı duyarlılık kalemini oluşturan faktörlerden birisinin aldığı en yüksek puan olarak oluşturulur</p>			

Kaynak: (www.moody's.com, 2019)

Bu dört faktörlere ait alt faktörler Tablo 13'de belirtildiği üzere 1'den 15'e (VH+'dan VL-'ye) kadar olan derecelerde puanlanır.

Tablo 13**Moody's Puan Harf Dönüşüm Tablosu**

Kategori	VH+	VH	VH-	H+	H	H-	M+	M	M-	L+	L	L-	VL+	VL	VL-
Puan aralığı	85-100	80-85	75-80	70-75	65-70	60-65	55-60	50-55	45-50	40-45	35-40	30-35	25-30	20-25	1-20
Ortalama	92,5	83	78	73	68	63	58	53	48	43	38	33	27,5	23	10,50

Kaynak: (www.moody.com, 2019)

Ekonomik güç ve kurumsal gücün birleşmesi ile oluşan ekonomik esneklik derecesi Tablo 14'da gösterildiği gibi mali güç faktörü ile belirtilen oranlarda etkileşime girerek hükümetin mali güç derecelendirmesi ortaya çıkar.

Tablo 14**Moody's Ekonomik Esneklik Mali Güç Etkileşimi**

		Mali Güç															Ağırlık	
		VH+	VH	VH-	H+	H	H-	M+	M	M-	L+	L	L-	VL+	VL	VL-		
Ekonomik Esneklik	VH+	VH+	VH+	VH+	VH+	VH+	VH+	VH+	VH+	VH+	VH	VH	VH	VH	VH	VH-	80/20	
	VH	VH	VH	VH	VH	VH-	VH-	VH-	VH-	VH-	H+	H+	H+	H+	H+	H		
	VH-	VH	VH-	VH-	VH-	VH-	H+	H+	H+	H+	H+	H	H	H	H	H-		
	H+	VH-	VH-	H+	H+	H+	H	H	H	H	H	H-	H-	H-	M+	M+	M	70/30
	H	VH-	H+	H+	H	H	H	H-	H-	H-	H-	M+	M+	M+	M	M		
	H-	H+	H	H	H	H-	H-	H-	M+	M+	M+	M+	M	M	M	M-		
	M+	H+	H	H	H-	H-	M+	M+	M+	M	M	M-	M-	M-	L+	L		60/40
	M	H	H-	H-	H-	M+	M+	M	M	M	M-	M-	L+	L+	L+	L		
	M-	H	H-	M+	M+	M+	M	M	M-	M-	M-	L+	L+	L	L	L-		
	L+	M+	M	M	M	M-	M-	M-	M-	L+	L+	L+	L	L	L	L-		75/25
	L	M	M-	M-	M-	M-	L+	L+	L+	L	L	L	L	L-	L-	L-		
	L-	M-	M-	L+	L+	L+	L	L	L	L	L-	L-	L-	L-	L-	VL+		
	VL+	L-	L-	L-	L-	L-	L-	L-	L-	VL+	VL+	VL+	VL+	VL+	VL+	VL+		90/10
VL	VL+	VL+	VL+	VL+	VL+	VL+	VL+	VL+	VL	VL	VL	VL	VL	VL	VL			
VL-	VL-	VL-	VL-	VL-	VL-	VL-	VL-	VL-	VL-	VL-	VL-	VL-	VL-	VL-	VL-			

VH: Çok Yüksek, H: Yüksek, M: Orta, L: Düşük, VL: Çok Düşük

Kaynak: (www.moody.com, 2019)

Eğer riskli olaylara karşı duyarlılık puanı en düşük derece ise bu derecelendirmeye konu olmaz. Fakat en düşük seviyeden farklı bir puan olduğunda Tablo 15'de verilen matriste olduğu gibi hükümetin mali gücü derecelendirmesi ile etkileşime girer ve ülke notu belirlenir.

Tablo 15

Moody's Risklere Karşı Duyarlılık ve Mali Güç Etkileşimi

		Hükümetin Mali Gücü														
		VH+	VH	VH-	H+	H	H-	M+	M	M-	L+	L	L-	VL+	VL	VL-
		Aaa-Aa2	Aa1-Aa3	Aa2-A1	Aa3-A2	A1-A3	A2-Baa1	A3-Baa2	Baa1-Baa3	Baa2-Ba1	Baa3-Ba2	Ba1-Ba3	Ba2-B1	Ba3-B2	B1-B3	B2-Caa
VH+	Aa1	Aa2	Aa3	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3
VH	Aa1	Aa2	Aa3	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3
VH-	Aa1	Aa2	Aa3	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3
H+	Aa1	Aa2	Aa3	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3
H	Aa1	Aa2	Aa3	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3
H-	Aa1	Aa2	Aa3	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3
M+	Aa2	Aa3	A1	A2	A2	A3	Baa1	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2
M	Aa2	Aa3	A1	A2	A2	A3	Baa1	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa3
M-	Aa3	A1	A2	A3	A3	Baa1	Baa2	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3
L+	Aa3	A1	A2	A3	A3	Baa1	Baa2	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa3	Caa3
L	A1	A2	A3	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Caa3
L-	A1	A2	A3	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Caa3
VL+	A2	A3	Baa1	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Caa3	Caa3
VL	A2	A3	Baa1	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Caa3	Caa3
VL-	A3	Baa1	Baa2	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Caa3	Caa3	Caa3

Kaynak: (www.moody's.com, 2019)

Moody's ülke notu belirleme faktörleri aşağıdaki maddelerde belirtildiği şekilde değerlendirmeye tabi olmaktadır.

2.5.2.1. Ekonomik Güç

Ekonomik güç, ekonominin içsel gücü, büyüme potansiyeli, çeşitlendirme, rekabet edebilirlik, milli gelir ve ölçek konuları, ekonominin üretme yeteneği ve orta vadede gelir gider dengesi üzerine puanlandırma yapar. Bunu yaparken Tablo 16'da belirtildiği gibi dört dinamik üzerinden yapmaktadır.

- Büyüme dinamiği:

Gerçek GSYH büyümesi için son dönemdeki performans ve orta vadeli görünüm, son reel GSYH büyüme oranındaki oynaklık, Dünya Ekonomik Forumu (WEF) Küresel Rekabet Edebilirlik ve Yenilikçilik indeksleri kullanılmaktadır.

- Ekonominin Ölçeği:

Asıl değerlendirmeye konu olan nominal GSYH olmakla birlikte ekonomideki çeşitlilik büyük önem arz etmektedir.

- Milli Gelir:

Bir ülkenin vatandaşlarının gelir düzeyi temerrüt riskiyle yakından ilişkilidir. Kişi başı gelir GSYİH ile bölünür. Puanlamada %25 etkisi vardır.

- Tamamlayıcı Faktörler:

Kredi balonu değerlendirilmesi, ülkenin GSYH hasılasına göre değerlendirilmektedir. Krediler iki yıl üst üste nominal GSYH'nin iki katına yakın ve daha fazla artarsa bu büyümede öncü göstergedir. Fakat daha uzun süreli artış sağlarsa daha çok kredi iflası olasılığı üzerine bir değerlendirme yapılır. Ayrıca ülkelerin çok büyük/küçük olması, sıra dışı zenginliği/fakirliği, çok fazla ekonomik çeşitliliği, tek ürüne bağımlılığı, 50 yıl ve üzeri doğal kaynakları ve ekonomik yapısal düzenlemeleri maruz kalınabilecek şokları azaltıcı/artırıcı etkiler değerlendirilmektedir.

Tablo 16

Moody's Ekonomik Güç Alt Faktörler

Faktör	Ekonomik Güç																	
Alt Faktörler/ Alt Faktör Oranları						Alt Faktörler Oranları	Alt Faktör Oranları											
	Büyüme Dinamikleri / 50%	Ortalama GSYH (t-4, t+5)	Reel GSYH'da dalgalanma (t-9, t)	WEF Rekabet endeksi	Nominal GSYH (Milyon\$)	Kişi Başı Milli Gelir (Bin \$)	Kredi Balonu	Dijer										
	Denge / 25%	50%	25%	25%	25%	25%	0-3 Puan	0-6 Puan										
	Milli Gelir / 25%	VH+	VH	VH-	H+	H	H-	M+	M	M-	L+	L	L-	VL+	VL	VL-		
	Tamamlayıcı Faktörler (0-6 Puan)	$\geq 4,5$	4-4,5	3,5-4	3-3,5	2,75-3	2,5-2,75	2,25-2,5	2-2,25	1,75-2	1,5-1,75	1,25-1,5	1-1,25	0,75-1	0,5-0,75	<0,5		
		$\geq 4,98$	4,61-4,98	4,52-4,61	4,45-4,61	4,31-4,39	4,31-4,39	4,26-4,31	4,21-4,26	4,1-4,22	5,03-4,1	3,95-4,03	3,9-3,95	3,84-3,9	3,75-3,84	<3,75		
		≥ 1000	500-1000	400-500	300-400	250-300	200-250	175-200	150-175	125-150	100-125	75-100	50-75	25-50	10-25	>10		
		$\geq 35,17$	30,13-35,17	35,91-30,13	24,04-35,91	20,40-24,04	18,00-20,40	16,29-18,00	13,58-16,29	11,86-13,58	10,65-11,86	8,57-10,65	7,70-8,57	5,91-7,70	4,32-5,91	<4,32		

Kaynak: (www.moody's.com, 2019)

2.5.2.2. Kurumsal Güç

Ülkenin kurumsal özelliklerinde, borcunu geri ödeme kabiliyeti ve istekliliği, hükümetin ekonomik büyümeyi ve refahı artıracak sağlam ekonomik politikalar yürütmesi, siyasi istikrarsızlıklar, zayıf bütçe yönetimi ve yönetim sorunları, ödeme isteksizliği, hukuk devleti ve şeffaf demokratik yönetim hususları değerlendirmeye konu edilmektedir. Kurumsal güç değerlendirmesi üç faktör üzerinden yapılmaktadır. Kurumsal değerlendirme faktörlerinin ağırlıkları Tablo 17’de belirtilmiştir.

a. Kurumsal Çerçeve ve Etki:

- Devletin Etkinliği: Devlet bürokrasisi ve idaresinin kalitesi, politika planlama, uygulama yetenekleri ve kamu hizmetinin siyasetten bağımsızlığı değerlendirilmektedir.
- Hukukun Üstünlüğü: Sözleşmenin uygulanmasının ölçülmesi, mülkiyet hakları, yargının bağımsızlığı ve güven, iyi işleyen bir ekonomik sistem için bunların değerlendirilmesi yapılır.
- Yolsuzluğun Kontrolü: Kamu iktidarının özel kazanç için ne ölçüde kullanıldığı, ekonominin seçkinler ve bürokrasi tarafından ele geçirilip geçirilmediği, şeffaflık ve kamu sektörünün hesap verebilirliği değerlendirilmektedir.

b. Politika Güvenilirliği ve Etki:

Politika güvenilirliğinde merkez bankasının politika etkinliği ve güvenilirliği, kredi dostu politikalar belirleme ve enflasyon için doğru öngörüler yapabilmesi değerlendirilir. Sürdürülebilir ekonomik büyüme ve refah en iyi fiyat istikrarı ile sağlanır. Burada enflasyon seviyesi ve dalgalanmalar değerlendirilmeye konu edilmektedir.

c. Tamamlayıcı Faktörler:

Tamamlayıcı faktörler daha çok ülkelerin tekrar temerrüde düşme durumlarını incelemektedir.

Tablo 17

Moody's Kurumsal Güç Alt Faktörler

Kurumsal Güç	Alt Faktörler / Oranlar	Alt Faktörler / Oranlar	VL+	VL	VL-	VH+	VH	VH-	H+	H	H-	M+	M	M-	L+	L	L-	VL+	VL	VL-	Temerrüt Riski / 0-3 Puan		Tamamlayıcı Faktörler / 0-6 Puan
																					Dijer / 0-3 Puan	Puan	
		Dünya Bankası Hükümet Etki endeksi / %50	(0,50)-(0,41)	(0,72)-(0,50)	<(0,72)	≥1,14	1,01-1,14	0,85-1,01	0,48-0,85	0,34-0,48	0,25-0,34	0,11-0,25	(0,01)-0,11	(0,10)-(0,01)	(0,17)-(0,10)	(0,35)-(0,17)	(0,41)-(0,35)	(0,50)-(0,41)	(0,72)-(0,50)	<(0,72)	≥1,14		
		Hukukun Üstünlüğü Endeksi / %25	(0,71)-(0,57)	(0,82)-(0,71)	<0,82	≥0,98	0,81-0,98	0,64-0,81	0,48-0,64	0,26-0,48	0,06-0,26	(0,08)-0,06	(0,15)-(0,08)	(0,29)-(0,15)	(0,35)-(0,29)	(0,45)-(0,35)	(0,57)-(0,45)	(0,71)-(0,57)	(0,82)-(0,71)	<0,82	≥0,98		
		Dünya Yolsuzluk Endeksi / %25	(0,79)-(0,64)	(0,91)-(0,79)	<(0,91)	≥1,03	0,82-1,03	0,56-0,82	0,32-0,56	0,13-0,32	(0,06)-0,13	(0,19)-(0,06)	(0,29)-(0,19)	(0,39)-(0,29)	(0,44)-(0,39)	(0,58)-(0,44)	(0,64)-(0,58)	(0,79)-(0,64)	(0,91)-(0,79)	<(0,91)	≥1,03		
		Enflasyon Seviyesi (t-4, t+5) / %50	0,1-0,2 & 20-22,5	0-0,1 & 22,5-25	<0 & ≥25	1,3-2,5	1,2-1,3 & 2,5-3	1,1-1,2 & 3-3,5	1-1,1 & 3,5-4	0,9-1 & 4-5	0,8-0,9 & 5-6	0,7-0,8 & 6-8	0,6-0,7 & 8-10	0,5-0,6 & 10-12,5	0,4-0,5 & 12,5-15	0,3-0,4 & 15-17,5	0,2-0,3 & 17,50-20	0,1-0,2 & 20-22,5	0-0,1 & 22,5-25	<0 & ≥25	1,3-2,5		
		Enflasyonda Dalgalanma / %50	3,8-4,5	4,5-5,6	≥5,6	<1,2	1,2-1,4	1,4-1,7	1,7-2	2-2,1	2,1-2,5	2,5-2,6	2,6-2,7	2,7-3,1	3,1-3,4	3,4-3,6	3,6-3,8	3,8-4,5	4,5-5,6	≥5,6	<1,2		
		Temerrüt Riski / 0-3 Puan																					
		Dijer / 0-3 Puan																					
		Puan																					
		Tamamlayıcı Faktörler / 0-6 Puan																					

Kaynak: (www.moody's.com, 2019)

2.5.2.3.Mali Güç

Mali güç faktörü borçların ödenebilirliği(%50) ve borç yükü değerlendirmeleri (%50) olmak üzere iki başlık altında Tablo 18’de gösterilmiştir.

Borç yükü incelemesinde;

- Genel Devlet Borcu / GSYH,
- Genel Devlet Borcu / Gelirler,

Borçların ödenebilirliği incelemesinde;

- Faiz Ödemeleri / Gelirler
- Faiz Ödemeleri / GSYH

Değerlendirilmektedir.

Bu iki faktör değerlendirmesi yapıldıktan sonra bazı ayarlama puanlandırmaları yapılmaktadır.

- Yabancı para borçlarının genel borçların içindeki payı,
- Borçların genel seyri,
- Diğer kamu sektörünün borcu,
- Kamu sektörünün finansal varlıkları,

gibi faktörler Tablo 18’de belirtilen puan aralıklarında çıkan nota etki edebilmektedir.

Tablo 18

Moody's Mali Güç Alt Faktörler

Faktörler	Alt Faktörler / (Pay %)	Alt Faktörler	Alt Faktör Gösterge Oranları	VH+	VH	VH-	H+	H	H-	M+	M	M-	L+	L	L-	VL+	VL	VL-	
Mali Güç	Borç Yüğü (%50)	Genel Devlet Borcu/GSYH (%)	50%	<30	30-35	35-40	40-45	45-50	50-55	55-60	60-65	65-70	70-80	80-90	90-100	100-120	120-140	≥140	
		Genel Devlet Borcu/Gelirler (%)	50%	<120	120-140	140-160	160-180	180-200	200-220	220-240	240-260	260-280	280-320	320-360	360-400	400-480	480-560	≥560	
Mali Güç	Borç Ödenebilirliği (%50)	Faiz Ödemeleri / Gelirler (%)	50%	<6	6-7	7-8	8-9	9-10	10-11	11-12	12-13	13-14	14-16	16-18	18-20	20-24	24-28	≥28	
		Faiz Ödemeleri / GSYH (%)	50%	<1,5	1,5-1,75	1,75-2	2-2,25	2,25-2,5	2,5-2,75	2,75-3	3-3,25	3,25-3,5	3,5-4	4-4,5	4,5-5	5-6	6-7	≥7	
Mali Güç	Ayarlamalar	Borç Trendi (t-4, t+1)	0-3 Puan	<(12)	(12)-(10)	(10)-(8)	(8)-(5)	(5)-(2)	(2)-0	0-2	2-5	5-10	10-15	15-20	20-25	25-30	30-35	≥35	
		Yabancı Para Borçları / Genel Borçlar (%)	0-6 Puan	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-1	-1	-2	-2	-3	-3	-3
		Diger Kamu Sektörü Borçları	0-3 Puan	0-0,5	0,5-1	1-2	2-4	4-6	6-8	8-10	10-15	15-20	20-25	25-30	30-40	40-50	50-60	≥60	
		Kamu Sektörü Finansal Varlıkları	0-4 Puan	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-1	-2	-3	-4	-5	-6
Mali Güç	Diger	Diger	0-6 Puan																

Kaynak: (www.moody's.com, 2019)

2.5.2.4. Risklere Karşı Duyarlılık

Dikkate alınan son faktör, bir ülkenin risklere karşı duyarlılığıdır. Geçmişteki ülke temerrüt analizleri, bankacılık krizleri ve benzeri şoklar, aniden ortaya çıkan döviz krizlerinin ülkeyi temerrüde düşürme olasılığı değerlendirilmektedir. Risklere karşı duyarlılık Tablo 19’da belirtildiği üzere dört faktör üzerinden değerlendirmeye alınmaktadır.

Politik riskin alt bileşenleri olan yerel politika riski ve jeopolitik risk değerlendirmelerinden hangi alt bileşenin puanı yüksek ise puanlamaya onun puanı ile devam edilmektedir.

Hükümetin likitide riski değerlendirmesinde; Temel değerler ve piyasa stresi aynı oranda değerlendirmeye girmektedir.

Bankacılık Sektör riski incelenirken bankacılık sisteminin büyüklüğü ve güçlülüğü %80 ağırlığı var iken fon kırılganlığı değerlendirmeye %20 etki etmektedir.

Dışsal risklere dayanıklılık değerlendirmesinde ise; cari işlemler ve yabancı direk yatırımların GSYH’ye oranı %25 pay alırken dışsal risklere dayanıklılık %50 ve uluslararası yatırım pozisyonunun GSYH’ye oranı %25 pay almaktadır.

Tablo 19

Risklere Karşı Duyarlılık Alt Faktörler

Alt Faktörler	Alt Faktörler / Oranlar	Alt Faktörler	VH+	VH	VH-	H+	H	H-	M+	M	M-	L+	L	L-	VL+	VL	VL-
		Jeopolitik Risk* / Maksimum Fonksiyon															
		Brüt Borçlanma Gereksinimi/ GSYİH(%)	≥40	37,5-40	35-37,5	32,5-35	30-32,5	27,5-30	25-27,5	22,5-25	20-22,5	17,5-20	15-17,5	12,5-15	10-12,5	5-10	<5
Hükümet Likitide Riski	Temel Değerler / %50	Yerleşik Olmayanların Genel Borçlardaki Payı(%)	≥95	90-95	85-90	80-85	75-80	70-75	65-70	60-65	55-60	50-55	45-50	40-45	35-40	30-35	<30
	Piyasa Stresi / %50	Moody's Piyasa Değerlendirmeleri	Caa3-C	Caa2	Caa1	B3	B2	B1	Ba3	Ba2	Ba1	Baa3	Baa2	Baa1	a3	A1-A2	Aaa-Aa3
	Bankacılık Sistemi Büyüklük ve Güçlülük / %80	Ortalama Taban Kredi Değerlemesi (BCA)***	caa3-c	caa2	caa1	b3	b2	b1	ba3	ba2	ba1	baa3	baa2	baa1	a3	a2	a1-aaa
Bankacılık Sektörü Riski	Fon Kirılmalığı / %20	Toplam Ulusal Banka Varlıkları / GSYİH(%)***	≥195,65	165,48-195,65	131,95-165,48	120,15-131,95	108,62-120,15	97,62-108,62	91,05-97,62	87,04-91,05	76,08-87,04	65,94-76,08	60,84-65,94	54,57-60,84	49,33-54,57	39,17-49,33	<39,17
		Bankacılık Kredi Mevduat Oranı (%)	≥260	250-260	225-250	200-225	180-200	160-180	140-160	120-140	100-120	90-100	80-90	70-80	60-70	50-60	<50

* Parantez içindeki sayılar negatiftir.

** Yüksek olan puanlar

*** En düşük olan puanlar

Tablo 19'un Devamı

Alt Faktörler	Alt Faktör Oranları	Alt Faktörler	VH+	VH	VH-	H+	H	H-	M+	M	M-	L+	L	L-	VL+	VL	VL-
Dışsal Risklere Dayanıklılık	Cari İşlemler Bakiyesi + Yabancı Direkt Yatırımlar/ GSYİH (%) / %25	Cari İşlemler Bakiyesi + Yabancı Direkt Yatırımlar/ GSYİH (%)	<(35)	≥400	250-300	(250)-(200)	(200)-(150)	160-180	140-160	120-140	100-120	90-100	80-90	70-80	60-70	50-60	<50
	Dış Şoklara Maruz Kalma İndeksi / %50	Dışsal Risk Dayanıklılık			300-400	(350)-(300)											
	Uluslararası Yatırım Pozisyonu/ GSYİH (%) / %25	Uluslararası Yatırım Pozisyonu/ GSYİH (%)															

* Parantez içindeki sayılar negatiftir,

** Yüksek olan puanlanır

*** En düşük olan puanlanır

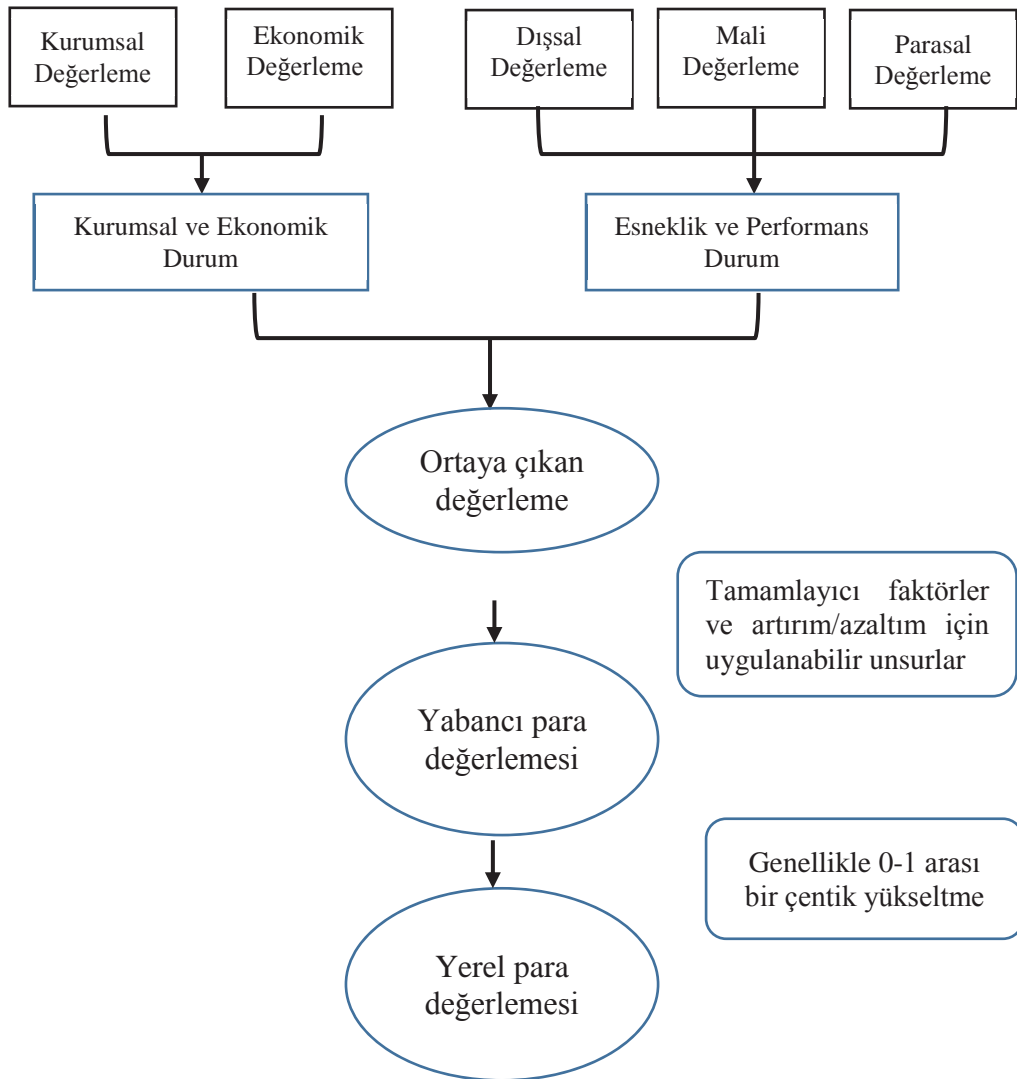
Kaynak: (www.moody's.com, 2019)

2.5.3. Standart and Poor's Derecelendirme Metodolojisi

Standart and Poor's (S&P) ülke değerlendirme kıstasları Şekil 2'de belirtilmiş olup; kurumsal, ekonomik, dışsal, mali ve parasal değerlendirme olmak üzere beş başlık altında toplanmaktadır. Yapılan bu değerlendirmelerde 1 en güçlü 6 en zayıf olmak üzere puanlandırma işlemleri yapılır.

Şekil 2

S&P Derecelendirme Faktörleri



Kaynak : (www.standardandpoors.com, 2019)

Rating notu kurumsal ve ekonomik durum ile esneklik ve performans durumunun birleşiminden oluşmaktadır. Bu birleşim Tablo 20' de gösterilen matris ile aracılığıyla yapılmaktadır.

Tablo 20

S&P Derecelendirme Puanları

		Kurumsal ve Ekonomik Profil											
		Kategori	Üstün	Aşırı Güçlü	Çok Güçlü	Güçlü	Orta güçlü	Orta	Orta zayıf	Zayıf	Çok zayıf	Aşırı zayıf	Yoksul
		Değerleme	1	1,5	2	2,5	3	3,5	4	4,5	5	5,5	6
Esneklik ve Performans Profili	Kategori	Değerleme	1	1,5	2	2,5	3	3,5	4	4,5	5	5,5	6
	Aşırı Güçlü	1-1,7	aaa	aaa	aaa	aa+	aa	a+	a	a-	bbb+	bb+	bb-
	Çok Güçlü	1,8-2,2	aaa	aaa	aa+	aa	aa-	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb-
	Güçlü	2,3-2,7	aaa	aa+	aa	aa-	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb	b+
	Orta güçlü	2,8-3,2	aa+	aa	aa-	a+	a-	bbb	bbb-	bb+	bb	bb-	b+
	Orta	3,3-3,7	aa	aa-	a+	a	bbb+	bbb-	bb+	bb	bb-	b+	b
	Orta Zayıf	3,8-4,2	aa-	a+	a	bbb+	bbb	bb+	bb	bb-	b+	b	b
	Zayıf	4,3-4,7	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb	bb-	b+	b	b-	b-
	Çok Zayıf	4,8-5,2	bbb	bbb	bbb-	bb+	bb	bb-	b+	b	b	b-	b-
	Aşırı Zayıf	5,3-6	bb+	bb+	bb	bb-	b+	b	b	b-	b-	b-	b-

Kaynak: (www.standardandpoors.com, 2019)

Kurumsal Değerlemede;

- Politikacıların krizlerdeki tutumu ve ekonomik büyümeyi sağlama başarısı,
- Sürdürülebilir kamu finansmanı ve ekonomik büyüme için yapılacak olan reformları uygulama kabiliyeti ve isteği,
- Sosyal uzlaş, sosyal kurumların çokluğu, politik kurumların sosyal isteklere karşı tutumu, etnik, ırksal ve sınıflar arası çatışma durumu,
- Kurumlar arası uyum, kanunlara karşı saygı, politik kararların tartışmaya açıklığı, bilgi akışkanlığı, istatistiksel verilerin zamanında açıklanması ve güvenilirliği,

Ekonomik değerlemede;

- Kişi başına dufen milli gelir,
- Bfuyfme trendi,
- Ekonomik eşitlilik ve dalgalanmalar,
- Ulusal hesapların gfvnenilirliği, devamlılığı, tutarsızlığı,

Dışsal Değerlemede;

- fUlke parasının uluslararası işlemlerdeki durumu,
- Dfviz fretim kabiliyetinin bir gfvstergesi olarak dfviz rezervleri,
- fUlkenin varlıkları ve dış ddfnyaya olan sorumluluklarını yerine getirebilme derecesi,

Mali Değerlemede;

- Mali esneklik,
- Uzun vadeli mali eğilimler ve kırılğanlıklar,
- Borç yapısı ve fona erişim,
- Koşullu borçlarla ilgili potansiyel riskler

Parasal değerlemede;

- Bağımsız para politikası yfretim kabiliyetini etkileyen dfviz kuru rejimi;
- Enflasyon, piyasa mekanizması, reel ekonomi, sermaye piyasaları bağlamında para politikasının etkinliği,

konuları incelenerek puanlandırma yapılmaktadır.

Yukarıda bahsedilen beş faktfvr 1'den(en gfvlfv) 5'e (en zayıf) olmak fuzere değerlendirilir. Kurumsal ve ekonomik faktfvrlerin ortalaması fvlke ekonomisinin durumunu gvsterir. Bununla birlikte sivil kurumların gvc fv istikrarı politika yapıcıların etkisini artırır. fUlke esneklik ve performans durumu fvlkenin dış konumunun ışığında fvlkenin mali dengesi, borç yfckfv hakkında bilgi verir.

2.6. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Sermaye Akımlarına Etkisi

Kredi derecelendirme kuruluşları borç verenler (fon arz edenler) ile borçlular (fon talep edenler) asındaki asimetrik bilgi sorununu fmzmeye çalışan kuruluşlardır.

Bunlar yapmış oldukları ülke derecelendirmeleri ile sermaye hareketlerine yön vermektedir.

Kim ve Wu (2006), yaptıkları çalışmalarında uzun dönem yabancı para derecelendirmesinin sermaye akımları üzerinde hızlandırıcı bir etkisinin olduğunu ve ulusal piyasaların gelişmesine fayda sağladığını, uzun dönem yabancı para notu iyileştirmelerinin, doğrudan yatırımlar, bankacılık ve portföy yatırımlarını önemli ölçüde arttırdığını tespit etmişlerdir. Uzun dönem yerel para notu ise, çelişkili sonuçlar vermiştir. Yerel bankacılık ve hisse senedi piyasasında olumlu sonuçları var iken uluslararası sermaye akımlarına etkisinin negatif olduğunu tespit etmişlerdir. Hem yerel hem de yabancı para kısa dönem derecelendirmeleri ise uluslararası sermaye akımlarına zarar vermektedir.

Emara ve El Said (2015), çalışmalarında 1990-2012 yılları arası verilerle 23 gelişmekte olan ülkeyi kapsayan araştırmalarında ülke derecelendirmesinin gelişmekte olan ülkelerin uluslararası sermaye piyasalarına açılması için çok önemli bir faktör olduğunu tespit etmişlerdir. Ülke notunun, doğrudan ve portföy yatırımları üzerinde istatistiksel olarak önemli bir etkisinin olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Öztürk Subaşı'nın (2008), Türkiye üzerine yaptığı çalışmasında ülke notunun ve görünümünün hisse senedi getirilerine, döviz kuruna ve dalgalanmalarına etkisini incelemiştir. 1995-2007 tarihlerini kapsayan araştırmasının sonucunu şu 6 başlık altında toplamıştır. **Birincisi**, ülke notunun yükseltilmesinin hisse senedi getirileri üzerinde etkisi olmaz iken düşürülmesinin etkisi oldukça zayıftır. **İkincisi**, hisse senedi getirileri görünümdeki bir değişiklikten etkilenmemektedir. **Üçüncüsü**, not düşürme TL/USD döviz kurunda önemli bir düşmeye sebep olurken, not artırımını TL/USD döviz kurunu artma/azalma yönünde hareket ettirebiliyor. Ayrıca not düşmesi TL/USD döviz kurunda dalgalanmayı artırıyor. **Dördüncüsü**, görünüm değişimi TL/USD döviz kuru ve dalgalanmasında her iki yönlü de hareket gösterebiliyor. **Beşincisi**, not düşmesi TL/EUR döviz kurunun zayıflamasına sebep olurken not artırımını her iki yönde de tepki verebiliyor. Not düşmesi TL/EUR döviz kuru dalgalanmasını artırırken not artırımını iki yönlü tepki verebiliyor. **Altıncı**,

görünüm değişimi TL/EUR döviz kurunu artma/azaltma yönünde etkileyebiliyor. Görünüm arttığında TL/EUR döviz kuru dalgalanması iki yönlü tepki verebilirken görünüm düştüğünde tepki vermediği sonucuna ulaşmışlardır.

Bayar ve Kılıç (2014), üç büyük derecelendirme kuruluşları olan Fitch, Moody's ve S&P'nin vermiş olduğu notlar ile Türkiye'ye gelen doğrudan yatırımlar arasındaki ilişkiyi VAR modeli ile analiz etmişlerdir. Yapılan araştırmada ülke derecelendirmesi ile doğrudan yatırımlar arasında pozitif bir ilişki olduğu, değişkenlere ait varyasyonlarda değişkenlerin kendi iç dinamikleri ile değiştiği, doğrudan yatırım yapanlar not artırım/azaltımlarında hemen tepki vermedikleri, zaman içerisindeki notlardaki durağanlığa göre hareket ettiklerini belirlemişlerdir.

Gande ve Parsley (2004), ülke derecelendirmelerinin sermaye akımlarına etkisini incelemişlerdir. 1996-01, 2002-12 verileri ile yapılan ve 85 ülkeyi kapsayan çalışmada, kredi derecelendirmelerinin portföy yatırımlarına etkisinin asimetrik olduğunu tespit etmişlerdir. Sermaye çıkışları ile not düşüşleri arasında güçlü bir ilişki var iken, not iyileşmeleri ile sermaye hareketleri arasında ayırt edilebilir bir ilişkinin olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

Yıldırım ve diğerleri (2017), üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun Türkiye için açıkladıkları ülke notlarının seçili altı borsa endeksine etkisini olay analizi ile incelemişlerdir. 2012-2016 dönemini kapsayan çalışmada, kredi notlarının endeksler üzerinde kısmi etkisinin bulunduğu, bunun da yatırımcıların derecelendirme şirketlerinin notlarını takip ettikleri, yatırım yaparken diğer parametreleri de göz önüne aldıkları sonucuna varmışlardır.

Akçayır ve Doğan'ın (2016) yaptıkları çalışmada 1992-2015 yılları verileri kullanılmıştır. Ülke kredi notlarının değişiminin sermaye hareketlerine etkisini ARDL modeli ile incelemişlerdir. Çalışmanın sonuçlarına göre ülke kredi notunun bir üst nota artırılması, ülkeye gelen net sermaye akımını %5,25 (GSYH'nin yüzdesi olarak) artırdığı sonucuna varmışlardır.

Tufaner ve Sönmezer (2017), ülke kredi notlarının çeşitli finans enstrümanları üzerindeki etkilerini 2008-2016 dönemi verileri ile incelemişlerdir. Kredi not açıklamalarından bir ay ve bir hafta öncesinden alınan örneklerle kurulan modelde bir ilişki bulunamamıştır. Yine not değişimlerinden sonraki dönemde de anlamlı bir ilişki tespit edememişlerdir. Çalışmada sadece not artırımı ve azaltımlarının 2034 vadeli Euro tahvil getirisi üzerinde etkisi olduğu ve bunun da kredi notundaki değişikliğe olan pozisyon değişikliğinin bir haftada olduğu sonucuna varmışlardır.

KDK'ların vermiş oldukları ülke notlarının etkileri hakkında yapılan birçok araştırmada fikir birliği oluşmamıştır. Bazı araştırmalar ülke notlarının etkisinin olmadığını, bazıları önemli derecede etkili olduğu ve bazılarının ise bazı değişkenler üzerinde etkili, bazı değişkenler üzerinde etkisiz olduğu görülmüştür (Yang & Zhang, 2011, s. 6). Ayrıca ülke notlarının etkisinin tam olarak tespit edilememesinin bir sebebi de piyasa oyuncularının ülkelerin genel görünümünden yola çıkarak KDK'dan önce kendi öngörülerine göre hareket ederek pozisyon almaları gösterilebilir (Öztürk Subaşı, 2008, s. 53).

2.7. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına Yöneltilen Eleştiriler

1990'lı yıllardan itibaren gelişmekte olan ülkeler uluslararası piyasalarla hızlı bir etkileşim içine girmiştir. Bu yıllara kadar gelişmiş ülkelere ait kredi derecelendirmesi yapan KDK'lar, farklı dinamiklere sahip gelişmekte olan ülkeleri değerlendirmede yetersiz kaldığı konusunda eleştirilere maruz kalmışlardır. (Karagöl & Mihçioğur, 2012, s. 28). Yapılan eleştiriler aşağıda özetlenmiştir.

Kredi derecelendirme kuruluşları;

- Kriz zamanında vermiş oldukları notlar ile krizin derinleşmesine katkıda buldukları (Toraman & Yürük, 2014, s. 128),
- Farklı kimlikleri olan ülkelere aynı yöntemlerle kredi notu belirlemeleri (Karagöl & Mihçioğur, 2012, s. 28),
- Ünelere ait kredi notlarının zamanında ve uyarıcı nitelikte olması beklenirken kredi notlarının krizden sonra piyasaları takip etmesi, (Gür & Öztürk , 2011, s. 75),

- Ülkelerin durumlarında herhangi bir değişiklik olmaksızın notlarının birkaç kademe birden azaltılması (Gür & Öztürk , 2011, s. 77),
- Kredi derecelendirme kuruluşlarının, ücretlerini değerlemelerini yaptığı tüzel kişilikten almasının tarafsızlıklarını etkilediği (Tekin, 2016, s. 191-192),
- KDK'ların açıkladıkları notlar dolayısıyla sorumluluklarının bulunmadığı (Tekin, 2016, s. 191-192),
- Metodolojilerinin açık olmadığı (Gür & Öztürk , 2011, s. 77) gibi konularda eleştirilmişlerdir

Daha somut ifade etmek gerekirse 1997 Doğu Asya krizini zamanında öngöremeyen derecelendirme kuruluşları, 2008 krizinde de batan bazı bankalara, sigorta şirketlerine ve firmalara vermiş oldukları yüksek notlar ile krizin kontrol altına alınmasını güçleştirmişlerdir (Demir & Eminer, 2014). 2000'li yılların başlarında, Enron'a iflas etmeden beş gün öncesine kadar verilen “yatırım yapılabilir” notu ve WorldCom'un iflasında da gündeme geldiği üzere, kredi derecelendirme kuruluşlarının meşruiyeti sorgulansa da (Gür & Öztürk , 2011, s. 80) hala raporları büyük bir referans teşkil etmektedir.

BÖLÜM 3: TÜRKİYE'DE SERMAYE HAREKETLERİNİN GELİŞİMİ

Birinci bölümde uluslararası sermaye hareketleri ve KVSH'ye ilişkin kavramsal bilgiler verilmiş, ikinci bölümde ise Uluslararası Sermaye Hareketlerinin bir nevi yol göstericisi olan Kredi Derecelendirme Sistemi ve üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun ülke derecelendirme yöntemleri incelenmiştir. Bu bölümde Türkiye'nin finansal serbestleşme haritası, KVSH gelişimi ve KDK tarafından verilen ülke notları incelenecektir.

Genel anlamıyla **küreselleşme**, sosyal ve iktisadi unsurların dünya çapında birbiri ile etkileşmesidir. Bununla birlikte ticaret ve sermaye piyasalarının serbestleştirilmesi küreselleşmenin iki ana unsuru olmuştur (Tüleykan & Bayramoğlu, 2016, s. 402).

Serbestleşme genel olarak; faiz oranlarının serbestleşmesi, kredi kontrollerinin kalkması, piyasalara giriş-çıkış serbestisinin sağlanması, bankacılık sektörüne devlet müdahalesinin kaldırılması, özel bankacılık ve uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleşmesini kapsayan altı unsurdan oluşmaktadır (Demiral, 2008, s. 103).

Liberizasyon (serbestleşme) finansal piyasalar, ticaret piyasaları ve siyasi ve yönetsel mekanizmalar üzerindeki kontrollerin kaldırılması işlemidir (Dağdelen, 2004, s. 5). Liberizasyon iki ana başlıkta yapılmaktadır. Birincisi ticari liberizasyon, kamunun piyasaya müdahalesinin azaltılması, devletin küçültülmesi, dış ticaretin serbest bırakılması, ihracata dayalı bir büyümenin teşvik edilmesi ve ticaret engellerinin kaldırılmasıdır. İkincisi, finansal liberizasyon ise sermaye giriş çıkışının serbest bırakılması, yatırımcılara yönelik kısıtlayıcı önlemlerin kaldırılması, bankacılık faaliyetleri üzerindeki kısıtların kaldırılması, faiz oranları, hizmet ücretleri gibi konuların serbest bırakılması, uzmanlaşmanın teşvik edilmesi ve hizmet ağının genişlemesi olarak tanımlanmaktadır (Onur, 2005, s. 129-130).

İlk olarak 1970’li yılların ikinci yarısında Amerika ve İngiltere gibi gelişmiş ülkelerde ortaya çıkan finansal serbestleşme akımı IMF ve Dünya Bankası’nın yönlendirmeleri ile ilk önce Latin Amerika ülkelerine sonra da diğer ülkelere yayılmıştır (Tüleykan & Bayramoğlu, 2016, s. 403).

1971 yılında Bretton Woods sisteminin çöküşü ve 1973 petrol krizinden sonra Dünya ekonomisi hızlı bir değişim sürecine girmiştir. 2. Dünya Savaşı ile sekteye uğrayan sermaye hareketleri 1980’li yılların başlarından itibaren finansal serbestleşme ile birlikte tekrar iktisat yazınındaki yerini almıştır.

3.1. Türkiye’de Finansal Serbestleşme Sürecinin Hukuki Altyapısı

1970’li yıllara kadar ithal ikameci politikaları daha çok benimseyerek kalkınma hamlesini gerçekleştirmeye çalışan Türkiye’de, 1973 petrol krizinden sonra ekonomi iyice kötüye gitmeye başlamıştır. Diğer az gelişmiş/gelişen ülkeler gibi Türkiye de serbestleşme politikalarını devreye sokmuş ve ekonominin içinde bulunduğu kötü durumdan çıkarak yabancı sermaye ile gerekli kalkınmayı sağlamayı hedeflemiştir.

Türkiye’de 24 Ocak 1980 kararları ile başlayan finansal serbestleşme adımları 1989 yılında 32 sayılı karar ile tamamlanmıştır. Bu süreçte yapılan bazı düzenlemeler aşağıda belirtilmiştir.

3.1.1. Sermaye Hareketleri Serbestleşmesinde İlk Adım: 24 Ocak 1980 Kararları

Türkiye’nin ilk serbestleşme adımı olan 24 Ocak 1980 tarihinde alınan kararın ana hatları şu şekildedir (Tüleykan & Bayramoğlu, 2016, s. 405).

- Türk parası % 32,7 oranında devalüe edilmiş, 1\$ = 70 TL olarak belirlenmiş ve günlük kur uygulamasına geçilmiştir.
- Piyasadaki devletin payı küçültülmüş ve tarım desteklemelerine sınır getirilmiştir.
- Dış ticarete serbestleşme benimsenmiş ve yabancı sermaye teşvik edilmiştir.

- Gübre, enerji ve ulaştırma sektörleri dışında sübvansiyonlar kaldırılmıştır.
- İhracat vergi iadesi, düşük faizli kredi ve ithal edilen ara malında gümrük muafiyeti gibi konular teşvik edilmiş, ithalat ise kademeli olarak serbestleştirilmiştir.

3.1.2. Döviz ile Yapılan İşlemler: 29 Aralık 1983 tarihli 28 Sayılı Karar

29 Aralık 1983 tarihli resmi gazetesinde Türk parası ve döviz ile ilgili yapılan değişiklikler aşağıda belirtilmiştir (www.resmigazete.gov.tr, 1983).

- Türk Lirasının altın ve yabancı paralar karşısındaki değeri uluslararası piyasalar ve ülke ekonomisindeki gelişmeler dikkate alınarak Merkez Bankası tarafından belirlenir.
- Bankaların döviz alım-satımına uygulanacak esasları Merkez Bankası tarafından belirlenir.
- Türkiye'ye döviz ithali serbest bırakılmakla birlikte kaydının tutulması araştırılmasına müsaade edilmemiştir.
- Döviz tahsis ve tranfer işlemleri Merkez Bankası ve Bankalar tarafından yapılır.
- Türkiye'de kişilerin döviz bulundurmaları serbest bırakılmıştır.

3.1.3. Döviz Kurunda Liberalleşme: 7 Temmuz 1984 tarih 30 Sayılı Karar

Döviz kuru 30 sayılı karar ile önemli ölçüde liberalleştirilmiştir. Bunlar şu şekilde sıralanabilir (T.C.M.B., 2002).

- Türk lirası türünden ödeme araçlarının ithaline izin verirken ihracı izne bağlanmıştır.
- Türkiye'de ikamet edenlerin yabancı paralar ile işlem yapmalarına, döviz hesabı açmalarına ve ödemelere aracılık etmesine izin verilmiştir.
- Altın ithal ve ihraç etme yetkisi Merkez Bankasına verilmiştir. Diğer bankalarında yurt içinde külçe altın alıp satmalarına izin verilmiştir.
- "Bankaların Türkiye'de ikamet edenlerden döviz mevduatı kabul etmelerine, yurt dışında döviz bulundurmalarına ve döviz cinsinden işlem yapmalarına izin verilmiştir."

- Menkul kıymet ithal ve ihracı serbest bırakılmıştır. Döviz cinsinden ihraç edilen menkul kıymetlerin yurt dışına satışına izin verilmiştir.
- Yabancılara işlemlerini tek bir banka ile yapmaları koşulu ile taşınmaz almalarına ve aynı haklar elde etmelerine izin verilmiştir.
- Yabancı yatırımcılara döviz olarak gerekli sermayeyi getirerek yatırım yapmalarına izin verilmiştir (Hisse Senedi, şube, acente vb.).
- Bankalara Merkez Bankası tarafından belirlenen kurlar etrafında dar bir aralıkta kurları belirleme yetkisi verilmiştir.

3.1.4. Türkiye’de 1980-1989 Dönemi Arası Yapılan Çeşitli Serbestleşme Adımları

- 1982 yılında sermaye piyasaların düzenlenmesi, denetlenmesi ve yatırımcıların korunması amacıyla Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) kurulmuştur.
- 1984 Ocak ayında yapılan ithalat reformu ile ithalatı açıkça yasaklanmış mallar hariç her türlü mal ithal edilebilmesi sağlanmıştır (T.C.M.B., 2002, s. 9).
- 03 Haziran 1982 tarihinde Bankaların döviz pozisyonu tutabilmelerine izin verilmiştir (Yılmaz, 2004, s. 251).
- 13 Ocak 1983’de Türkiye’deki gerçek ve tüzel kişilerin izin verilen bankalarda Döviz Tevdiat Hesabı açabilmeleri ve hesaplarından döviz transferi yapmalarına izin verilmiştir (Yılmaz, 2004, s. 251).
- ile Ticari bankaların yükümlülükleri oranında döviz işlemi yapmasına izin verilmiştir (Oktayer, 2009).
- 29 Haziran 1985 tarihinde bankalar arasındaki işlemlerde kur serbestisi getirilmiştir (Oktayer, 2009).
- 26 Aralık 1985 İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) kuruldu (www.borsaistanbul.com/, 2019).
- 2 Nisan 1986 tarihinde Bankalararası Para Piyasası’nın kurulmasıyla elinde fon arz/talep fazlası/eksiği olanların Merkez Bankası aracılığıyla ihtiyaçlarının karşılanması amaçlanmıştır.
- 29 Haziran 1985 tarihi itibarıyla bankaların kendi kurlarını belirleme yetkisi verilmiştir.

- Merkez Bankası'nın 1987 yılında yayınladığı tebliğ ile belirli bir faiz oranına kadar belirleme izni verilmiştir (T.C.M.B., 2002).
- 12 Ekim 1987 tarihinde tüm mevduat faizlerindeki sınırlamalar kaldırılmıştır (T.C.M.B., 2002).
- 1983 yılında Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu(TMSF) kurulmuştur (T.C.M.B., 2002).

3.1.5. Sermaye Hareketlerine Tam Serbesti: 1989 tarihli 32 Sayılı Karar

Serbestleşme adımlarının bir nevi son adımını tamamlayan 32 sayılı kararın başlıca maddeleri şunlardır (T.C.M.B., 2002).

- Türkiye'de ikamet eden bireyler herhangi bir kısıtlamaya tabi olmadan döviz işlemleri yapabilirler.
- Türkiye'de ikamet edenler yurt dışına verdikleri hizmetlerden dolayı aldıkları dövizleri herhangi bir kısıtlamaya tabi olmadan Türkiye'ye getirebilirler.
- Yurt dışında yerleşikler İMKB'ye kote olmuş hisseler ve SPK izni çıkarılmış herhangi bir menkul kıymete yatırım yapabilirler.
- Türkiye'de ikamet eden kişiler bankalar ve finans kurumları aracılığıyla yurt dışında yatırım yapabilir ve Merkez Bankası tarafından alım satımı yapılan döviz cinsleri türünden bono tahvil alıp satmaları ve bunların bedellerinin yurt dışına çıkarılması serbesttir.
- Türkiye'de ikamet edenlerin yurt dışına menkul kıymet ihraç etmeleri, satmaları, yanlarında çıkarmaları/getirmeleri serbesttir.
- Yurt dışından döviz cinsinden borçlanmak serbesttir.
- Yurt dışı yerleşiklerin Türkiye'de mevduat hesabı açmaları ve bunlara ait transferler yapmaları serbesttir.
- Gayrimenkul satışı üzerindeki yasak kalkmış gelir transferi serbestleştirilmiştir.

3.2. Türkiye'de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Gelişimi

Cumhuriyet döneminde İzmir İktisat Kongresi'nde alınan kararlar bağlamında ekonomik kalkınmanın hızlı bir sanayileşme ile gerçekleştirilebileceği hususundan

hareketle (Çalışır & Gülmez, 2010, s. 26), 1923'den 1929 Dünya Ekonomik Bunalımına kadar devlet özel teşebbüsü yatırıma teşvik etmiş bu dönemde devlet eliyle yapılan yatırımlar düşük düzeyde kalmıştır. 1929 dünya ekonomik bunalımı sonrası yatırımlarda devletin rolü artmaya başlamıştır. 1934 yılında kabul edilen Birinci Beş Yıllık Sanayi Planı ile birlikte, özel sektör teşvik edilerek yapılamayacağı anlaşılan büyük yatırımlar, devlet sermayesi ile yapılması kararlaştırılmıştır. Birinci Beş Yıllık Plan ile birlikte Nazilli Basma Fabrikası, Paşabahçe Cam Fabrikası'nın da içinde bulunduğu birçok kuruluş devlet eliyle açılmıştır (Özçelik & Tuncer, 2007). 1950'li yıllarda tekrar özel sektörü teşvik edici liberalist politikalar uygulanmak istense de eriyen döviz rezervlerinin de etkisiyle 1958 yılında devalüasyon olmuştur. Liberal politikalar yerini devletçi politikalara bırakmıştır. 1960'lardan sonra dünya ticareti ile bağlarını geliştirmek için Avrupa Ekonomik topluluğu ile Ankara Antlaşmasını (1963) imzalamıştır. Anlaşma ile Avrupa ile ekonomik ilişkilerin geliştirilmesi amaçlanmıştır (Özdemir, Yiğit, & Oral, 2016). 1970'li yıllarda ithal ikameci sanayileşme politikasına ağırlık veren Türkiye, 1973 Dünya Petrol Krizi ile birlikte artan maliyetler, sermaye azlığı gibi nedenlerden dolayı ekonomisi tekrar bozulmuştur.

1980 sonrasında finansal serbestleşme adımlarına hız vererek ihracata dayalı büyüme politikalarını benimsemiştir. 1980 sonrası yaklaşık 10 yıllık serbestleşme adımları, 1989 yılı 32 sayılı karar ile sermaye hareketlerine tam serbesti sağlamıştır.

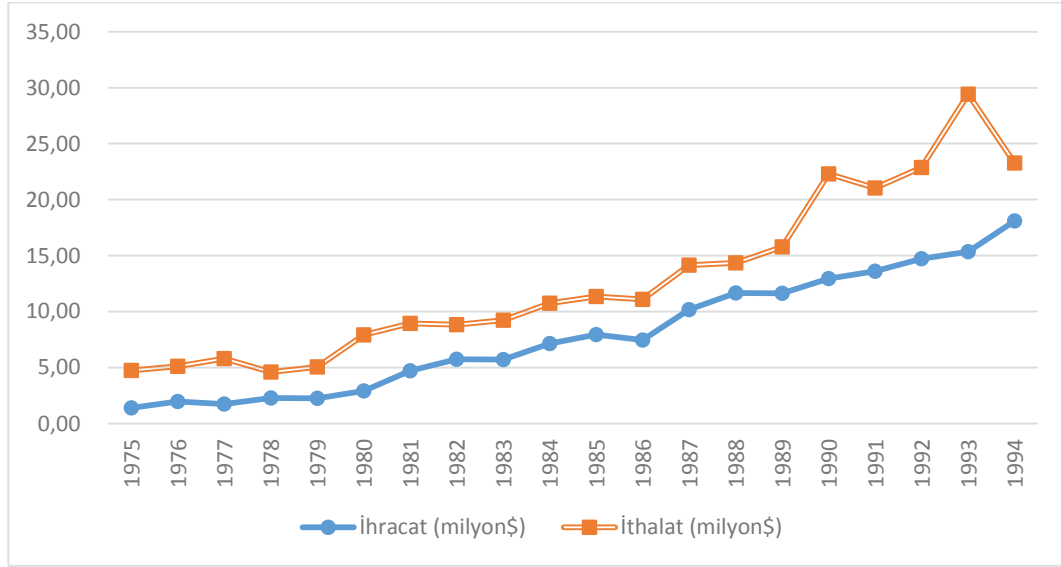
Türkiye'de ilk olarak faiz üzerindeki kontroller kaldırılmış fakat büyük bankalar aralarında anlaşarak faizlerin belli bir oranını üstüne çıkmasını engelleseler de reel faiz pozitif hale gelmiştir. Bazı banka ve holdinglere; aracı kurum kurarak, mevduat sertifikası iskonto ederek satma yetkisi verilmiştir. Sistem ilk gelenin ödemesini son gelenden yapmak üzere kurulduğu için kısa zamanda bankerlik müessesesine dönüşmüş, piyasadan müşteri kapma yarışına giren banka ve kuruluşlar faiz oranlarının artmasına sebep olmuş, birçok firmanın iflası ile sonuçlanmış ve faiz oranlarının kontrolü tekrar Merkez Bankası'na geçmiştir (Oktayer, 2009, s. 76). Merkez Bankası 1987 yılında çıkardığı genelge ile belirli sınırlar içinde kalmak koşulu ile bankalara devretmiştir (T.C.M.B., 2002).

Kademeli olarak döviz kuru ile ilgili serbestleştirmeler yapılmış, hane halkının ve yabancı sermayenin piyasanın derinleşmesine katkı sağlaması amaçlanmıştır.

Diğer bir düzenleme dış ticaretin serbestleştirilmesidir. Yapılan düzenlemeler ile birlikte Grafik 1’de de görüleceği üzere 1975-1980 arası yatay bir seyir izleyen ihracat ve ithalatın serbestleşmenin etkisiyle 1980 yılından itibaren arttığı görülmektedir.

Grafik 1

1975-1994 Arası İhracat İthalat Rakamları(milyar \$)

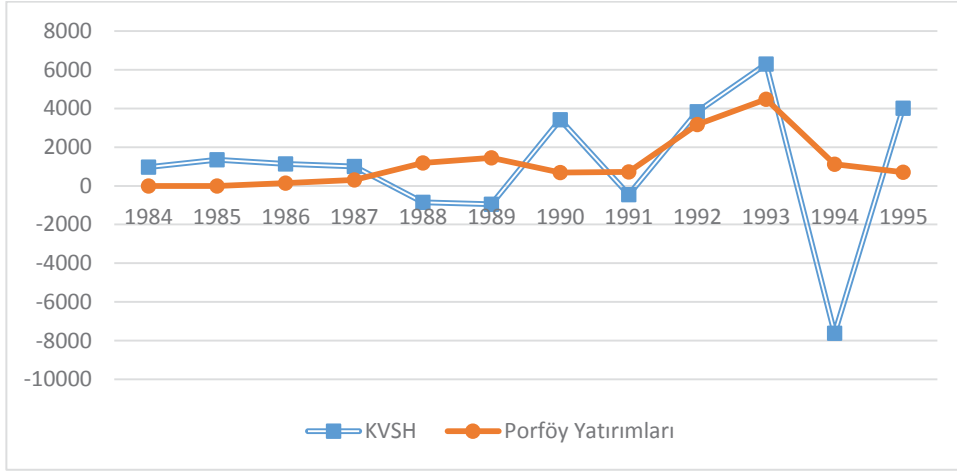


Kaynak: (www.tuik.gov.tr, 2019) Veriler TÜİK’den alınarak grafik oluşturulmuştur.

32 sayılı karar ile birlikte Türkiye tam serbestleşmeyi kabul etmiş ve kalkınma için yabancı sermayeye kapılarını açmıştır. Grafik 2’den de görüleceği üzere karar hemen etkisi göstermiş ve 1990 yılında Türkiye’ye yabancı sermaye girişi artmıştır.

Grafik 2

32 Sayılı Karar Sonrası Net Sermaye Hareketleri

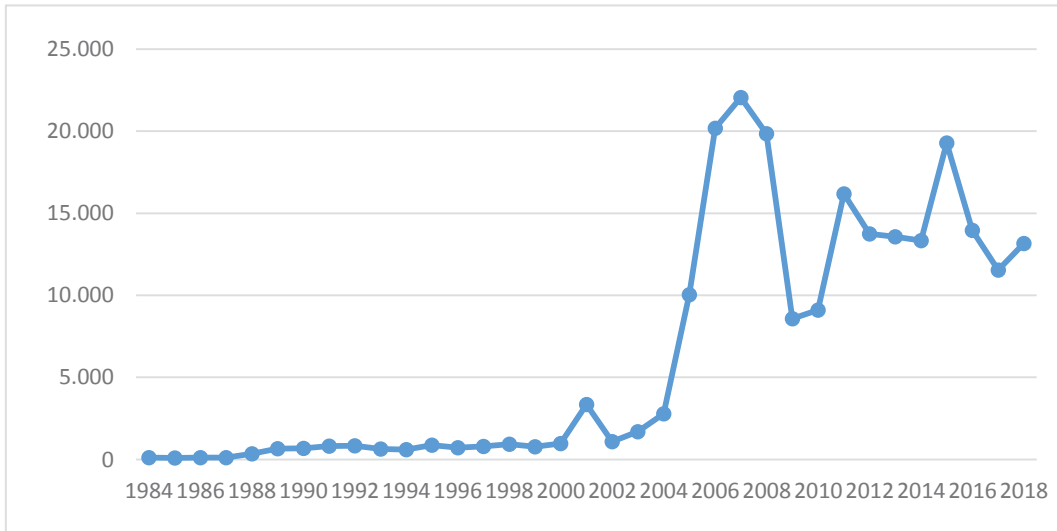


Kaynak: (www.tcmb.gov.tr, 2019) TCMB verileri ile hazırlanmıştır.

Serbestleşme politikaları KVSH’de hızlı bir artış sergilese de doğrudan yatırımlarda (Grafik 3) istenilen artışı gerçekleştirememiştir. Doğrudan yatırımlar 2001 krizi sonrası elde edilen siyasi istikrar ile artmaya başlamış, 2008 Dünya Krizine kadar artmaya devam etmiştir.

Grafik 3

1980 Sonrası Doğrudan Yatırımlar



Kaynak: (www.tcmb.gov.tr, 2019) TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden alınan verilerle hazırlanmıştır.

Tam serbestinin sağlandığı yıl olan 1989 yılından itibaren günümüze kadar sermaye hareketlerine baktığımızda (Tablo: 21) KVSH hiçbir şekilde istikrarlı bir seyir

izlememiştir. Kriz yılları olan 1994, 2001 ve 2008 krizlerinde büyük sermaye çıkışları olmuştur.

Tablo 21

Türkiye'ye Yönelik Net Sermaye Akımları (Milyon Dolar)

Tarih	Doğrudan Yatırımlar	Portföy Yatırımları	KVSH	UVSH	Toplam
1984	113,00	0,00	915	1614	2.642,00
1985	99,00	0,00	1709	163	1.971,00
1986	125,00	146,00	1543	1041	2.855,00
1987	115,00	307,00	1735	1453	3.610,00
1988	354,00	1.184,00	-302	-209	1.027,00
1989	663,00	1.445,00	-477	-685	946,00
1990	684,00	681,00	3335	-210	4.490,00
1991	810,00	714,00	-1086	-783	-345,00
1992	844,00	3.165,00	3988	-938	7.059,00
1993	636,00	4.480,00	7874	1370	14.360,00
1994	608,00	1.123,00	-6353	-784	-5.406,00
1995	885,00	703,00	6480	-79	7.989,00
1996	722,00	1.950,00	4901	1636	9.209,00
1997	805,00	2.344,00	2619	4788	10.556,00
1998	940,00	-5.089,00	5654	3985	5.490,00
1999	783,00	4.188,00	3461	344	8.776,00
2000	982,00	1.615,00	6093	4276	12.966,00
2001	3.352,00	-3.727,00	-11997	-1131	-13.503,00
2002	1.082,00	1.503,00	-154	2105	4.536,00
2003	1.702,00	3.851,00	6637	-808	11.382,00
2004	2.785,00	9.411,00	9139	6165	27.500,00
2005	10.031,00	14.670,00	8021	13302	46.024,00
2006	20.185,00	11.402,00	7502	26612	65.701,00
2007	22.047,00	2.780,00	-2698	32857	54.986,00
2008	19.851,00	-3.770,00	14809	24118	55.008,00
2009	8.585,00	2.938,00	4763	-10468	5.818,00
2010	9.099,00	19.617,00	43905	-689	71.932,00
2011	16.182,00	19.516,00	4997	10628	51.323,00
2012	13.744,00	38.372,00	27518	3539	83.173,00
2013	13.563,00	21.419,00	40416	5923	81.321,00
2014	13.337,00	20.962,00	8225	10407	52.931,00
2015	19.274,00	-9.329,00	7009	32852	49.806,00
2016	13.950,00	7.850,00	6407	9318	37.525,00
2017	11.546,00	24.082,00	16497	-721	51.404,00
2018	12.984,00	255,00	11611	-3510	21.340,00

Kaynak: (www.tcmb.gov.tr, 2019)TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden alınan verilerle hazırlanmıştır.

3.3. Türkiye'nin Kredi Derecelendirmeleri

Türkiye kalkınma amacıyla sermaye gereksinimlerini karşılayabilmek için 1980 sonrası finansal serbestleşme dönüşümlerini gerçekleştirmiştir. Türkiye Kredi Derecelendirme kuruluşları ile finansal serbestleşme adımları sonrası tanışmıştır. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından Türkiye'de faaliyet göstermesine izin verilen üç kuruluş vardır (SPK, 2019). Bunlar;

- Fitch Ratings, Inc.
- Moody's Investors Service, Inc.
- S&P Global Ratings'dir

Kredi derecelendirmeleri harf ile gösterildiğinden yapılan çalışmalarda (Saka 2014, Aizenman ve diğerleri (2013), verilen kredi notları numerik rakamlara dönüştürülmüştür. Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşlarının not değerleri ve numerik gösterimi Tablo 22'de gösterilmiştir.

Tablo 22**Kredi Derecelendirmelerinin Numerik Gösterimi**

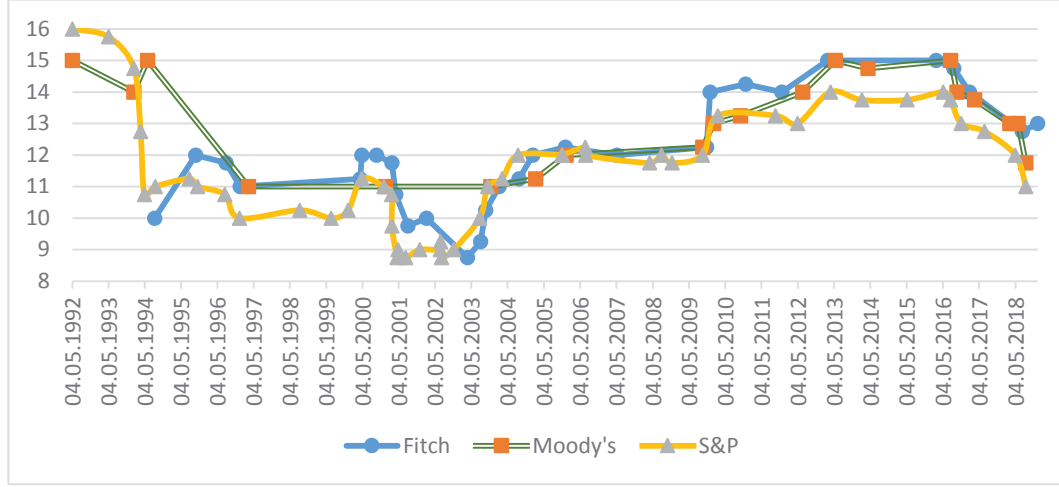
S&P	Fitch	Moody's	Numeratik Derecelendirme	Kredi Kalitesi	Seviye
AAA	AAA	Aaa	24	En Yüksek	Yatırım Yapılabilir
AA+	AA+	Aa1	23	Çok Yüksek	
AA	AA	Aa2	22		
AA-	AA-	Aa3	21		
A+	A+	A1	20	Yüksek	
A	A	A2	19		
A-	A-	A3	18		
BBB+	BBB+	Baa1	17	İyi	
BBB	BBB	Baa2	16		
BBB-	BBB-	Baa3	15		
BB+	BB+	Ba1	14	Spekülatif	Spekülatif Seviye
BB	BB	Ba2	13		
BB-	BB-	Ba3	12		
B+	B+	B1	11	Yüksek Spekülatif	
B	B	B2	10		
B-	B-	B3	9		
CCC+	CCC+	Caa1	8	Yüksek Riskli	
CCC	CCC	Caa2	7		
CCC-	CCC-	Caa3	6		
CC	CC	Ca	5	Çok Yüksek Riskli	
-	C	-	4	İflas Hali	İflas
R	-	-	3		
SD	RD	C	2		
D	D	-	1		

Kaynak: (www.fitchratings.com, 2019), (www.moody's.com, 2019), (www.standardandpoors.com, 2019), Diğer dönüşüm tabloları için (Saka , 2014, s. 34), (Aizenman, Binici , & Hutchison, 2013)

Fitch, Moody's ve S&P tarafından Türkiye'ye verilen notlar numerik gösterime çevrilmiş ve Grafik 4'de gösterilmiştir.

Grafik 4

Türkiye'nin Kredi Derecelendirmelerinin Numerik Gösterimi



Kaynak: (<https://countryeconomy.com/>, 2019), (<https://tradingeconomics.com/>, 2019) sitesinden alınarak düzenlenmiştir.

İlk not 1992 yılında S&P şirketi tarafından BBB (durağan) olarak belirlenmiştir. Türkiye'nin 1992 yılından bu kadar olan kredi notları Tablo 23'de gösterilmiştir.

Tablo 23

Türkiye'nin Kredi Notları

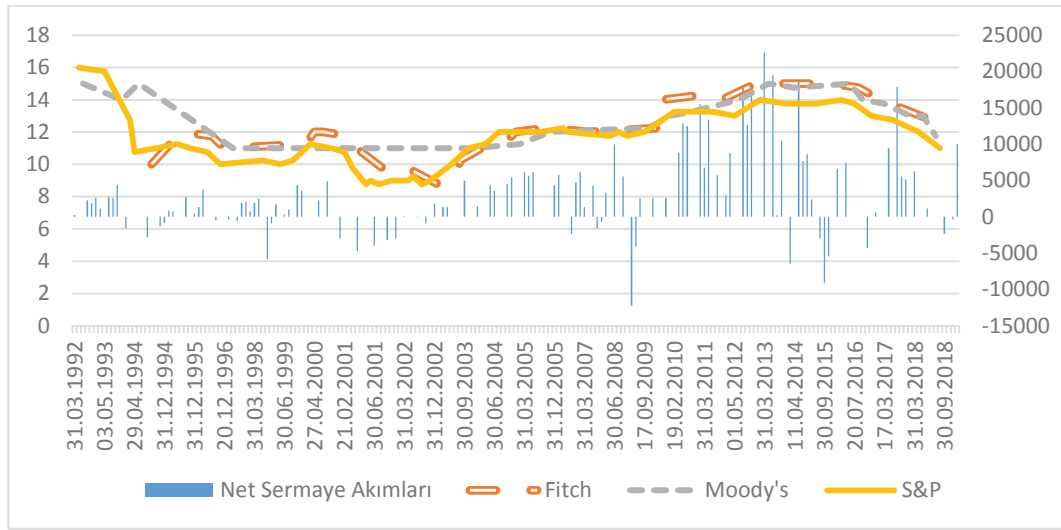
Tarih	S&P	Görünüm	Tarih	Fitch	Görünüm	Tarih	Moody's	Görünüm
4.05.1992	BBB	Durağan	10.08.1994	B		5.05.1992	Baa3	
3.05.1993	BBB	Negatif	26.09.1995	BB-		13.01.1994	Ba1	
14.01.1994	BBB-	Negatif	29.07.1996	BB-	Negatif İzleme	2.06.1994	Ba3	Durağan
22.03.1994	BB	Negatif İzleme	20.12.1996	B+		9.01.1997	Ba3	Negatif İzleme
29.04.1994	B+	Negatif İzleme	10.04.2000	B+	Pozitif İzleme	13.03.1997	B1	Durağan
16.08.1994	B+	Durağan	27.04.2000	BB-		30.11.1999	B1	Pozitif
24.07.1995	B+	Pozitif	21.09.2000	BB-	Durağan	24.07.2000	B1	Pozitif İzleme
18.10.1995	B+	Durağan	22.02.2001	BB-	Negatif İzleme	21.12.2000	B1	Pozitif
17.07.1996	B+	Negatif İzleme	2.04.2001	B+	Negatif izleme	15.01.2001	B1	Durağan
13.12.1996	B	Durağan	2.08.2001	B	Negatif	6.04.2001	B1	Negatif
10.08.1998	B	Pozitif	5.02.2002	B	Durağan	10.07.2002	B1	Negatif
21.01.1999	B	Durağan	25.03.2003	B-	Negatif	21.10.2003	B1	Durağan
10.12.1999	B	Pozitif	6.08.2003	B-	Pozitif	11.02.2005	B1	Pozitif
25.04.2000	B+	Pozitif	25.09.2003	B	Pozitif	14.12.2005	Ba3	Durağan
05.12.2000	B+	Durağan	9.02.2004	B+	Durağan	18.09.2009	Ba3	Pozitif
29.01.2001	B-	Pozitif	25.08.2004	B+	Pozitif	8.01.2010	Ba2	Durağan
21.02.2001	B+	Negatif İzleme	13.01.2005	BB-	Durağan	5.10.2010	Ba2	Pozitif
23.02.2001	B	Negatif İzleme	6.12.2005	BB-	Pozitif	20.06.2012	Ba1	Pozitif
17.04.2001	B-	Negatif İzleme	9.05.2007	BB-	Durağan	16.05.2013	Baa3	Durağan
27.04.2001	B-	Durağan	27.10.2009	BB-	Pozitif İzleme	11.04.2014	Baa3	Negatif
11.07.2001	B-	Negatif	3.12.2009	BB+	Durağan	18.07.2016	Baa3	Negatif İzleme
30.11.2001	B-	Durağan	24.11.2010	BB+	Pozitif	23.09.2016	Ba1	Durağan
26.06.2002	B-	Durağan	23.11.2011	BB+	Durağan	17.03.2017	Ba1	Negatif
9.07.2002	B-	Negatif	26.02.2013	BBB-	Durağan	7.03.2018	Ba2	Durağan
7.11.2002	B-	Durağan	19.08.2016	BBB-	Negatif	1.06.2018	Ba2	Gözlem Altında
28.07.2003	B	Durağan	27.01.2017	BB+	Durağan	17.08.2018	Ba3	Negatif
16.10.2003	B+	Durağan	13.07.2018	BB	Negatif			
8.03.2004	B+	Pozitif	14.12.2018	BB				
17.08.2004	BB-	Durağan						
23.01.2006	BB-	Pozitif						
27.06.2006	BB-	Durağan						
3.04.2008	BB-	Negatif						
31.07.2008	BB-	Durağan						
13.11.2008	BB-	Negatif						
17.09.2009	BB-	Durağan						
19.02.2010	BB	Pozitif						
1.05.2012	BB	Durağan						
27.03.2013	BB+	Durağan						
7.02.2014	BB+	Negatif						
6.05.2016	BB+	Durağan						
20.07.2016	BB	Negatif						
4.11.2016	BB	Durağan						
27.01.2017	BB	Negatif						
2.05.2018	BB-	Durağan						
17.08.2018	B+	Durağan						

Kaynak: (<https://countryeconomy.com/>, 2019), (<https://tradingeconomics.com/>, 2019)

Yapılan bu kredi derecelendirmeleri ile Türkiye'ye gelen net sermaye akımları Grafik 5'te gösterilmiştir. Kriz yılları olan 1994 ve 2001'de notlar ile sermaye hareketleri aynı yönlü hareket ederken 2008 Dünya Krizinde sermaye hareketlerinde düşüş yaşanmasına rağmen ülke notlarında bir değişiklik olmamıştır.

Grafik 5

Türkiye'ye Gelen Net Sermaye Hareketleri ve Ülke Notları



Kaynak: (<https://tradingeconomics.com/>, 2019) <https://tradingeconomics.com> sitesinden yararlanılarak tarafımızdan oluşturulmuştur.

BÖLÜM 4: KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN TÜRKİYE EKONOMİSİNE ETKİSİNİN EKONOMETRİK ANALİZİ

Bir önceki bölümde Türkiye'nin finansal serbestleşme ve kredi notları ile ilgili süreçler incelenmişti. Bu bölümde önce literatür incelemesi yapılmış, ardından literatür araştırması özeti Tablo 24'de gösterilmiştir. Daha sonra KVSH'nin makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisi ve kredi notlarının KVSH üzerindeki etkileri analiz edilmiştir.

4.1. Literatür

Feldstein ve Horioka (1979) ulusal tasarruflar ile dünya sermaye hareketliliği, arasındaki ilişkiyi, tam sermaye hareketliliği ve kısıtlı sermaye hareketleri koşullarında incelemişlerdir. Tam sermaye hareketliliğinde yerel tasarruflar ile yerel yatırımlar arasındaki ilişkinin çok az olduğu veya olmadığı, aksine uzun dönemde portföy tercihlerinin ve sermaye girişlerinin kısıtlandığı durumlarda yerel tasarrufların öncelikle yerel yatırımlara yöneldiği sonucuna varmışlardır.

Taylor ve Sarno (1999), yaptıkları çalışmada 1988-92 döneminde dokuz Latin Amerika ve dokuz Asya ülkesine giden A.B.D. menşeli sermaye hareketlerinin belirleyicilerini incelemişlerdir. Uzun dönemli hisse senedi ve tahvil girişlerinin hem küresel hem de yerel faktörlere aynı derecede hassas olduğu, sermaye hareketlerini çeken ve iten birçok önemli faktör bulunurken, sermayenin türüne ve gittiği yere göre sınıflandırıldığında ikisinin de aynı derecede ağırlıklı olduğu sonucuna varmışlardır. Kısa vadeli tahvil ve bono hareketlerinin yerel faktörlerden çok küresel faktörlerden etkilendiği, özellikle Amerikan faiz oranlarındaki değişimin tek başına gelişen ülkelere giden sermaye akımları üzerinde belirleyici olduğu sonucuna varmışlardır.

Rodrik ve Velasco (1999), KVSH ile borçların vade ve maliyeti arasındaki ilişkiyi ve ayrıca kısa vadeli borçların aşırılığını incelemişlerdir. Analiz sonucuna göre kısa vadeli borçların rezervlere oranının finansal krizlerin öngörücüsü olduğu, kısa vadeli borçların devamlılık arz etmesinin sermaye çıkışlarında daha büyük krizlerin

habercisi olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Uluslararası ticaretin kısa süreli borçlulukta etkisi yok iken ticaret kredilerinin kısa vadeli borçluluk üzerinde etkili olduğu sonucuna varmışlardır.

İnsel ve Sungur (2003) Türkiye üzerine yaptıkları çalışmalarında 1989-3, 1999-4 dönemi verilerini kullanmışlardır. Sermaye hareketleri ile 42 seçilmiş veri arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmada önce değişkenler arasındaki korelasyon katsayıları incelenmiş, Granger Nedensellik testleri yapılmış, En Küçük Kareler Yöntemi (OLS) ve Koşullu Varyans (ARCH/GARCH) yöntemleri kullanılmıştır. Yapılan çalışmanın sonucunda KVSH'nin finansal piyasalarda dalgalanmaları artırdığı, ekonomiye kısa vadeli bir bakış getirmesiyle birlikte istikrarsızlığı artırdığı, UVSH'nin ise ekonomik göstergeler üzerinde kalıcı etkisinin olmadığı sonucuna varmışlardır.

İnandım (2005) Türkiye'yi kapsayan araştırmasında KVSH ile Reel Döviz Kuru arasındaki etkileşimi incelemiş, Türk Lirasındaki reel değerlenmenin KVSH'nin birinci sorumlusu olmadığı sonucuna varmıştır. Sermaye hareketleri, reel döviz kurundan aşırı etkilememekle birlikte, 1995-2005 döneminde sıcak para akımlarından, 1995-2001 döneminde ise KVSH tarafından etkilendiği sonucuna varmıştır. Bunu da sabit kur rejiminde KVSH ve sıcak paranın etkilerinin ekonomiye daha olumsuz yansıdığı şeklinde açıklamaktadır.

Kıran (2007) Türkiye üzerine 1992-1, 2006-06 yılları verileri ile yaptığı çalışmasında, Reel döviz kuru ile KVSH ve Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri (UVSH) arasında bir nedensellik ilişkisinin mevcut olup olmadığını Hata Düzeltme Modeli (VECM) ve Vektör Oto Regresif (VAR) kullanarak incelemiştir. RDK ve KVSH arasında çift yönlü nedensellik tespit etmiştir. RDK üzerinde meydana gelecek bir şokta KVSH'nin UVSH'ye göre daha duyarlı olduğu sonucuna varmıştır.

Aslan, Terzi ve Siampan (2014) KVSH'nin büyüme ve reel döviz kuru üzerindeki etkilerini 1998-2001 dönemini inceleyerek analiz etmişlerdir. Yapılan Granger

nedensellik testinde KVSH'den büyümeye doğru tek yönlü bir etki varken reel döviz kuru ve KVSH arasında iki yönlü bir ilişki tespit etmişlerdir.

Örnek (2008) Türkiye üzerine 1996-4, 2006-1 verilerini kullanarak yaptığı çalışmada sermaye hareketlerinin tasarruflar ve büyüme üzerindeki etkilerini VAR modeli ile analiz etmiştir. Yapılan çalışma sonucunda, doğrudan yatırımların tasarrufları hem kısa hem de uzun dönemde artırdığı, KVSH'nin tasarruflara hem kısa hem de uzun dönemde negatif etki ettiği sonucuna varmıştır. Uzun dönemde hem doğrudan yatırımların hem de KVSH'nin büyümeyi olumlu yönde etkilediği, kısa dönemde ise ekonomik büyümenin yurt içi tasarrufları negatif etkilediği sonucuna varmıştır.

Demir ve Sever (2009) yaptıkları çalışmada KVSH'ne yurt içi ve yurt dışı faktörlerin etkilerinin ne düzeyde olduğunu VAR metodu ile analiz etmişlerdir. KVSH'nin İMKB'ye pozitif tepki verdiğini, Hazine Bonosu faiz artışlarına ise negatif yönlü tepki verdiğini bulmuşlardır. Bunda 1994 ve 2001 yıllarında meydana gelen krizlerin ardından makroekonomik sorunların derinleşmesi, belirsizliğin artması ve risk primlerinin yükselmesinin etkisinin olduğunu belirtmişlerdir. Ayrıca araştırma yapılan 10 dönemlik periyotta iten faktörlerin ortalama %17, çeken faktörlerin ise ortalama %31 oranında kısa vadeli sermaye girişleri üzerinde etkili olduğunu gözlemlemişlerdir.

Eretaş ve Öztekin (2010) Türkiye'deki reel faiz ve nominal döviz kurunun, kısa vadeli sermaye akımları üzerindeki etkisini incelemişlerdir. 1995-2009 dönemine ait veriler kullanılarak yapılan ARDL analizinde, reel faiz arttıkça, Türkiye'ye gelen KVSH'nin arttığı, Nominal Döviz Kurunun KVSH'yi negatif etkilediği, kısa dönemde oluşacak dengesizliklerin yaklaşık üç ay sonra giderildiği sonucuna ulaşmışlardır.

Akbaş (2012), KVSH ile büyüme ve cari açık arasındaki ilişkiyi ARDL modeli ile analiz etmiştir. 1990-2010 dönemi verileri ile 20 OECD ülkesini içeren çalışmada, KVSH ile cari açık arasında kısa ve uzun dönemli bir ilişkinin bulunduğu, ekonomik büyüme ile KVSH arasında bir ilişkinin bulunmadığı

sonucuna varmıştır. Buradan da ülkelerin cari açıklarını KVSH ile kapattıkları sonucuna ulaşmıştır.

Şengönül ve Değirmen (2012), Türkiye üzerine 1992-1, 2005-6 verileri ile yaptıkları çalışmalarında banka kanalı ve portföy kanalıyla gelen KVSH'nin sanayi üretimine etkisini VAR modeli ile incelemişlerdir. Ekonomik büyümenin sermaye girişindeki bir şoka tepkisi her iki kanal için büyüklük olarak aynı iken, bankacılık kanalı için tepkinin; daha hızlı ve uzun olduğu, portföy kanalının daha yavaş olma sebebinin ise mevcut atıl kapasitenin kullanılmasından kaynaklandığı sonucuna varmışlardır.

Direkçi ve Kaygusuz (2013), KVSH ile enflasyon, faiz oranı, GSMH ve cari açık arasındaki etkileşimi ARDL testi kullanarak analiz etmişlerdir. Reel faiz oranı ve enflasyondan kısa vadeli sermaye akımlarına doğru tek-yönlü bir nedensellik tespit etmişlerdir. KVSH'nin Türkiye'de ekonomik büyümeyi hem kısa hem de uzun vadede etkilediği, KVSH'nin faiz oranlarına duyarlı olduğu sonucuna varmışlardır.

Aslan ve Korap (2007), Türkiye üzerine yaptıkları çalışmalarında, KVSH'nin REDK, ticaret dengesi, reel gelir büyüme süreci, enflasyon ve reel faiz yapısı ile dinamik etkileşim sürecini 1992-01, 2006-06 verileri ile incelemişlerdir. Sınırlandırılmamış çağdaş Vektör Ardışık Bağlanım (VAB) tahmin yöntemleri ile yapılan çalışmada KVSH'nin REDK'nin değerlemesine sebebiyet verdiği, ticaret dengesini kötüleştirdiği, reel gelir büyüme sürecini teşvik ettiği ve reel faiz oranlarının düşmesine yol açtığı sonucuna varmışlardır. Ancak çekici faktörlerin KVSH üzerinde anlamlı bir etkisini bulamamışlardır.

Karpuz ve Kızıltan (2014), araştırmalarında KVSH ile RDK arasındaki ilişkiyi Akaike ve Schwarz bilgi kriterleri kullanarak 2003Q1-2014Q3 dönemi verileri ile incelemişlerdir. KVSH ile reel döviz kuru arasında çift yönlü nedensellik olduğu sonucuna varmışlardır.

Wang, Hwang ve Chung (2015), Çin üzerine 2000-2012 dönemi verileri ile yaptıkları çalışmalarında KVSH'nin Çin'deki varlık fiyatları üzerindeki etkilerini

SVAR modeli ile incelemiştir. KVSH ve varlık piyasasının karşılıklı olarak birbirini etkilediği, KVSH'nin emlak piyasasındaki balonun oluşmasında ve hisse senetleri piyasasındaki dalgalanmalarda etkisinin olduğu sonucuna varmışlardır.

Organ ve Berk (2016), KSVH ile Döviz Kuru arasındaki ilişkiyi VAR analizi ile incelemiş ve etki-tepki analizleri ile tobin vergisinin etkinliğini tartışmışlardır. Çalışma 2005-2014 dönemi verileri ile yapılmıştır. Etki-Tepki analizinde, KVSH'de meydana gelen bir şokun döviz kurunu %4 düşürdüğü, KVSH'nin döviz kurunu negatif etkilediği sonucuna ulaşmışlardır. KVSH'de meydana gelen şokların döviz kurunda %1'lik bir düşüşe neden olduğu, döviz kurunu gelecekte etkileyen en önemli değişkenin %14 ile KVSH olduğunu, KVSH'yi etkileyen en önemli hususun %12 ile döviz kuru olduğunu tespit etmişlerdir. Tobin vergisinin KVSH üzerinde etkisinin olacağını fakat bunun tüm dünyada küresel bir kural konularak yapılmasının etkili olacağını belirtmişlerdir.

Aslan ve Çiçek (2017), Türkiye'ye gelen portföy yatırımları ile döviz kuru arasındaki ilişkiyi 2006Q1-2016Q4 dönemi verileriyle VAR yöntemi kullanarak analiz etmişlerdir. Etki tepki fonksiyonları ile Tobin vergisinin etkinliği ve gerekliliği incelenmiştir. Yabancı portföy yatırımlarında meydana gelen bir şokun RDK'yi negatif yönde %3 etkilediğini, RDK'da oluşan bir şokun portföy yatırımlarını pozitif yönde etkilediğini belirlemişlerdir. Ayrıca uzun dönemde portföy yatırımlarının döviz kurunu %38 oranında etkilediği sonucuna ulaşmışlardır.

Apaydın ve Şahin (2017), Türkiye'ye gelen KVSH'nin iktisadi dalgalanmalar üzerindeki etkilerini 1992-Q1, 2007-Q3 dönemini kapsayan verilerle SVAR modeli kullanarak analiz etmişlerdir. KVSH'nin reel kur aracılığıyla ekonominin reel kesiminde önemli dalgalanmalara neden olduğunu saptamışlardır. KVSH'nin ekonomiyi hem doğrudan hem de reel döviz kuru aracılığıyla kalıcı bir şekilde etkilediği sonucuna varmışlardır.

Alçın ve Gümüšoğlu (2018) Türkiye üzerine 1998-01, 2015-04 dönemi verileri ile yaptıkları çalışmalarında, sermaye hareketlerinin cari işlemler dengesine etkisini

VAR modeli ile incelemişlerdir. KVSH ile cari açık arasında önemli derecede bir etkinin bulunduğu, UVSH ile cari açık arasında önemsiz bir etki olduğu sonucuna varmişlardır.

Tablo 24
Literatür Tablosu

Çalışmayı Yapanlar	Ülke ve Dönem	Yöntem	Değişkenler	Sonuç
Feldstein ve Horioka (1979)	21 OECD ülkesi 1960-1974	Ulusal tasarruf ile dünya sermaye hareketliliği arasındaki ilişkiyi tam sermaye hareketliliği ve kısıtlı sermaye hareketleri koşullarında incelemiştir.	Ulusal tasarruflar, Sermaye Hareketliliği,	Tam sermaye hareketliliğinde yerel tasarruflar ile yerel yatırımlar arasındaki ilişki çok az olduğu veya olmadığı, aksine uzun dönemde portföy tercihlerinin ve sermaye girişlerinin kısıtlandığı durumlarda yerel tasarrufların öncelikle yerel yatırımlara yöneldiği görülmüştür
Taylor ve Sarno (1999)	Amerika, 1988-1992	Amerika'dan çıkarak dokuz Latin Amerika ve dokuz Asya ülkesine giden sermaye hareketlerinin belirleyicileri incelenmektedir.	Sermaye Hareketleri, Tahvil, Bono,	Kısa vadeli tahvil ve bono hareketlerini, yerel faktörlerden çok küresel faktörlerin etkilediği, özellikle Amerikan faiz oranlarındaki değişime tek başına gelişen ülkelere giden sermaye akımları üzerinde belirleyici olduğu sonucuna varmışlardır.
Rodrik ve Velasco (1999)	Model	KVSH ile borçların vade ve maliyeti arasındaki ilişkiyi ayrıca kısa vadeli borçların aşırılığını incelemiştir.	KVSH, Kısa vadeli borç, Uluslararası ticaret, Ticari krediler,	Kısa vadeli borçların devamlılık arz etmesi sermaye çıkışlarında daha büyük krizlerin habercisi olduğu, uluslararası ticaretin kısa süreli borçlulukta etkisi yok iken ticaret kredilerinin kısa vadeli borçluluk üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşmışlardır.
İnsel ve Sungur (2003)	Türkiye, 1989-3, 1999-4	Sermaye hareketleri ile 42 seçilmiş veri incelenmektedir. Çalışmada önce değişkenler arasındaki korelasyon katsayıları incelenmiş, Granger Nedensellik testleri yapılmış, En Küçük Kareler Yöntemi (OLS) ve Koşullu Varyans (ARCH/GARCH) yöntemleri kullanılmıştır.	Sermaye Hareketleri, 42 seçilmiş veri,	KVSH'nin finansal piyasalarda dalgalanmaları artırdığı, ekonomide kısa vadeli bir bakiş getirmesiyle birlikte istikrarsızlığı artırdığı, UVSH'nin ise ekonomik göstergelerin üzerinde kalıcı etkisinin olmadığı sonucuna varmışlardır.

Tablo 24'ün Devamı

Çalışmayı Yapanlar	Ülke ve Dönem	Yöntem	Değişkenler	Sonuç
İnandım (2005)	Türkiye, 1995-1, 2005-2	KVSH ile Reel Döviz Kuru Etkileşimi analiz edilmiştir.	KVSH, RDK,	KVSH'nin Türk lirasının değerlenmesinin birinci sorumlusu olmadığını tespit etmiştir.
Kıran, (2007)	Türkiye, 1992-01, 2006-10	Reel Döviz Kurunun KVSH ve UVSH üzerindeki etkileri ayrı ayrı incelenmiştir. Hata düzeltme modeli (VECM) ve Vektör Oto Regresif (VAR) modeli kullanılmıştır.	KVSH, UVSH, RDK,	RDK ve KVSH arasında çift yönlü nedensellik tespit edilmiştir. RDK üzerinde meydana gelecek bir şokta KVSH UVSH'ye göre daha duyarlı olduğunu tespit etmiştir.
Aslan ve Korap (2007)	Türkiye, 1992-01, 2006-6	KVSH'nin REDK, ticaret dengesi, reel gelir büyüme süreci enflasyon ve reel faiz yapısı ile dinamik etkileşim süreci Sınırlanmamış çağdaş vektör ardışık bağlanım (VAB) tahmin yöntemleri ile analiz edilmiştir.	KVSH, REDK, Ticaret Dengesi, Reel GSYHH, Enflasyon, Reel Faiz	KVSH'nin REDK'yi değerlemesine sebebiyet verdiği, ticaret dengesini kötüleştirdiği, reel gelir büyüme sürecini teşvik ettiği ve reel faiz oranlarının düşmesini sağladığını bulmuşlardır. Ancak çekici faktörlerinin KVSH üzerinde anlamlı bir etkisini bulamamışlardır.
Örnek, 2008	Türkiye: 1996Q4-2006Q1	Doğrudan yatırımlar ve KVSH'nin tasarruflar ve ekonomik büyüme üzerindeki etsi VAR modeli kullanılarak analiz edilmiştir.	KVSH Doğrudan yatırımlar Tasarruflar	Doğrudan yatırımlar hem kısa hem de uzun vadede tasarrufları artırırken, KVSH'nin ise tam tersi bir etkisi olduğu tespit edilmiştir. Uzun dönemde KVSH ve doğrudan yatırımlar ekonomik büyümeyi artı yönde etkilerken, kısa vadede ekonomik büyüme, tasarrufları ekisi yönde etkilediği sonucuna varmıştır.
Demir, SEVER (2009)	Türkiye: 1992-2006	Kısa vadeli sermaye girişlerinde yurt dışı ve yurt içi faktörlerin etkilerinin ne düzeyde olduğu VAR metodu ile analiz edilmiştir.	Yurt dışı faiz oranı, Yurt dışı Sanayi üretim endeksi, DİBSFO, İMKB Endeksi, Bütçe açıkları / GSMH Kamu dış borç stoku, Cari işlemler dengesi / GSMH KVSH	Sermaye hareketlerinde çeken faktörlerin iten faktörlerden daha fazla etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir.

Tablo 24'ün Devamı

Çalışmayı Yapanlar	Ülke ve Dönem	Yöntem	Değişkenler	Sonuç
Eretaş,Öztekin (2010)	Türkiye 1995Q1- 2009Q4	Kvsh'nin reel faiz ve nominal döviz kuru üzerindeki etkileri ARDL modeli ile analiz edilmiştir.	$KVSH=f(REF,NDK)$	Reel faiz KVSH'yi artırmakla beraber, Türkiye'de, düşük kur-yüksek faiz politikası uygulandığını desteklemektedir.
Akbaş (2010)	20 OECD ülkesi 1990-2000	KVSH'nin büyüme ve cari açık üzerindeki etkisi ARDL modeli ile analiz edilmiştir.	KVSH, Reel Büyüme Oranı, Cari Açık,	Uygulanan analiz ile uzun dönemde KVSH ile cari açık arasında ilişki bulunduğu, KVSH'nin cari açığın finansmanında kullandığı, ekonomik büyüme ile KVSH arasında ilişkinin bulunmadığı sonucuna ulaşılmıştır.
Şengönül, Değirmen (2012)	Türkiye 1992-01, 2005-06	Portföy yatırımlarının ve Bankacılık sektörüne gelen KVSH'nin İMKB ve sanayi üretimine etkisi VAR yöntemi ile analiz edilmiştir.	<i>Sermaye Piyasası Kanalı</i> Kısa Vadeli Portföy Yatırımları Rezerv Para Reel İnterbank Faiz Oranı İMKB Fiyat Endeksi Sanayi Üretim Endeksi <i>Bankacılık Piyasası Kanalı</i> Kısa Süreli Banka Yüklümlülükleri, Rezerv Para Mevduat Bankalarının Toplam Mevduatı Mevduat Bankalarının Toplam Özel Sektör Kredileri Sanayi Üretim Endeksi	İMKB ve bankacılık kanalı ile gelen KVSH'nin etkisini boyutu aynı iken Bankacılık kanalı ile gelen KVSH'nin etkisi hızlı ve daha uzun sürelidir.

Tablo 24'ün Devam

Çalışmayı Yapanlar	Ülke ve Dönem	Yöntem	Değişkenler	Sonuç
Direkçi, Kaygusuz (2013)	Türkiye 1991Q1- 2012Q4	KVSH ile cari açık, milli gelir, enflasyon ve faiz oranı arasında ilişki ARDL modeli ile analiz edilmiştir.	KVSH, Enflasyon, Cari açık, REF, Milli Gelir	KVSH'den GSMH'ye doğru kısa ve uzun dönemde anlamlı ilişki tespit edilmiştir. KVSH'nin faiz oranlarına duyarlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Aslan, Terzi, Siampun (2014)	Türkiye 1998Q1- 2011Q4	KVSH'nin ekonomik büyüme ve döviz kuru arasındaki ilişki Granger Nedensellik testi ile analiz edilmiştir.	KVSH, RDK, GSYH	KVSH büyüme üzerinde etkili olurken KVSH ve döviz kuru arasında çift yönlü bir ilişki bulunmuştur.
Karpuz, Kızıltan (2014)	Türkiye 2003Q1- 2014Q3	KVSH ile Döviz Kuru arasındaki ilişki Akaike ve Schwarz bilgi kriterleri göz önüne alınarak analiz edilmiştir.	KVSH, RDK	Reel döviz kuru ile KVSH arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir.
Wang, Hwang, Chung (2014)	Çin 2000-2012	KVSH'nin varlık fiyatlarındaki etkisini SVAR modeli ile incelemiştir.	KVSH, Sterilize edilmiş Para Arzı, Varlık Piyasası Fiyatları,	KVSH'nin emlak piyasasındaki balonun oluşmasında ve hisse senedi dalgalanmasında etkisi olduğu, KVSH'nin varlık piyasası ile birbirini karşılıklı olarak etkilediği sonucuna varmışlardır.
Ongan, Berk (2016)	Türkiye 2005-1, 2014-12	KVSH ile döviz kuru arasındaki ilişki Var analizi yöntemi ile incelenerek etki-tepki analizleri ile tobin vergisinin etkinliği tartışılmıştır.	Döviz Kuru, KVSH, Yurt İçi Faiz Oranı Yurt Dışı Faiz Oranı	KVSH'de meydana gelen şokun döviz kurunda %1'lik bir düşüşe neden olduğu döviz kurunun gelecekte etkileyen en önemli değişkenin %14 ile KVSH olduğu, KVSH'yi etkileyen en önemli hususun ise %12 ile döviz kuru olduğu görülmüştür.
Arslan ve Çiçek (2017)	Türkiye, 2006Q1- 2016Q4	Portföy yatırımları ile döviz kuru arasındaki ilişki VAR yöntemi ile analiz edilmiştir. Etki tepki fonksiyonları ile Tobin vergisinin etkinliği ve gerekliliği incelenmiştir.	Portföy yatırımları, Döviz kuru,	Yabancı portföy yatırımlarında meydana gelen bir şok reel döviz kurunu negatif yönde çok az etkilerken, RDK'da oluşan bir şok portföy yatırımlarını pozitif yönde etkilediğini belirlemiştir.

Tablo 24'ün Devamı

Çalışmayı Yapanlar	Ülke ve Dönem	Yöntem	Değişkenler	Sonuç
Apaydın, Şahin (2017)	Türkiye 1992Q1- 2007Q3	KVSH'nin iktisadi dalgalanmalar üzerindeki etkisi RDK kanalı çerçevesinde SVAR modeli ile analiz edilmiştir.	KVSH, RDK, Reel GSYHHI,	KVSH'nin ekonomiyi hem reel döviz kuru aracılığıyla hem de doğrudan etkilediği sonucuna varmışlardır.
Alçın ve Gümüsoğlu (2018)	Türkiye, 1998-01, 2015-04	Sermaye Hareketlerinin Cari İşlemler Dengesine etkisini VAR modeli ile incelemişlerdir.	KVSH, UVSH, Cari İşlemler Açığı (Değişkenler GSMH'nin yüzdesi olarak kullanılmıştır.)	KVSH ile Cari Açık arasında önemli derecede bir etki var iken UVSH ile cari açık arasında önemsiz bir etki olduğu sonucuna varmışlardır.

4.2. Yöntem

Bu çalışma KVSH'nin, Gayrisafi Yurtiçi Hasıla (GSYH), Reel Efektif Döviz Kuru (REDK), Enflasyon (TFE), Nominal Faiz (NF) ve Ülke Kredi Notları (KNOT) ile etkileşimini incelemektedir. GSYH verisi mevsimsel etkiden arındırılmış olarak OECD veri tabanından, KNOT verileri <https://tradingeconomics.com> ve <https://countryeconomy.com> internet sitelerinden, TFE verileri Türkiye İstatistik Kurumu'ndan, diğer veriler ise T.C. Merkez Bankası veri tabanından (EVDS) alınmıştır.

KVSH verisi dolar cinsinden olduğundan GSYH verisi, TCMB elektronik veri dağıtım sisteminden alınan üç aylık ortalama döviz kuru üzerinden dolara çevrilmiştir. Üç büyük kredi kuruluşunun (Fitch, Moody's, S&P) vermiş oldukları notlar (Saka 2014), (Aizenman ve diğerleri, 2013) gibi numeratik sisteme çevrilmiş ve ortalaması alınarak dönemselsel seri oluşturulmuştur.

İlk olarak değişkenlerimizden mevsimsel etki bulunan TFE, mevsimsel etkiden arındırılmış, İkinci olarak serilerin durağanlık derecelerini ölçmek için birim kök testleri yapılmış, üçüncü aşamada sadece KVSH'nin seviyede durağan çıkması dolayısıyla değişkenler arasında uzun dönemli ilişkinin tespiti için farklı durağanlık derecelerini kabul eden ARDL sınır testi uygulanmış, dördüncü aşamada değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisinin tespiti için Toda-Yamamoto Granger Nedensellik Testi yapılmış ve son olarak değişkenler regresyon analizine tabi tutulmuştur. Yapılan analizlerde E-views 9 paket program kullanılmıştır.

4.2.1. Birim Kök Testi

Zaman serilerinin analizinin sağlıklı sonuçlar verebilmesi serilerin durağanlıklarına bağlıdır. Durağan olmayan zaman serilerinde sahte regresyon sorunu ile karşılaşmaktadır. Bu durum düşük Durbin-Watson (DW) istatistik değerlerine, geçersiz test istatistiklerine sebep olmaktadır. Regresyondan elde edilen katsayılar ile t istatistik değerleri değerlendirilememektedir (Eretaş & Öztekin, 2010, s. 61). Literatürde iki farklı birim kök testleri uygulanmaktadır. Bunlar yapısal kırılmaları dikkate alan ve dikkate almayan testlerdir. Dickey Fuller (DF) birim kök testi, Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) birim kök testi, Phillips - Perron birim kök testi,

KPSS birim kök testi, yapısal kırılmaları dikkate almayan birim kök testleridir. Yapısal kırılmaları dikkate testlerin ilki Perron testi yapısal kırılmaların bulunduğu varsayımı ile geliştirilmiştir. Bununla birlikte yapısal kırılmaların içsel olarak belirlendiği Zivot-Andrews (1992) birim kök testi, Lumpsdaine-Papell (1997) birim kök testi gibi testler geliştirilmiştir (Gökçe , 2015, s. 34).

Ekonomide yaşanan krizler göz önüne alındığında kriz yıllarında yapısal kırılmalar olabilmektedir. Verilerin durağanlıklarını belirlemek üzere Schwartz kriterini dikkate alan sabitte ve trendde yapısal kırılmaları Dickey-Fuller Mint-t ile tespit eden E-views 9 paket programında bulunan BreakPoint Unit Root Test kullanılmıştır.

Durağan olmayan seriler ile yapılan analizlerde değişkenler arasında sahte ilişkiler ortaya çıkmaktadır. “Prob” değerinin (<0.01) altında olması değişkenin durağan olduğunu göstermektedir. Yapılan birim kök testinde (Tablo 25) KVSH'nin seviyede durağan, diğer değişkenlerin ise birinci farkta durağan oldukları tespit edilmiştir. Bir sonraki kısımda farklı seviyeden durağanlık derecelerini kabul eden ARDL sınır testi yapılacaktır.

Tablo 25
Birim Kök Test Sonuçları

		KVSH	REDK	TFE	GSYH	NF	KNOT
		t-İstatistik/Prob					
Sabitli Model	Seviye	-6.597.526 (< 0.01)	-2.951.024 (0.7125)	1.231.262 (> 0.99)	-3.165.749 (0.5872)	-1.798.198 (> 0.99)	-2.010.220 (0.9819)
	1. Fark	-1.032.324 (< 0.01)	-7.863.195 (< 0.01)	-6.190.977 (< 0.01)	-6.674.982 (< 0.01)	-5.971.959 (< 0.01)	-7.325.225 (< 0.01)
Sabit + Trendli Model	Seviye	-7.027.093 (< 0.01)	-3.937.858 (0.4108)	1.760.607 (> 0.99)	-2.868.946 (0.9434)	-2.466.490 (0.9855)	-1.191.265 (> 0.99)
	1. Fark	-1.021.209 (< 0.01)	-7.809.230 (< 0.01)	-8.218.107 (< 0.01)	-6.674.982 (< 0.01)	-6.025.839 (< 0.01)	-7.633.298 (< 0.01)
Parantez içi değerler olasılık değerleridir.							

4.2.2. ARDL Analizi

Autoregressive Distributed Lag(ARDL) testi hem bağımlı değişkenlerin hem de açıklayıcı değişkenlerin gecikmelerini içermektedir. ARDL testi kullanılan eş bütünleşme testlerinden farklı olarak, farklı derecelerden durağan olan serilerde kullanılabilirken, gecikmeli değerlere de yer vererek az sayıda gözlem ile başarılı sonuçlar verebilmektedir (Eretaş & Öztekin, 2010, s. 60).

ARDL modelinde eş bütünleşme olup/olmadığı incelenirken seride eş bütünleşme yok ise boş hipotez, eş bütünleşme var ise alternatif hipotez kurulup test edilmektedir. Bunlara göre $H_0 = \alpha_1 = \alpha_2 = \alpha_3 = \alpha_4 = \alpha_5 = 0$ ve $H_1 \neq 0$ α için olarak verilmektedir. Değişkenler arasında eş bütünleşme bulunuyorsa regresyona tabi tutulabilir (Kaya, Kete, & Aydın, 2017).

ARDL modeli açıklayıcı ve bağımlı değişkenlerin gecikmelerini içeren en küçük kareler regresyonudur. ARDL genellikle ARDL(p,q₁,.....q_k) olarak gösterilir. “p” bağımlı değişken gecikme katsayısını gösterirken, q₁ açıklayıcı değişkenin gecikme sayısını, q_k ise açıklayıcı değişkenin k’inci gecikme uzunluğunu göstermektedir. Bu durumda ARDL modeli aşağıdaki gibi yazılabilir.

$$y_t = \alpha + \sum_{i=1}^p \gamma y_{t-i} + \sum_{j=1}^k \sum_{i=0}^{q_j} X X'_{j,t-i} \beta_{j,i} + \epsilon_t \quad (1)$$

Eş bütünleşmenin olup olmadığına bakabilmek için sınır testi uygulanmalıdır. Yapılan testte F istatistik değerleri ile I(0) ve I(1) alt sınır ve üst sınır değerlerine göre yorumlanmaktadır. F istatistiği I(0)’ın altında ise eş bütünleşmenin olmadığı, I(0) ile I(1) arasında ise herhangi bir yorumun yapılamayacağı ve I(1)’in üstünde ise eş bütünleşmenin var olduğunu göstermektedir (Direkçi & Kaygusuz, 2013).

Yapılan ARDL sınır testinde otokorelasyon ve değişen varyans sorunları Hac(Newey-West) tahminci ve Schwarz bilgi kistası seçilerek giderilmiştir.

Tablo 26**ARDL Sınır Test Sonuçları**

Değişkenler		Alt Sınır I(0) - I(1) % 10	Alt Sınır I(0) - I(1) %5	Alt Sınır I(0) - I(1) %1
		3,02 - 3,51	3,62 - 4,16	4,94 - 5,58
KVSH-GSYH	F- istatistik	1,65		
KVSH-REDK		1,55		
KVSH-NF		1,07		
KVSH-TFE		5,43**		
KVSH-KNOT		0,40		
** %5 düzeyinde anlamlıdır.				

Tablo 26 yapılan sınır testlerinde uzun dönemde GSYH, REDK, NF ile KVSH, KNOT arasında uzun dönemli eş bütünleşme ilişkisi yoktur. KVSH'den TFE 'ye %5 dolayında eş bütünleşme olduğu görülmektedir. Ancak hata düzeltme katsayısına baktığımızda (Tablo: 27) hata düzeltme katsayısı "0,029" pozitiftir. Ancak eş bütünleşme ilişkisi olabilmesi için katsayının negatif ve anlamlı olması gerekmektedir. Bu katsayının negatif ve anlamlı olması sistemin uzun dönemde dengeye geldiğini göstermektedir. Burada katsayının pozitif çıkması sistemin gittikçe dengeden uzaklaşan bir yol izlediği sonucuna varılmaktadır. Ekonometrik olarak KVSH değişkeninden TFE'ye doğru uzun dönemli bir ilişki yoktur.

Tablo 27**Hata Düzeltme Katsayısı Tablosu**

Cointegrating Form				
Değişken	Katsayı	Standart Hata	t-istatistik	Prob.
D(TFE(-1))	0.435530	0.138117	3.153328	0.0027
D(KVSH)	-0.000000	0.000000	-1.424128	0.1606
CointEq(-1)	0.029177	0.007216	4.043492	0.0002
Cointeq = TFE - (0.0000*KVSH + 98.5657)				

4.2.3. Toda-Yamamoto Granger Nedensellik Testi

Değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisini belirleyebilmek için ekonometride birçok yöntem kullanılmaktadır. Granger (1969) bunlardan bir tanesidir. Granger nedensellik analizinde, serilerin sahte regresyon sorunundan kurtularak analiz edilebilmesi için seviyede durağan olması gerekmektedir (Tayyar, 2018).

Nedensellik testinde sahte regresyon sorununu ortadan kaldırmak için Toda-Yamamoto (1995) nedensellik testi geliştirilmiştir. Toda-Yamamoto nedensellik testi serilerin birim kök içerip içermediğine bakılmaksızın, seviye değerleri ile analiz yapmaya olanak sağlamaktadır. Serilerde eş bütünleşme ilişkisinin varlığı ve birim kök içermesi testi etkilememektedir (Gazel, 2017). Bu testte birinci olarak VAR modeli yardımıyla gecikme uzunluğu (p) tespit edilir. İkinci olarak gecikme uzunluğuna en yüksek eş bütünleşme derecesi (dmax) eklenir. Oluşturulan var modeli aşağıda gösterilmiştir.

$$Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{p+d} \alpha_{1(i+d)} + Y_{t-(1+d)} + \sum_{i=1}^{p+d} \alpha_{2(i+d)} X_{t-(i+d)} + \varepsilon_{1t} \quad (2)$$

$$Y_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^{p+d} \beta_{1(i+d)} + Y_{t-(1+d)} + \sum_{i=1}^{p+d} \beta_{2(i+d)} X_{t-(i+d)} + \varepsilon_{2t} \quad (3)$$

ARDL sınır testinden sonra değişkenler arasında nedensellik ilişkisini tespit edebilmek için Toda-Yamamoto(1995) nedensellik testi (Tablo 28) uygulanmıştır.

Tablo 28

Toda-Yamamoto Granger Nedensellik Testi Sonuçları

Değişkenler		Gecikme Uzunluğu*	M-Wald (χ^2)	Prob
KVSH	→ GSYH	2	1,136074	0,5666
GSYH	→ KVSH	2	5,945673	0,0512*
KVSH	→ REDK	2	2,933802	0,2306
REDK	→ KVSH	2	2,379657	0,3043
KVSH	→ NF	2	2,029942	0,3625
NF	→ KVSH	2	6,640220	0,04**
KVSH	→ TFE	2	0,171172	0,918
TFE	→ KVSH	2	0,241713	0,886
KVSH	→ KNOT	2	0,074656	0,9634
KNOT	→ KVSH	2	1,635943	0,4413

*Optimal gecikme uzunluğu Schwarz bilgi kriterine göre belirlenmiştir.
**, * sırasıyla, %5, %10 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir.

Toda-Yamamoto nedensellik test sonuçlarına göre önceki dönemlerdeki GSYH artış/azalışları KVSH'yi zayıf da olsa etkilemektedir; önceki dönemlerdeki nominal faiz artış/azalışlarının KVSH'yi etkilediği tespit edilmiştir.

4.2.4. Regresyon Analizi

Regresyon analizi, değişkenlerin arasında sebep-sonuç ilişkisini incelemektedir. Regresyon analizi iki veya daha fazla değişken arasındaki ilişkileri tahmin etmek için kullanılmaktadır. "Prob" değeri 0,10'un altında olması durumunda değişkenler arasında anlamlı bir ilişkinin olduğu sonucuna varılmaktadır.

REDK ve KVSH'nin sırasıyla bağımlı değişken olduğu regresyon analizinde (Tablo 29) anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Tablo 29

KVSH-REDK Regresyon Analizi Sonuçları

Bağımsız Değişken: KVSH, Bağımlı Değişken: D(REDK)				
Değişken	Katsayı	Std. Error	t-İstatistik	Prob.
KVSH	1.17E-10	1.71E-10	0.683371	0.4973
C	-0.890819	0.906219	-0.983006	0.3301
R-squared	0.006725	Mean dependent var		-0.607273
F-İstatistik	0.358837	Durbin-Watson stat		2.086.585
Prob(F-İstatistik)	0.551705	Wald F-İstatistik		0.466997
Prob(Wald F-İstatistik)	0.497349			
Bağımsız Değişken D(REDK), Bağımlı Değişken: KVSH				
Değişken	Katsayı	Std. Error	t-İstatistik	Prob.
D(REDK)	57453970	90339281	0.635980	0.5275
C	2.46E+09	6.90E+08	3.562.794	0.0008
R-squared	0.006725	Mean dependent var		2.42E+09
F-İstatistik	0.358837	Durbin-Watson stat		1.651.216
Prob(F-İstatistik)	0.551705	Wald F-İstatistik		0.404470
Prob(Wald F-İstatistik)	0.527526			

GSYH ve KVSH'nin sırasıyla bağımlı değişken olduğu regresyon analizinde (Tablo 30) her iki değişken de birbirini etkilemektedir. KVSH'nin ülke sınırlarına girmesi ülke parasının değer kazanmasını sağlayarak ithalat yoluyla GSYH'yi etkilerken, artan GSYH'de KVSH'yi çekerek ülkeyi yatırım yapılabilir cazip bir ülke konumuna getirmektedir.

Tablo 30**KVSH-GSYH Regresyon Analizi Sonuçları**

Dependent Değişken: D(GSYH)				
Değişken	Katsayı	Std. Error	t-İstatistik	Prob.
KVSH	0.993379	0.388839	2.554.732	0.0135
C	-1.45E+09	2.39E+09	-0.607177	0.5463
R-squared	0.124022	Mean dependent var		9.57E+08
F-İstatistik	7.503.806	Durbin-Watson stat		1.604.397
Prob(F-İstatistik)	0.008369	Wald F-İstatistik		6.526.658
Prob(Wald F-İstatistik)	0.013535			
Dependent Değişken: KVSH				
Değişken	Katsayı	Std. Error	t-İstatistik	Prob.
D(GSYH)	0.124849	0.045944	2.717.419	0.0089
C	2.30E+09	6.14E+08	3.748.817	0.0004
R-squared	0.124022	Mean dependent var		2.42E+09
F-İstatistik	7.503.806	Durbin-Watson stat		1.704.026
Prob(F-İstatistik)	0.008369	Wald F-İstatistik		7.384.366
Prob(Wald F-İstatistik)	0.008869			

NF ve KVSH'nin sırasıyla bağımlı değişken olduğu regresyon analizinde (Tablo 31) ilişki tespit edilmemiştir.

Tablo 31**KVSH-NF Regresyon Analizi Sonuçları**

Dependent Değişken: KVSH				
Değişken	Katsayı	Std. Error	t-İstatistik	Prob.
D(NF)	-3.34E+08	4.29E+08	-0.776910	0.4407
C	2.46E+09	6.97E+08	3.526.210	0.0009
R-squared	0.012923	Mean dependent var		2.42E+09
F-İstatistik	0.693887	Durbin-Watson stat		1.661.907
Prob(F-İstatistik)	0.408584	Wald F-İstatistik		0.603589
Prob(Wald F-İstatistik)	0.440666			
Dependent Değişken: D(NF)				
Değişken	Katsayı	Std. Error	t-İstatistik	Prob.
KVSH	-3.87E-11	4.75E-11	-0.815769	0.4183
C	0.202857	0.360278	0.563055	0.5758
R-squared	0.012923	Mean dependent var		0.109024
F-İstatistik	0.693887	Durbin-Watson stat		1.019.001
Prob(F-İstatistik)	0.408584	Wald F-İstatistik		0.665479
Prob(Wald F-İstatistik)	0.418284			

TFE ve KVSH'nin sırasıyla bağımlı değişken olduğu regresyon analizinde (Tablo 32) ilişki tespit edilmemiştir.

Tablo 32**KVSH-TFE Regresyon Analizi Sonuçları**

Dependent Değişken: D(TFE)				
Değişken	Katsayı	Std. Error	t-İstatistik	Prob.
KVSH	-1.38E-10	1.31E-10	-1.052.361	0.2974
C	5.458.928	1.238.174	4.408.854	0.0001
R-squared	0.016479	Mean dependent var		5.125.407
F-İstatistik	0.888028	Durbin-Watson stat		0.595174
Prob(F-İstatistik)	0.350288	Wald F-İstatistik		1.107.464
Prob(Wald F-İstatistik)	0.297408			
Dependent Değişken: KVSH				
Değişken	Katsayı	Std. Error	t-İstatistik	Prob.
D(TFE)	-1.20E+08	82127450	-1.457.390	0.1509
C	3.04E+09	9.71E+08	3.127.105	0.0029
R-squared	0.016479	Mean dependent var		2.42E+09
F-İstatistik	0.888028	Durbin-Watson stat		1.673.936
Prob(F-İstatistik)	0.350288	Wald F-İstatistik		2.123.987
Prob(Wald F-İstatistik)	0.150909			

KNOT ve KVSH'nin sırasıyla bağımlı değişken olduğu regresyon analizinde (Tablo 33) ilişki tespit edilmiştir. Kredi notlarının KVSH'yi etkileme gücü anlamsızdır. KVSH'nin kredi notları üzerinde etkili olduğu görülmüştür. Bu sonuç KVSH'nin kredi derecelendirme notlarından önce pozisyon alarak hareket ettiği şeklinde yorumlanabilir.

Tablo 33**KVSH-KNOT Regresyon Analizi Sonuçları**

Dependent Değişken: D(KNOT)				
Değişken	Katsayı	Std. Error	t-İstatistik	Prob.
KVSH	1.56E-11	6.79E-12	2.300.561	0.0254
C	-0.034830	0.039069	-0.891494	0.3767
R-squared	0.079565	Mean dependent var		0.003030
F-İstatistik	4.581.474	Durbin-Watson stat		1.607.132
Prob(F-İstatistik)	0.036939	Wald F-İstatistik		5.292.581
Prob(Wald F-İstatistik)	0.025381			
Dependent Değişken: KVSH				
Değişken	Katsayı	Std. Error	t-İstatistik	Prob.
D(KNOT)	5.09E+09	3.13E+09	1.628.406	0.1094
C	2.41E+09	6.29E+08	3.828.545	0.0003
R-squared	0.079565	Mean dependent var		2.42E+09
F-İstatistik	4.581.474	Durbin-Watson stat		1.716.860
Prob(F-İstatistik)	0.036939	Wald F-İstatistik		2.651.706
Prob(Wald F-İstatistik)	0.109369			

4.2.5. Amprik Bulgular ve Değerlendirme

Yapılan birim kök testlerinde sadece KVSH seviyede durağan çıkmıştır. Bu nedenle uzun dönem eş bütünleşme ilişkisini inceleyebilmek için değişkenler arasında farklı dereceden durağanlıklara izin veren ARDL sınır testi kullanılmıştır. KVSH ile değişkenler arasında eş bütünleşme tespit edilememiştir. Değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişki yoktur.

Toda-Yamamoto nedensellik testinde önceki dönemlerdeki GSYH ve NF'den bu dönemki KVSH'ye, nedensellik tespit edilmiştir. GSYH'deki artışların gecikmeli olarak KVSH'yi etkilediği, istikrarlı büyümenin de yatırımcıları teşvik ettiği şeklinde yorumlanabilir. Nominal faizdeki artış ve azalışlar bir sonraki dönemlerde KVSH'yi etkilemektedir. Ana konusu kur-faiz arbitrajından faydalanmak olan KVSH, faiz oranları arttıkça, kârını artırmaya devam ettikçe ve risk algısı değişene dek ülkede kalmaya devam edecektir.

Regresyon analizlerinde ise KVSH değişkeni ile GSYH değişkeni birbirini etkilemektedirler. Fakat GSYH'nin KVSH'yi etkileme derecesi düşüktür. KVSH'nin ülke sınırlarına girmesi ülkede para bolluğuna sebep olmaktadır. Artan para arzı (Merkez Bankası tarafından sterilize edilmezse) faizlerin düşmesine, yerel paranın değerlenmesine, kredi arzının artmasına ve ithalat eğiliminin yüksek olması dolayısıyla GSYH'nin artmasına sebep olmaktadır. Ayrıca artan GSYH, KVSH'yi teşvik etmekte ve yatırımcılar yükselen piyasalardan kendi paylarına düşeni almak için yatırım yapmaktadırlar.

KNOT ile KVSH'nin regresyon sonuçlarına baktığımızda ilgili dönemde KNOT KVSH'yi etkilemezken, KVSH KNOT'u etkilemektedir. KVSH'nin KNOT'u etkilemesi KVSH'nin piyasanın durumuna göre not artırım/azaltımlarından önce pozisyon aldığı, gelecek olan not artırım/azaltımlarına göre yatırım kararlarını verdiği şeklinde yorumlanabilir.

SONUÇ

Uluslararası sermaye hareketleri finansal piyasaların etkin bir şekilde çalışmasında önemli bir rol oynamaktadır. Uluslararası pazarlar fon sahiplerine portföylerini çeşitlendirme, risk derecesine bağlı olarak yatırım yapabilme imkânı sunmaktadır. Yabancı sermaye, gelişen ve gelişmekte olan ülkelerin kalkınma hamlelerini gerçekleştirebilmek için önemli bir yer tutmaktadır.

Literatürde Uluslararası Sermaye Hareketlerinin başlangıcı 19. Yüzyıl'ın ikinci yarısına dayandırılmaktadır. ABD, Rusya gibi ülkelerin çıkarmış oldukları borçlanma senetleri sermaye hareketlerinin başlangıcını oluşturmaktadır. 1960'da sermaye hareketleri resmi kaynaklı iken 1970'lerde ticari banka kaynaklı, 1980'lerde menkul kıymet portföy yatırımları, 1990'lı yıllarda da özelleştirme girişleri şeklinde oluşmuştur.

Günümüz dünya ekonomisinde finansal piyasalar yükseliş ve çöküş arasında doğal bir devinim içerisinde devam etmektedir. Artan sermaye hareketleri az gelişmiş/gelişen ülkelerin kalkınmanın temel taşı olabilecek iken bu sermayelerin geri dönüşlerinde adı geçen ülkeler, ekonomideki hasarı en az seviyeye indirmek için uğraşmaktadırlar. Özellikle son otuz yılda dünya ekonomisinde birçok ülkede gerek bankacılık krizi gerekse de sermaye hareketleri kaynaklı krizlerin sayısı artmıştır.

19 yüzyıldan itibaren finansal piyasaların gelişmesi, fon sahipleri ile fon kullananların arasında güven sorununu beraberinde getirmiştir. Kredi derecelendirme şirketlerinin açıkladıkları notlar; yatırımcıların yatırım kararlarına yön verebilmektedir. Bu kuruluşlar kredi derecelendirmelerini herkesçe kabul gören standartlarda yapmaktadırlar. Yapılan derecelendirmeler küresel piyasaların etkileşimini hızlandırmaktadır. Kredi derecelendirmeleri fon sahiplerine bir şirketin, ülkenin ve herhangi bir yatırım aracının ne kadar güvenilir olduğunu, şirketin ve/veya ülkenin iflas edip etmeyeceğini bilmelerini sağlayan değerlendirmelerdir

1980 sonrası finansal serbestleşme adımları ile uluslararası piyasalar ile etkileşime giren Türkiye, sermaye hareketlerinin yol göstericisi olan kredi derecelendirme kuruluşları ile 1992 yılında tanışmıştır. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından Türkiye’de faaliyet göstermesine izin verilen Fitch Ratings, Inc., Moody’s Investors Service, Inc., S&P Global Ratings olmak üzere üç kuruluş vardır. Bu kuruluşların Türkiye değerlendirmeleri ve metodolojileri bu çalışmada anlatılmıştır.

Türkiye’ye gelen KVSH ile ekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi incelediğimiz bu çalışmada değişkenler arasında uzun dönemli ilişkisi tespit edilememiştir. Toda-Yamamoto Granger nedensellik testine göre GSYH’den KVSH’ye doğru zayıf, nominal faizden KVSH’ye %5 düzeyinde anlamlı nedensellik bulunmuştur. Regresyon analizi sonucunda KVSH ile GSYH arasında iki yönlü bir ilişki bulunduğu, KVSH’nin kredi notlarını etkilediği, KVSH’nin kredi notlarından etkilenmediği tespit edilmiştir. Bunu da KVSH’nin piyasanın durumuna göre not artırım/azaltımlarından önce pozisyon olarak hareket etmesi olarak yorumlayabiliriz.

Diğer gelişmekte olan ülkeler gibi Türkiye’de de Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri kriz zamanlarında krizin hasarını artırabilmektedir. Ülkeye gelecek yabancı sermayenin uzun vadeli yatırımlar ve/veya doğrudan yatırımlar şeklinde olmasına yönelik politikalar ekonomik istikrar için daha isabetli olacaktır.

KAYNAKÇA

- Aizenman, J., Binici , M., & Hutchison, M. H. (2013). Credit Ratings And The Pricing Of Sovereign Debt During The Euro Crisis. *Oxford Review of Economic Policy*, 29(3). doi:10.1093/oxrep/grt036
- Akbaş, Y. E. (2012). Makro Ekonomik Değişkenlerin Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri Üzerindeki Etkisi: OECD Ülkeleri Üzerine Bir Araştırma. *İnönü Üniversitesi Uluslararası Sosyal Bilimler Dergisi*, 1(2), 59-74.
- Akbulak, Y. (2012). Kredi Derecelendirmesi veya Rating: Kavram ve Ölçütler. *Mali Çözüm* , 171-184.
- Akçay, Ü., & Güngen, A. R. (2019). *Finansallaşma, Borç Krizi ve Çöküş Küresel Kapitalizmin Geleceği*. İstanbul: NotaBene Yayınları.
- Akçayır, Ö., & Doğan, B. (2016). Ülke Kredi Derecelendirme Notlarının Uluslararası Sermaye Hareketleri Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği. *International Congress on European Union Relations, Economics, Finance and Econometrics*, (s. 135-158). 05 2, 2019 tarihinde https://www.researchgate.net/profile/Buhari_Dogan/publication/312589261_Ulke_Kredi_Derecelendirme_Notlarinin_Uluslararası_Sermaye_Hareketleri_Uzerine_Etkisi_Turkiye_Ornegi/links/5883ef4caca272b7b4442563.pdf adresinden alındı
- Ang, J. B., & McKibbin, W. J. (2005). Financial Liberalization, Finansal Sector Development And Growth: Evidence From Malaysia. *Lowy Institute Working Papers*. 5 4, 2019 tarihinde <https://www.files.ethz.ch/isn/58376/McKibbin,%20Financial%20liberalization%20WP305%20update.pdf> adresinden alındı
- Apaydın, Ş., & Şahin, H. (2017). Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının İktisadi Dalgalanmalar Üzerindeki Etkileri: Bir Uzun Dönem Kısıtlı SVAR Modeli. *Politik Ekonomik Kuram*, 1, 22-72. doi:10.30586/pek.312914
- Arslan, S., & Çiçek, M. (2017). Yabancı Portföy Yatırımları İle Döviz Kuru İlişkisi: Türkiye’de Yabancı Sermayenin Vergilendirilmesi. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*(Icmeb Özel Sayı), 292-299. doi:10.17130/ijmeb.2017ICMEB1735453
- Aslan, N., Terzi, N., & Siampan, E. (2014). Türkiye’de kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme ve reel döviz kuru ile ilişkisi. *Finansal*

araştırmalar ve çalışmalar dergisi, 5(10), 15-32.
doi:10.14784/JFRS.2014104497

- Aslan, ., & Korap, H. L. (2007). Exogenous Characteristics Of Short-Term Capital Flows: Can They Be Under Control Evidence From Turkey. *Sosyal Bilimler Dergisi*, 1-16.
- Başaran, . (2018). Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Türkiye Ekonomisi zerine Etkileri. *Politik Ekonomik Kuram*, 2(1), 124-141.
- Başoğlu, U. (2000). Finansal Serbestleşme ve Uluslararası Portföy Yatırımları. *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 3(4), 88-99.
- Bayar, Y., & Kılıç , C. (2014). *Journal of Applied Finance & Banking*, 4(2), 91-109.
- Bohn, H., & Tesar, L. L. (1996). U.S. Equity Investment in FOreign Markets: Portfolio Rebalancing or Return Chasing in. *Amerikan Economic Review*, 77-81.
- Cerutti , E., Claessens, s., & Puy, D. (2015). Push Factors and Capital Flows to Emerging Markets: Why Knowing Your Lender Matters More Than Fundamentals. *IMF Working Paper*, 3-42. 3 17, 2019 tarihinde <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp15127.pdf> adresinden alındı
- Chuhan, P., Claessens, S., & Mamingi, N. (1993). Equity and Bond Flows to Asia and Latin AmericaThe Role of Global and Country Factors. *Journal of Development Economics*, 439-463. doi:10.1016/S0304-3878(98)00044-3
- alışır, M., & Bengisu, B. (2018). Türkiye’de Finansal Sektörde Faaliyet Gösteren Bankaların Performanslarının Veri Zarflama Yöntemi ile Analizi. *Kastamonu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 20(4), 172-200.
- alışır, M., & Gülmez, A. (2010). Teknoloji Politikaları erevesinde Ekonomik Gelişim: Türkiye-Güney Kore Karşılaştırması. *Akademik İncelemeler Dergisi*, 5(1), 24-55.
- Çalışkan, . V. (2002). Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Risk Değerlendirme Kriterleri. *G..İ.İ.B.F. Dergisi*, 4(1), 53-66.
- Dağdelen, . (2004). Liberizasyon. *Uluslararası İnsan Bilimleri Dergisi*, 1(1), 1-66.

- Demir, M., & Eminer, F. (2014). Macroeconomic Uncertainty And Private Investment In Argentina, Mexico And Turkey. *LAÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 567-571.
- Demir, M., & Sever, E. (2009). Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Nedenleri, Etkileri ve Sermaye Hareketliliğinde Devletin Rolü: Türkiye Üzerine Bir İnceleme. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 8, 214-239.
- Demiral, M. (2008). Türkiye'de Sıcak Para Hareketleri ve Ekonomik Krizlere Etkisi (1990-2006 Dönemi). *Niğde Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi*. Niğde. 10 22, 2018 tarihinde <https://tez.yok.gov.tr/UlusalTezMerkezi/giris.jsp> adresinden alındı
- Direkçi, T. B., & Kaygusuz, S. (2013). Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Değişkenler İle Olan Etkileşimi: Türkiye Örneği. *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*(9), 28-42.
- Eğilmez, M. (2018). *Kur Savaşları, Ticaret Savaşları ve Küreselleşme*. 03 25, 2019 tarihinde <http://www.mahfiegilmez.com/2018/01/kur-savaslar-ticaret-savaslar-ve.html>. adresinden alındı
- Emara, N., & El Said, A. (2015). Revisiting Sovereign Ratings, Capital Flows and Financial Contagion in Emerging Markets. *World Journey of Applied Economics*(1), 3-22. doi:10.22440/EconWorld.J.2015.1.2.NE.0013
- Engel, C. (2005). Macroprudential policy in a world of high capital mobility: Policy implications from an academic perspective. *Nber Working Paper*. 10 31, 2018 tarihinde <https://www.nber.org/> adresinden alındı
- Eretaş, F., & Öztekin, D. (2010). Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Belirleyicileri: Türkiye Örneği. *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 2(2), 57-64.
- Feldstein, M., & Horioka, C. (1979). Domestic Savings And International Capital Flows. *Nber Working Paper*. 4 15, 2019 tarihinde <https://www.nber.org/papers/w0310.pdf> adresinden alındı
- Gazel, S. (2017). Bist Sınai Endeksi ile Çeşitli Metaller Arasındaki İlişki: Toda-Yamamoto Nedensellik Testi. *Akademik Sosyal Araştırmalar Dergisi*(52), 287-299.
- Gökçe , M. (2015). Yapısal Kırılmalı Birim Kök Testleri Ve İşsizlik Histerisi Üzerine Uygulaması. *T.C. İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi*.

- Gümüőođlu, N. K., & Alçın, S. (2018). The Impact Of Capital Flows On Current Account Deficit For Turkey. *Journal of Life Economics*, 6(6), 21-34. doi:10.15637/jlecon.6.003
- Gür, T. H., & Öztürk , H. (2011). Ülke Riski; Derecelendirme Kuruluşları, Aksaklıklar ve Yeni Düzenlemeler. *Sosyo Ekonomi*, 69-92.
- Hermes, N., & Nhung, V. H. (2008). The Impact of Financial Liberalization on Bank Efficiency: Evidence from Latin America and Asia. *Applied Economics*(42), 3351-3365. 5 04, 2019 tarihinde https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=983865 adresinden alındı
- <https://countryeconomy.com/>. (2019). 2 15, 2019 tarihinde <https://countryeconomy.com/ratings/turkey> adresinden alındı
- <https://tradingeconomics.com/>. (2019). 3 24, 2019 tarihinde [tradingeconomics.com/: https://tradingeconomics.com/turkey/rating](https://tradingeconomics.com/turkey/rating) adresinden alındı
- İnandım, Ő. (2005). Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İle Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği. 03 19, 2019 tarihinde <http://www.tcmb.gov.tr/> adresinden alındı
- İnsel, A., & Sungur, N. (2003). Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği-1989:III-1999:IV. *Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni*. Ankara. 3 22, 2019 tarihinde <http://www.tek.org.tr/dosyalar/serhar0303.pdf> adresinden alındı
- Kaminsky, L., & Schmukler, S. L. (2003). Short-Run Pain, Long-Run Gain: The Effects of Financial Liberalization. *IMF Working Paper*. IMF Working Paper.
- Karagöl, E. T., & Mihçioğur, Ü. İ. (2012). Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Alternatif Arayışlar. *SETA Rapor*, 1-36.
- Kargı, B. (2014). Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları ve Türkiye'nin kredi notu üzerine bir inceleme. *The Journal of Academic Social Science Studies*(24), 351-370. doi:10.9761/JASSS2243
- Karluk, R. S. (1998). *Uluslararası Ekonomi* (5 b.). İstanbul.

- Karpuz, F., & Kızıltan, A. (2014). Türkiye’de Kısa Vadeli Yabancı Yatırımlar İle Reel Döviz Kuru Arasındaki İlişki. *EKEV AKADEMİ DERGİSİ*(60), 197-210.
- Kaya, H., Kete , H., & Aydın, M. S. (2017). Türkiye’de Yaşam Beklentisi Tasarruf İlişkisi: Ardl Sınır Testi Yaklaşımı. *Akademik Bakış Dergisi*(62), 368-380.
- Kazgan, G. (2002). *Küreselleşme ve Ulus-Devlet Yeni Ekonomik Düzen*. İstanbul.
- Kim, S.-J., & Wu, E. (2008). Sovereign Credit Ratings, Capital Flows And Financial Sector Development İn Emerging Markets. *Emerging Markets Review*(9), 17-39.
- Kıran, B. (2007). Türkiye'de Reel Döviz Kuru ile Kısa ve Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri İlişkisi. *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, XXII(1), 269-283.
- Mishkin, F. S. (1996). Understanding Financial Crises : A Developing Country Perspective. Nber Working Paper. 3 20, 2019 tarihinde <https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/PDFpapers/w5600.pdf> adresinden alındı
- Oktayer, A. (2009). Türkiye’de Finansal Serbestleşme ve Derinleşme Süreci Üzerine Nitel Bir İnceleme. *Akademik İncelemeler*, 4, 73-100.
- Onur, S. (2005). Finansal Liberizasyon ve GSMH Büyümesi Arasındaki İlişki. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi* , 1(1), 127-152.
- Organ, İ., & Berk, E. (2016). Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Döviz Kuru İlişkisi ve Türkiye için Tobin Vergisi Tartışması. EconWorld Working Paper Series. 1 16, 2019 tarihinde <http://wp.econworld.org/wp-content/uploads/2016/04/WP2016005.pdf> adresinden alındı
- Orhan, M., Saka, H., & Yüksel, H. (2015). Kredi Derecelendirmenin Etik ve Sistemik Açmazları. *Türkiye İktisadi Girişim ve İş Ahlâkı Derneği*, 67-108. doi:10.12711/tjbe.2015.8.1.0143
- Ovalı, S. (2014). Ülke Kredi Notu Değerlendirme Kriterleri Açısından Türkiye: Ab İle Karşılaştırmalı Analiz. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 10(23), 53-80.
- Örnek, İ. (2008). Yabancı Sermaye Akımlarının Yurtiçi Tasarruf Ve Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği. *SBF Dergisi*, 63(2), 199-217. doi:10.1501/SBFder_0000002069

- Özçelik, Ö., & Tuncer, G. (2007). Atatürk Dönemi Ekonomi Politikaları. *Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 253-266.
- Özdemir, Ü., Yiğit, G. K., & Oral, M. (2016). Cumhuriyetten Günümüze Ekonomi Politikaları Bağlamında Türk Dış Ticaretinin Gelişimi. *Doğu Coğrafya Dergisi*, 21(35), 149-174. doi:10.17295/dcd.23130
- Öztürk Subaşı, F. (2008). The Effect of Sovereign Rating Changes on Stock Returns and Exchange Rate. *International Research Journal of Finance and Economics*(20), 46-54.
- Öztürk, N., & Artan, S. (2016). Geçiş ekonomilerinde sermaye kaçışlarının ekonomik ve kurumsal belirleyicileri. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*(16), 171-196.
- Özyıldız, H. R. (2017). Kronik: Türkiye'nin Sıcak Para Macerası. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 72(4), 1271-1293.
- Parsley, D., & Gande, A. (2004). Sovereign Credit Ratings and International Portfolio Flows. 4 17, 2019 tarihinde <https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2004/ecbimf/pdf/parsle.pdf> adresinden alındı
- Rajan, R. G. (2005). Has financial development made the world riskier? *National Bureau Of Economic Research Working Paper Series*, 1-42. 01 20, 2019 tarihinde <https://www.nber.org/> adresinden alındı
- Reinhart, C., & Montiel, P. (2001). The Dynamics of Capital Movements to Emerging Economies During the 1990s. *MPRA Paper*. 03 19, 2019 tarihinde <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/> adresinden alındı
- Rodrik, D., & Velasco, A. (1999). Short-Term Capital Flows. *National Bureau Of Economic Research working Paper 7364*. 4 15, 2019 tarihinde <https://www.nber.org/papers/w7364.pdf> adresinden alındı
- Saka, H. (2014). Analysis Of The Rating Discrepancies Assigned By Credit Rating Agencies. *Fatih Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi*.
- Setty, G., & Dodd, R. (2003). Credit Rating Agencies: Their Impact on Capital Flows to Developing Countries. <http://www.financialpolicy.org/> adresinden alındı
- Seyidoğlu, H. (2001). *Uluslararası İktisat*. İstanbul.

- Sönmezer, S., & Tufaner, B. (2017). Ülke Kredi Notlarının Sermaye Piyasalarına Etkisi. *INTERNATIONAL CONFERENCE ON EURASIAN ECONOMIES*.
SPK. (2019, 3 29). <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/6/10/1> adresinden alındı
standardandpoors.com. (2019, 07 03). S&P:
https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/home adresinden alındı
- Suadiye, G. (2006). Kredi Derecelendirme ve Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri. *Mustafa Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 3(6), 1-16. 3 12, 2019 tarihinde <http://sbed.mku.edu.tr/index> adresinden alındı
- Sylla, R. (2001). A Historical Primer on the Business of Credit Ratings. 03 12, 2019 tarihinde <http://www.etcases.com/> adresinden alındı
- Şengönül, A., & Değirmen, S. (2012). Kısa Süreli Sermaye Hareketlerinin Türkiye’Nin Ekonomik Büyümesine Etkisi: Sermayepiyasası Ve Bankacılık Kanalı. 1 16, 2019 tarihinde <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/81651/1/723859345.pdf> adresinden alındı
- T.C.M.B. (2002). Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri. Ankara: T.C. Merkez Bankası . 4 3, 2019 tarihinde <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/098cd40c-d8e3-4197-8e31-3a4d0a9fbda7/kuresel.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-098cd40c-d8e3-4197-8e31-3a4d0a9fbda7-m3fBaj9> adresinden alındı
- Takım, A. (2016). Gelişmekte Olan Ünelere Yönelik Yabancı Sermaye Hareketlerinin Makro Ekonomik Etkileri. *Bartın Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 39-59.
- Taylor, M. P., & Sarno, L. (1997). Capitol Flows to Developing Countries: Long- and Short Term Determinants. *The World Bank Economic Review*,, 451-470.
- Tayyar, A. E. (2018). Endojen Para Arzının Politik Yönü: Türkiye İçin Todayamamoto Nedensellik Analizinin Uygulanması. *Sosyal Bilimler Dergisi*(26), 89-107.

- Tekin, İ. Ç. (2016). Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Öngöremedikleri Krizler ve İflaslar. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi*, 181-205.
- Toraman, C., & Yürük, M. F. (2014). Kredi Derecelendirme Kuruluşları Ve Finansal Krizlere Etkileri. *Bitlis Eren Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 3(1), 127-154.
- Turgut, M. (2010). Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ulusal Ekonomiye Etkileri. *T.C Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi*. İstanbul. 3 20, 2019 tarihinde <https://tez.yok.gov.tr/UlusalTezMerkezi/> adresinden alındı
- Tüleykan, H., & Bayramoğlu, S. (2016). Türkiye'de 24 Ocak Kararları ile Başlayan Finansal Serbestleşmenin Günümüz İktisadi ve Mali Yapısına Yansımaları. *International Journal of Social Science*(44), 401-420. doi:10.9761/JASSS3361
- Uzunoğlu, S., Alkin, K., & Gürlesel, C. F. (1995). *Uluslararası sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelerde makroekonomik etkileri ve Türkiye*.
- Wang, H. C., Hwang, J. T., & Chung, C. P. (2015). Do short-term international capital inflows drive China's assetmarkets? *The Quarterly Review of Economics and Finance*(60), 115-124. doi:<http://dx.doi.org/10.1016/j.qref.2015.10.006>
- White, L. J. (2012). The Credit Rating Agencies: How Did We Get Here? Where Should We Go? *CPI Antitrust Chronicle*(1). 2 20, 2019 tarihinde <https://www.competitionpolicyinternational.com/assets/Uploads/WhiteAPR-2.pdf> adresinden alındı
- www.borsaistanbul.com/. (2019). 4 5, 2019 tarihinde <https://www.borsaistanbul.com/> adresinden alındı
- www.fitchratings.com. (2019, 2 15). fitchratings: <https://www.fitchratings.com/site/home> adresinden alındı
- www.mahfiegilmez.com. (2014). 3 20, 2019 tarihinde [mahfiegilmez.com](http://www.mahfiegilmez.com) adresinden alındı
- www.moody.com. (2019, 3 15). moody.com: <https://www.moody.com/> adresinden alındı

- www.resmigazete.gov.tr.* (1983, 12). 3 25, 2019 tarihinde <http://www.resmigazete.gov.tr/>: <http://www.resmigazete.gov.tr/> adresinden alındı
- www.sec.gov.* (2019, 3 12). (<https://www.sec.gov/Article/whatwedo.html>) adresinden alındı
- www.standardandpoors.com.* (2019, 3 20). [standardandpoors.com: https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/home](https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/home) adresinden alındı
- www.tcmb.gov.tr.* (2019, 3 21). <http://www.tcmb.gov.tr/>. adresinden alındı
- www.tuik.gov.tr.* (2019, 3 17). [www.tuik.gov.tr.](http://www.tuik.gov.tr/) adresinden alındı
- Yang, J., & Zhang, L. (2011). The Impacts of Sovereign Credit Ratings on Exchange Rates -Evidence from Eurozone Sovereign Debt Crisis-. *Lund University School Of Economics And Management Master Thesis*. 04 10, 2019 tarihinde <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.859.6733&rep=rep1&type=pdf> adresinden alındı
- Yıldırım, H. H., Yıldız, C., & Aydemir, Ö. (2018). Kredi Derecelendirme Kuruluşlarından S&P, Moody's ve Fitch'in Türkiye için Yapmış Oldukları Not Açıklamalarının Hisse Senedi Endeksleri Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul Örneği 2012-2016. *Maliye ve Finans Yazıları Dergisi*(109), 9-29.
- Yılmaz, R. (2004). Bankalar ve Özel Finans Kurumlarınca Yurt Dışından Sağlanan Kredilerde Vergi ve Vergi Benzeri Yükümlülükler. *Mali Çözüm Dergisi*(67), 251-261.

ÖZGEÇMİŞ

1980 Ödemiş'te doğmuştur. İlk ve orta öğrenimini İzmir'de, lise öğrenimini ise Nazilli'de tamamlamıştır. Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi'nden 2003 yılında mezun oldu. 2011 yılında Sakarya Üniversitesi İktisat Anabilim dalında yüksek lisans eğitimine başladı.