

**ÜLKE KREDİ NOTLARININ ULUSLARARASI  
SERMAYE AKIŞI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ**

**Taner SEKMEN**  
**(Yüksek Lisans Tezi)**

**Eskişehir, 2012**

## JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI

Taner SEKMEN'in, "Ülke Kredi Notlarının Uluslararası Sermaye Akışı Üzerindeki Etkileri" başlıklı tezi 16 Ağustos 2012 tarihinde, aşağıdaki jüri tarafından Lisansüstü Eğitim Öğretim ve Sınav Yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca toplanan İktisat Anabilim Dalında, **yüksek lisans tezi** olarak değerlendirilerek kabul edilmiştir.

### İmza

Üye (Tez Danışmanı) : Prof.Dr.Rıdvan KARLUK  
Üye : Doç.Dr.İlhan ORAL  
Üye : Yard.Doç.Dr.Levent ERDOĞAN

Prof.Dr.B.Zafer ERDOĞAN  
Anadolu Üniversitesi  
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü

**ÜLKE KREDİ NOTLARININ ULUSLARARASI  
SERMAYE AKIŞI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ**

**Taner SEKMEN**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**İktisat Anabilim Dalı**

**Danışman: Prof. Dr. Rıdvan KARLUK**

**Eskişehir**

**Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**

**Ağustos, 2012**

## Yüksek Lisans Tez Özü

### ÜLKE KREDİ NOTLARININ ULUSLARARASI SERMAYE AKIŞI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Taner SEKMEN

İktisat Anabilim Dalı

Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ağustos 2012

Danışman: Prof. Dr. Rıdvan KARLUK

Bu çalışma ülke kredi notlarının uluslararası sermaye akışı üzerindeki etkilerini incelemektedir. Bu ilişkiyi ortaya koyabilmek amacıyla 73 ülkenin 1995-2010 yılları arasını kapsayan verileri dinamik panel veri teknikleri kullanılarak analiz edilmiştir. Çalışmada Standart&Poor's tarafından verilen ülke kredi notları kullanılmıştır. Uluslararası sermaye akışı ise doğrudan yabancı yatırımlar, hisse senedi ve tahvil yatırımları olmak üzere üç farklı bağımlı değişken olarak incelenmiştir. Sonuçlar göstermektedir ki uzun dönemde ülke kredi notlarında yaşanan gelişmeler doğrudan yabancı yatırımlar ve tahvil yatırımları üzerinde olumlu etkiler yaratırken, hisse senetleri üzerinde ise bozucu etkilere neden olmaktadır.

**Anahtar Kelimeler:** Ülke kredi notları, uluslararası sermaye akışı, dinamik panel veri

## Abstract

### **IMPACTS OF SOVEREIGN RATINGS ON THE INTERNATIONAL CAPITAL FLOWS**

**Taner SEKMEN**

**Department of Economics**

**Anadolu University, Graduate School of Social Sciences, August 2012**

**Adviser: Prof. Dr. Rıdvan KARLUK**

This paper investigates impacts of sovereign credit ratings on the international capital flows. To illustrate the relationship between sovereign credit ratings and international capital flows, a comprehensive data set of the selected 73 countries for the years between 1995-2010 is analyzed by using dynamic panel data techniques. In this study, the sovereign credit ratings provided by Standard&Poor's are used. The international capital flow, here, includes three dependent variables, namely foreign direct investment, equity and bond flows, each of which is examined separately. The results show that improvements in the sovereign credit ratings create positive effects on foreign direct investment and bond investment flows in the long run while it creates detrimental effects on equity flows.

**Keywords:** Sovereign credit ratings, international capital flows, dynamic panel data

## ETİK İLKE VE KURALLARA UYGUNLUK BEYANNAMESİ

Bu tez/proje çalışmasının bana ait, özgün bir çalışma olduğunu; çalışmamın hazırlık, veri toplama, analiz ve bilgilerin sunumunda bilimsel etik ve kurallara uygun davrandığımı; bu çalışma kapsamında elde edilmeyen tüm veri ve bilgiler için kaynak gösterdiğimi ve bu kaynaklara kaynakçada yer verdiğimi; bu çalışmanın Anadolu Üniversitesi tarafından kullanılan bilimsel intihal tespit programıyla tarandığımı ve hiçbir şekilde intihal içermediğini beyan ederim.

Her hangi bir zamanda, çalışmamla ilgili yaptığım bu beyana aykırı bir durumun saptanması durumunda, ortaya çıkacak tüm ahlaki ve hukuki sonuçlara razı olduğumu bildiririm.

**Taner SEKMEN**



Jüri ve Enstitü Onayı.....	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.
Yüksek Lisans Tez Özü .....	iv
Abstract.....	v
Özgeçmiş.....	vi
Tablolar Listesi .....	xii
Şekiller Listesi .....	xiv
Kısaltmalar Listesi.....	xv
Giriş.....	1

## Birinci Bölüm

### 1. Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları Ve Ülke Kredi Notları

1.1. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Tarihi.....	3
1.2. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Fonksiyonları.....	8
1.3. Kredi Notu Sembolleri ve Tanımları .....	10
1.4. Ülke Kredi Notlarının Belirlenmesinde Kullanılan Yöntemler.....	11
1.4.1. Moody's'in kullandığı yöntemler .....	12
1.4.1.1. Ülkelerin ekonomik esnekliği.....	12
1.4.1.1.1. Ekonomik sağlamlık.....	13
1.4.1.1.2. Kurumsal sağlamlık.....	13
1.4.1.1.3. Ekonomik esnekliğin belirlenmesi .....	15
1.4.1.2. Devletin mali sağlamlığı .....	15
1.4.1.2.1. Devletin mali gücü .....	16
1.4.1.2.2. Ülkenin riske duyarlılığı .....	17
1.4.1.2.3. Mali sağlamlığın belirlenmesi .....	18
1.4.1.3. Ülke kredi notlarının belirlenmesi .....	18
1.4.2. Standart and Poors'un kullandığı yöntemler.....	19
1.4.2.1. Politik skorun belirlenmesi.....	23



1.4.2.1.1. Politik kurumların ve politikaların etkinliği.....	24
1.4.2.1.2. Kurumların şeffaflığı ve hesap verebilirliği.....	25
1.4.2.1.3. Devletin borç ödeme kültürü.....	25
1.4.2.1.4. Dış güvenlik riski .....	26
1.4.2.1.5. Dış organizasyonların etkisi .....	26
<b>1.4.2.2. Ekonomik skorun belirlenmesi.....</b>	<b>26</b>
1.4.2.2.2. Ekonomik büyüme beklentisi.....	28
1.4.2.2.3. Ekonomik çeşitlilik ve volatilité .....	28
<b>1.4.2.3. Dış iktisadi skorun belirlenmesi .....</b>	<b>28</b>
1.4.2.3.1. Döviz kurunun uluslararası işlemlerde statüsü .....	29
1.4.2.3.2. Dışsal likidite .....	29
1.4.2.3.3. Dış borç durumu .....	30
1.4.2.3.4. Dışsal skoru ayarlayıcı faktörler .....	30
<b>1.4.2.4. Mali skor.....</b>	<b>31</b>
1.4.2.4.1. Mali performans ve esneklik .....	31
1.4.2.4.2. Borç yükü .....	32
<b>1.4.2.5. Parasal skor.....</b>	<b>34</b>
1.4.2.5.1. Para politikalarını kullanabilme yeteneği .....	36
1.4.2.5.2. Para politikalarının güvenilirliği.....	36
1.4.2.5.3. Para politikasının etkinliği .....	37
<b>1.4.2.6. Ayarlayıcı faktörler .....</b>	<b>38</b>
1.4.2.6.1. Aşırı güçsüz dışsal likidite .....	38
1.4.2.6.2. Aşırı güçsüz mali durum .....	38
1.4.2.6.3. Devletin geniş varlık pozisyonu .....	38
1.4.2.6.4. Çok yüksek politik risk ve yüksek bütçe açığı .....	39
1.4.2.6.5. Borcun yeniden yapılandırılması riski.....	39
1.4.2.6.6. Yüksek güvenlik riski.....	39
1.4.2.6.7. Şiddetli doğal afetler.....	39

## İkinci Bölüm

### 2. Ülke Kredi Notları ve Uluslararası Sermaye Akışı

2.1. Teorik Çerçeve .....	40
2.2. Ülke Kredi Notları ve Uluslararası Sermaye Girişi.....	43
2.2.1. Düşük gelirli ülkeler .....	44
2.2.2. Orta gelirli ülkeler .....	48
2.2.3. Yüksek gelirli ülkeler.....	51
2.3. Literatür Taraması .....	54

### Üçüncü Bölüm

#### 3. Ülke Kredi Notları ve Uluslararası Sermaye Akışı Ekonometrik Analiz

3.1. Veriler .....	58
3.1.1. Kredi notları değişkenleri .....	61
3.1.2. Bağımlı değişkenler.....	64
3.1.3. Kontrol değişkenleri .....	65
3.2. Yöntem .....	67
3.3. Değişkenlere Ait Korelasyonlar.....	69
3.4. Değişkenlere Ait İstatistikler .....	70
3.5. Bulgular .....	74
3.5.1. Doğrudan yabancı yatırımlar .....	74
3.5.2. Hisse senedi yatırımları .....	84
3.5.3. Tahvil yatırımları.....	93
Sonuç .....	96
Kaynakça .....	99

## Tablolar Listesi

Sayfa No

Tablo 1. Bazı Önemli Kredi Derecelendirme Kuruluşları.....	4
Tablo 2. 2010 Yılı İtibariyle NRSRO'ya Dahil Olan Kuruluşlar .....	6
Tablo 3. 2010 Yılı İtibariyle Küresel Çapta Faaliyet Gösteren Kuruluşlar .....	7
Tablo 4. Uzun Dönem Ülke Kredi Not Sembolleri .....	10
Tablo 5. Ekonomik Esnekliğin Belirlenmesi .....	15
Tablo 6. Mali Sağlamlığın Belirlenmesi.....	18
Tablo 7. Kredi Notlarının Belirlenmesi .....	19
Tablo 8. Ülke Kredi Notlarını Belirleyen Beş Ana Faktör.....	21
Tablo 9. Başlangıç Kredi Notu Seviyesinin Belirlenmesi .....	22
Tablo 10. Ülkenin Ekonomik Skorunun Belirlenmesi.....	27
Tablo 11. Ülkenin Dış İktisadi Skorunun Belirlenmesi.....	29
Tablo 12. Ülkenin Mali Performans ve Esneklik Skorunun Belirlenmesi.....	32
Tablo 13. Ülkenin Borç Yükü Skorunun Belirlenmesi.....	33
Tablo 14. Ülkenin Parasal Skorunun Belirlenmesi.....	35
Tablo 15. Ülkelerin kişi başı GSYİH miktarlarına göre sınıflandırılması .....	59
Tablo 16. Ülkelerin yatırım statülerine göre sınıflandırılması.....	60
Tablo 17. S&P'nin ülke kredi notlarının doğrusal dönüşümü .....	63
Tablo 18. Değişkenlere ait korelasyonlar .....	69
Tablo 19. Değişkenlere ait istatistikler, düşük gelirli ülkeler .....	71
Tablo 20. Değişkenlere ait istatistikler, orta gelirli ülkeler.....	72
Tablo 21. Değişkenlere ait istatistikler, yüksek gelirli ülkeler.....	73
Tablo 22. Düşük gelirli ülkeler, doğrudan yabancı yatırımlar bağımlı değişken ...	76
Tablo 23. Orta gelirli ülkeler, doğrudan yabancı yatırımlar bağımlı değişken.....	77
Tablo 24. Yüksek gelirli ülkeler, doğrudan yabancı yatırımlar bağımlı değişken .	79
Tablo 25. Tüm ülkeler, doğrudan yabancı yatırımlar bağımlı değişken.....	81
Tablo 26. Spekülatif yatırım derecesine sahip ülkeler, doğrudan yabancı yatırımlar bağımlı değişken.....	82
Tablo 27. Yatırım yapılabilir dereceye sahip ülkeler, doğrudan yabancı yatırımlar bağımlı değişken.....	83

<b>Tablo 28. Düşük gelirli ülkeler, hisse senedi yatırımları bağımlı değişken.....</b>	<b>85</b>
<b>Tablo 29. Orta gelirli ülkeler, hisse senedi yatırımları bağımlı değişken.....</b>	<b>86</b>
<b>Tablo 30. Yüksek gelirli ülkeler, hisse senedi yatırımları bağımlı değişken .....</b>	<b>87</b>
<b>Tablo 31. Tüm ülkeler, hisse senedi yatırımları bağımlı değişken.....</b>	<b>90</b>
<b>Tablo 32. Spekülatif yatırım derecesine sahip ülkeler, hisse senedi yatırımları bağımlı değişken.....</b>	<b>91</b>
<b>Tablo 33. Yatırım yapılabilir dereceye sahip ülkeler, hisse senedi yatırımları bağımlı değişken.....</b>	<b>92</b>
<b>Tablo 34. Tahvil yatırımları bağımlı değişken .....</b>	<b>94</b>

## Şekiller Listesi

Sayfa No

Şekil 1. Kredi Notlarının Belirlenmesi Aşamaları .....	23
Grafik 1. Uluslararası sermaye girişi ve kredi notları, Brezilya ve Bulgaristan ...	44
Grafik 2. Uluslararası sermaye girişi ve kredi notları, Çin ve Kolombiya.....	45
Grafik 3. Uluslararası sermaye girişi ve kredi notları, Hindistan ve Endonezya ...	46
Grafik 4. Uluslararası sermaye girişi ve kredi notları, Romanya ve Rusya.....	47
Grafik 5. Uluslararası sermaye girişi ve kredi notları, Arjantin ve Çek Cumhuriyeti .....	48
Grafik 6. Uluslararası sermaye girişi ve kredi notları, Yunanistan ve Macaristan	49
Grafik 7. Uluslararası sermaye girişi ve kredi notları, Meksika ve Polonya .....	50
Grafik 8. Uluslararası sermaye girişi ve kredi notları, Portekiz ve Türkiye .....	50
Grafik 9. Uluslararası sermaye girişi ve kredi notları, Avusturya ve Kanada .....	52
Grafik 10. Uluslararası sermaye girişi ve kredi notları, Fransa ve Almanya .....	52
Grafik 11. Uluslararası sermaye girişi ve kredi notları, Japonya ve Hollanda .....	53
Grafik 12. Uluslararası sermaye girişi ve kredi notları, İngiltere ve ABD.....	53

## Kısaltmalar Listesi

- ABDRFO:** ABD Reel Faiz Oranı  
**BO:** Gayri Safi Yurtiçi Hasıla Büyüme Oranı  
**DA :** Dışa Açıklık Oranı  
**DBO:** Dünya Gayri Safi Yurtiçi Hasıla Büyüme Oranı  
**DK:** Döviz Kuru  
**DYY:** Doğrudan Yabancı Yatırımlar  
**ENF:** Enflasyon  
**GSYİH:** Gayri Safi Yurtiçi Hasıla  
**HSY:** Hisse Senedi Yatırımları  
**KDK:** Kredi Derecelendirme Kuruluşları  
**KDYA:** Kısa Dönem Yabancı Para Ülke Kredi Notu  
**KDYE:** Kısa Dönem Yerli Para Ülke Kredi Notu  
**LDYY:** Doğrudan Yabancı Yatırımların Gecikmeli Değeri  
**LHSY:** Hisse Senedi Yatırımlarının Gecikmeli Değeri  
**NRSRO:** Nationally Recognized Statistical Rating Organization  
**RFO:** Reel Faiz Oranı  
**S&P:** Standart&Poors  
**SEC:** Security Exchange Commission  
**TY:** Tahvil Yatırımları  
**UDYA:** Uzun Dönem Yabancı Para Ülke Kredi Notu  
**UDYE:** Uzun Dönem Yerli Para Ülke Kredi Notu

## Giriş

Kredi derecelendirme kuruluşları son yirmi yılda kredi riskine ait bilgileri üreterek ve bu bilgileri piyasa katılımcılarına dağıtarak finansal piyasalar üzerinde önemli rol oynadı. Yatırımcılar yatırım kararları alırken özellikle bu bilgilerden etkilenmektedir. Piyasada bulunan yatırımcılar ve yatırım araçları ihraç edenler her zaman eşit koşullara ve bilgiye sahip değildirlere. Bu durum piyasa da asimetrik bilgi probleminin ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının en önemli fonksiyonu piyasada var olan bilgi asimetrisinin azaltılmasına yardımcı olmalarıdır.

Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından ülkelere verilen kredi notları, tahviller, hisse sentleri ve borsaların yanı sıra diğer yatırım fırsatlarına ait uzun dönemli riski değerlendirmede özellikle kullanılmaktadır. Ülke kredi notları kredi derecelendirme kuruluşları tarafından yapılan tanımı itibariyle bir ülkenin borcunu geri ödeyebilme yeteneği ve isteğini yansıtmaktadır. Kredi notları ülkeler açısından büyük önem arz etmektedir. Çünkü devletler uluslararası sermaye piyasalarında var olan en fazla yatırım aracı ihraç eden kuruluşlar konumundadırlar ve dolayısıyla küresel finansal sistemin omurgasını oluşturmaktadırlar. Ülke kredi notlarındaki değişimler bu ülkelere ait yatırım araçlarını aracılığıyla sermaye akışını etkilemektedir. İyi kredi notlarına sahip olmak küresel finansal sistemin daha güçlenmesine olanak sağlamakta ve ekonomilerin olumsuz şoklardan daha az etkilenmesini sağlamaktadır.

Günümüz dünyasında özellikle gelişmekte olan ülkeler istikrarlı ve sürdürülebilir büyüme oranlarını devam gerçekleştirebilmek için uluslararası yatırımlara ihtiyaç duymaktadır. Uluslararası sermaye girişlerinde yaşanan ani gerilemeler ülkelerin diğer makro ekonomik göstergeleri üzerinde olumsuz etkiler yaratarak krizleri tetiklemekte, daha kırılgan ekonomilere sahip ülkelerde ise doğrudan krize sebep olabilmektedir. Bu sebeple uluslararası sermaye hareketlerinin gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için davranış kalıplarını belirlemek önemlidir. Gelişmekte olan ve gelişmiş ülkelere gerçekleşen uluslararası sermaye akışı iktisat literatürün de önemli bir tartışma konusudur. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler de uluslararası sermaye akışının belirleyicileri farklılaşabilmektedir. Ülke grupları arasında bu farklılaşma

yaşanabilirken, bir ülkenin kurumlarının şeffaflığı, bilgi kontrolleri ve finansal maliyetlerinin yanı sıra ülke risk seviyesinin uluslararası sermaye akışını artırdığına inanılmaktadır. Reinhart ve Rogoff (2004) uluslararası sermaye akışının diğer faktörlerin dışında, ülke kredi notları aracılığıyla ölçülen ülke temerrüt riski tarafından belirlendiğini tespit etmiştir.

İktisatçılar arasında sıklıkla sorulan ‘Ülke kredi notları ya da bu notlarda yaşanan ani değişimler uluslararası sermaye hareketleri üzerinde bir etkiye sahip midir?’ sorusu bu çalışmanın problemini sorusunu oluşturmaktadır. Dolayısıyla bu çalışma daha iyi kredi notuna sahip olan ülkelerin, uluslararası sermayeyi kendilerine çekmede daha başarılı olacakları hipotezini sınamaktadır. Bu sebeple çalışma uzun dönemde ülke kredi notlarının uluslararası sermaye akışı üzerinde ki etkilerini belirlemeyi amaçlamaktadır. Daha spesifik olarak düşük, orta ve yüksek gelirli ülke grupları dışında, kredi derecelendirme kuruluşları tarafından belirlenen yatırım yapılabilir ve spekülasyon yatırım derecesine sahip ülkeler üzerinde ki etkiler ayıştırılmaya çalışılmıştır. Yine uluslararası sermaye akışı kanalları noktasında ülke kredi notlarının doğrudan yabancı yatırımlar, hisse senedi yatırımları ve tahvil yatırımları üzerindeki etkileri ayrı ayrı analiz edilmiştir. Ülke kredi notlarının uluslararası sermaye akışı üzerindeki etkileri analiz edebilmek için GMM, system-GMM ve LSDV-C tahmin yöntemleri olmak üzere dinamik panel veri modelleri kullanılmaktadır. Çalışmanın geri kalanı üç bölümden oluşmaktadır. İlk bölüm kredi derecelendirme kuruluşlarının tarihi, bu kuruluşların yapısı, fonksiyonları ve kullandığı yöntemler detaylı bir şekilde incelenmektedir. İkinci bölüm ülke kredi notları ve uluslararası sermaye akışı arasında yer alan teorik çerçeveye, son 15 yıla ait veriler ışığında var olan ilişkiye ve literatür taramasının yer verirken, üçüncü ve son bölüm ise ekonometrik analiz ve ampirik bulgulardan oluşmaktadır.



## Birinci Bölüm

### 1. Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları Ve Ülke Kredi Notları

#### 1.1. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Tarihi

Kredi Derecelendirme Kuruluşları'nın (KDK) geçmişi 1850'lerin ortalarına kadar uzanmaktadır. Bu yıllarda KDK'lar tüccarların finansal yükümlülüklerini yerine getirebilme yeteneklerini değerlendirmekteydiler. Bu anlamda ilk KDK 1837'de Louis Tappan tarafından New York'ta kuruldu ve hemen arkasından Robert Dun tarafından alınan bu şirket 1859'da ilk kredi notu rehberini yayımladı. Yine benzer bir şirket 1849'da John Bradstreet tarafından oluşturuldu ve 1857'de ilk kredi notu kitabını yayımladı. Bu iki şirket 1933'de birleşme kararı aldı ve 1962'de ise bugün Moody's olarak bilinen şirketin bünyesine katıldı (Cantor ve Packer, 1995: 1-2).

Kredi derecelendirme işlemlerinde yaşanan gelişmelerle birlikte, Moody's ilk olarak halka açık bir şekilde ABD demiryolu şirketi tahvillerini derecelendirdi. 1916'da Poor's Publishing Company, 1922'de Standart Statistic Company, 1924'de ise Fitch Statistic Company ilk reyting derecelendirmelerini yayımladılar. ABD'de ki iki büyük derecelendirme şirketi olan Standart Statistic Company ve Poor's Publishing Company 1941 yılında birleşerek bugün de hala aynı isimle bilinen Standart&Poors (S&P)'u oluşturdu (Cantor ve Packer, 1995: 2). Yukarıda sayılan ilk kredi derecelendirme şirketleri, birleşme gibi çeşitli değişimlere uğramakla beraber günümüz de kredi derecelendirme endüstrisini büyük oranda elinde bulunduran kuruluşlardır.

ABD dışında da finansal piyasaların gelişmesi ve uluslararası sermaye akışının hızlı bir şekilde artması, beraberinde diğer ülkelerin firmaları hakkında da bilgi edinme ihtiyacını doğurmuştur. Bu sebeple diğer ülkelerde de kredi derecelendirme kuruluşları ortaya çıkmaya başlamıştır. Bu durum sadece yeni kuruluşların doğmasına değil ayrıca var olan kuruluşların uluslararasılaşmasını da beraberinde getirmiştir. Çok sayıda KDK var olmasına rağmen, günümüzde en fazla bilinen ve piyasanın lideri konumunda olan S&P, Moody's ve Fitch'dir. Diğer kuruluşlar derecelendirme işlemlerinde genellikle bu üç ana şirketin takipçisi durumundadırlar. Tablo 1 piyasada var olan önemli şirketleri, kuruluş yıllarını ve hangi ülkeye ait olduklarını göstermektedir.

Tablo 1. Bazı Önemli Kredi Derecelendirme Kuruluşları

İlk Yayın Yılı	Kredi Derecelendirme Kuruluşu	Ülke
1909	Moody's Investor Services (Moody's)	ABD
1922	Fitch Investor Services (Fitch)	ABD
1923	Standart and Poors Corporation (S&P)	ABD
1972	Canadian Bond Rating Service (CBRS)	Kanada
1974	Thomson BankWatch (Thom)	ABD
1975	Japanese Bond Rating Institute (JBRI)	Japonya
1977	Dominion Bond Rating Service (DBRS)	Kanada
1978	IBCA, LTD (IBCA) (Fitch ile birleşti)	İngiltere
1980	Duff and Phelps Credit Rating Co (Duff)	ABD
1985	Japanese Credit Rating Agency (JCRA)	Japonya
1985	Nippon Investor Service Inc (NIS)	Japonya
1975	McCarthy, Crisanti, Maffei (MCM) (Aktif değil)	ABD

**Kaynak:** Cantor ve Packer, 1995: 2.

Kuruluşlarının ilk yıllarında S&P, Moody's ve Fitch gelirlerini, yaptıkları değerlendirmeleri yatırımcılara satarak elde etmekteydiler. Bu durum ABD'de 1934'de Securities Exchange Commission (SEC) kurulmasından ve şirketlere bilançolarını yayınlama zorunluluğu getirilmeden önce söz konusuydu. Dolayısıyla KDK'lar ile ilgili temel değişiklikler 1930'lar da meydana geldi. Bankacılık ile ilgili düzenlemeleri yapan yetkililer, bankaları sadece güvenli tahvillere yatırım yapmaları konusunda teşvik ettiler. Bu amaçla yetkililer 1936 yılında bankaların spekülatif yatırım araçlarına yatırım yapmalarını engelleyen bir dizi kararlar aldılar. Dolayısıyla bankalar sadece yatırım yapılabilir (investment grade) ya da spekülatif olmayan tahvillere yatırım yapmakla sınırlandırıldılar ki bu modern kredi notu sistemi ve Standart&Poors ölçeğine göre BBB- ve üzeri bir kredi notuna karşılık gelmektedir. Dahası yapılacak yatırımlar, yetkililer tarafından tanınmış olan KDK'ların değerlendirdiği araçlara yapılabilmekteydi. Bu yetki ise sadece S&P, Moody's ve Fitch'e elindeydi (White, 2010: 213). Kredi derecelendirme endüstrisinde yaşanan bu dönüşüm, üç büyük KDK olan S&P, Moody's ve Fitch'in önemli bir yasal güç kazanmalarına neden olmuştur. Bu yasal güç bu kuruluşların zamanla finansal piyasalarda önemli bir aktör olmalarını da beraberinde getirmiştir.

Kredi derecelendirme endüstrisinde ikinci önemli dönüşüm 1970'li yıllarda yaşanmıştır. SEC 1975 yılında ana yatırım bankaları ve diğer menkul kıymet firmalarının minimum sermaye gerekliliklerini düzenleyen bazı kararlar aldı. SEC yatırım bankaları ve diğer firmaların sermaye yeterliliklerinin, bu firmaların yatırım portföylerinin riskine karşı hassas olmasını istedi ve sermaye yeterliliklerini belirlemek için tahvillere verilen kredi notlarının göstere olarak kullanılmasına karar verildi (White, 2010: 213).

SEC'in böyle bir düzenleme yapması beraberinde sahte derecelendirme kuruluşlarının ortaya çıkmasına ve bu kuruluşların gerçekçi olmayan değerlendirmeler yapabilmesi gibi bazı problemler yaratabilirdi. Bu tür problemlerin üstesinden gelebilmek için SEC "Nationally Recognized Statistical Rating Organization"(NRSRO) adı verilen yeni bir KDK tanıma kategorisi oluşturdu. Bu kategoriye sadece S&P, Moody's ve Fitch dahil edildi ve hemen ardından SEC sermaye yeterliliklerinin belirlenmesi için sadece NRSRO'ya dahil olan KDK'ların değerlendirmelerinin geçerli olduğunu ilan etti (White, 2010: 214).

Günümüzde ABD'de SEC tarafından tanınan yani NRSRO'ya dahil edilmiş olan 10 adet şirket bulunmaktadır. Avrupa Merkez Bankası tıpkı ABD'de ki gibi bir tanıma sınıflandırmasına gitmektedir. Avrupa Merkez Bankası üç büyük kuruluş olan S&P, Moody's ve Fitch'in yanı sıra listeye DBRS'yi de dahil ederek toplamda 4 kuruluşu tanımaktadır. Japonya'da da benzer bir durum söz konusudur. Japonya'da üç büyük kuruluşun yanı sıra iki büyük Japon şirketini tanımaktadır (IMF, 2010: 87). Tablo 2 2010 yılı itibariyle NRSRO'ya dahil olan kuruluşların adları, yönetim merkezleri, kullandıkları iş modeli, internet siteleri ve derecelendirdikleri ülke sayılarını göstermektedir.

Küresel ve yerel olarak faaliyet gösteren birçok KDK bulunmasına rağmen, bu şirketler işlevleri ve derecelendirme alanları itibariyle farklılıklar göstermektedirler. KDK'lar ülkeler dışında, şirketleri, bankaları ve kurumlara ait finansal yatırım araçlarını değerlendirebilmektedirler. Fakat sektörde çok fazla KDK var olmasına rağmen, bunların birçoğu uzmanlaşma yoluna gitmiştir. Günümüzde küresel ölçekte ve tüm kredi notu alanlarında faaliyet gösteren yalnızca S&P, Moody's ve Fitch bulunmaktadır. Sektördeki diğer şirketler ya belirli alanlarda uzmanlaşmış ya da bölgesel olarak faaliyetlerini sürdürmektedirler.

Tablo 2. 2010 Yılı İtibariyle NRSRO'ya Dahil Olan Kuruluşlar

KDK	Yönetim Merkezi	Ülke Sayısı	İş Modeli	İnternet Sitesi
A.M. Best Company, Inc.	U.S	-	Issuer-Pay	www.ambest.com
DBRS	Canada	-	Issuer-Pay	www.dbrs.com
Egan-Jones Rating Company	U.S	-	User-Pay	www.egan-jones.com
Fitch Ratings	U.K and U.S	107	Issuer-Pay	www.fitchratings.com
Japan Credit Rating Agency, Ltd.	Japan	35	Issuer-Pay	www.jcr.co.jp
LACE Financial Corp.	U.S	59	User-Pay	www.lacefinancial.com
Moody's Investors Service	U.S	110	Issuer-Pay	www.moodys.com
Rating and Investment Information, Inc.	Japan	46	Issuer-Pay	www.r-i.co.jp
Realpoint LLC	U.S	-	User-Pay	www.realpoint.com
Standard & Poor's (S&P)	U.S	125	Issuer-Pay	www.standardandpoors.com

Kaynak: IMF 2010: 87

NRSRO'nun kurulması sahte KDK'lar problemini önemli oranda azaltmasına rağmen beraberinde farklı problemler getirmiştir. Yapılan bu değişikliklerle KDK'lar finansal yapıyı ve olayları etkileyebilen önemli bir güç haline gelmiştir. Fakat böyle bir gücü elinde bulunduran bu kuruluşların yaptıkları değerlendirmelerin herhangi bir hukuki bağlayıcılığı yoktur.

KDK'lar yaptıkları değerlendirmelerden sorumlu olmamak için genellikle yapılan değerlendirmelerin altına yatırımcıların yatırım kararlarında bu değerlendirmelere güvenmemesi gerektiğini söyleyen bir not eklemektedirler. S&P'nin bu durum için yazdığı not şu şekildedir. "Burada var olan bilgileri kullanan yatırımcıların, yatırım yaparken bu bilgilere güvenmemeleri gerekir". Yine Moody's de kendi değerlendirmelerinin altına benzer bir not eklemektedir (White, 2010: 214).

Günümüzde dünya çapında yerel ve uluslararası olmak üzere 150 ye yakın KDK bulunmaktadır (Basel Committee on Banking Supervision, 2000). Küresel ölçekte ise 70’den fazla KDK faaliyet göstermektedir (IMF, 2010: 86). Bu şirketler ve ait oldukları ülkeler Tablo 3’de gösterilmektedir.

*Tablo 3. 2010 Yılı İtibariyle Küresel Çapta Faaliyet Gösteren Kuruluşlar*

Şirket İsimleri ve Ait Olduğu Ülkeler	
A.M. Best Company, Inc. (U.S.)	Islamic International Rating Agency, B.S.C. (IIRA) (Bahrain)
Agusto & Co. Ltd. (Nigeria)	Istanbul International Rating Services, Inc. (a/k/a: TurkRating, Turkey)
Ahbor Rating (Uzbekistan)	Japan Credit Rating Agency, Ltd. (JCR) (Japan)
Apoyo & Asociados Internacionales S.A.C. (Peru)	JCR Avrasya Derecelendime A.S. (a/k/a: JCR Eurasia Rating, Turkey)
Bank Watch Ratings S.A. (Ecuador)	JCR-VIS Credit Rating Co. Ltd. (Pakistan)
BRC Investor Services S.A. (Colombia)	Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş. (a/k/a/ Kobirate, Turkey)
Calificadora de Riesgo, PCA (Uruguay)	Korea Investors Service, Inc. (KIS) (Korea)
Capital Intelligence, Ltd. (Cyprus)	Korea Ratings Corporation (a/k/a: Korea Management Consulting and Credit Rating Corp. (KMCC) (Korea)
Caribbean Information & Credit Rating Services Ltd. (CariCRIS) (Caribbean)	LACE Financial Corporation (U.S.)
Central European Rating Agency (CERA) (a/k/a: Fitch Polska, S.A., Poland)	Lanka Rating Agency, Ltd. (LRA) (Sri Lanka)
Cerved Group (Italy)	Malaysian Rating Corporation Berhad (MARC) (Malaysia)
Chengxin International Credit Rating Co., Ltd. (China)	Mikuni & Co., Ltd. (Japan)
China Lianhe Credit Rating, Co. Ltd. (China)	Moody’s Investors Service (U.S.)
Clasificadora de Riesgo Humphreys, Ltda. (Chile)	National Information & Credit Evaluation, Inc. (NICE) (Korea)
Class y Asociados S.A. Clasificadora de Riesgo (Peru)	Onicra Credit Rating Agency of India, Ltd. (India)
CMC International, Ltd. (Nigeria)	Pacific Credit Rating (PCR) (a/k/a: Clasificadora de Riesgo Pacific Credit Rating S.A.C., Peru)
Companhia Portuguesa de Rating, SA (CPR) (Portugal)	Pakistan Credit Rating Agency, Ltd. (PACRA) (Pakistan)
Credit Analysis & Research Ltd (CARE) (India)	Philippine Rating Services, Corp. (PhilRatings) (Philippines)
Credit-Rating Agency: A Ukrainian rating agency (Ukraine)	P.T. Kasnic Credit Rating Indonesia—Indonesia (Indonesia)

Credit Rating Agency of Bangladesh, Ltd. (CRAB) (Bangladesh)	P.T. PEFINDO Credit Rating Indonesia (a/k/a: PT Pemeringkat Efek Indonesia, Indonesia)
Credit Rating Information and Services, Ltd. (CRISL) (Bangladesh)	RAM Rating Services Berhad (RAM) (f/k/a: Rating Agency Malaysia Berhad, Malaysia)
CRISIL, Ltd. (a/k/a: Credit Rating Information Services of India, India)	Rapid Ratings International, Inc. (Australia/New Zealand)
Dagong Global Credit Rating Co., Ltd. (China)	Rating and Investment Information, Inc. (R&I) (Japan)
Demotech, Inc. (U.S.)	Realpoint, LLC (U.S.)
Dominion Bond Rating Service (DBRS) (Canada)	Rus Ratings (Russia)
Duff & Phelps de Colombia, S.A., S.C.V (Colombia)	Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. (Turkey)
Ecuability, SA (Ecuador)	Seoul Credit Rating & Information, Inc. (SCI) (Korea)
Egan-Jones Rating Company (U.S.)	Shanghai Credit Information Services Co., Ltd. (China)
Equilibrium Clasificadora de Riesgo (Peru)	Shanghai Far East Credit Rating Co., Ltd. (China)
European Rating Agency, a.s. (Slovak Republic)	SME Rating Agency of India Limited (SMERA) (India)
European Rating Agency (ERA) (U.K.)	Sociedad Clasificadora de Riesgo Centroamericana, S.A. (SCRiesgo) (Costa Rica)
Feller Rate Clasificadora de Riesgo (Chile)	Standard and Poor's (S&P) (U.S)
Fitch Ratings, Ltd. (U.S./U.K.)	Taiwan Ratings Corp. (TCR) (Taiwan Province of China)
Global Credit Rating Co. (South Africa)	TCR Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.S. (a/k/a: Türk KrediRating (TCRating), Turkey)
HR Ratings de Mexico, S.A. de C.V. (Mexico)	Thai Rating and Information Services Co., Ltd. (TRIS) (Thailand)
Interfax Rating Agency (IRA) (Russia)	TheStreet.com Ratings, Inc. (a/k/a: Weiss Ratings, Inc., U.S.)
Investment Information and Credit Rating Agency (ICRA) (India)	Veribanc, Inc. (U.S.)

**Kaynak:** IMF (2010)

## 1.2. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Fonksiyonları

KDK'lar finansal piyasalarda sermaye hareketlerini etkileyen önemli bir role sahiptir. Bu rol genellikle bu kuruluşların çeşitli yatırım araçlarının risk koşullarını değerlendirmeleri ve bu değerlendirmeler sonucunda bu ürünlere belirli risk seviyelerini temsil eden notlar vermeleri şeklinde ortaya çıkmaktadır. KDK'lar tarafından çeşitli yatırım araçlarına verilen bu notlar, yatırımcıların yatırım kararı almalarında etkili olmaktadır.

Teorik literatüre göre KDK'lar piyasa için bilgi, izleme ve sertifikasyon hizmetleri sunan kurumlardır (IMF, 2010: 86). Piyasada bulunan yatırımcılar ve yatırım araçları ihraç edenler her zaman eşit koşullara ve bilgiye sahip değildirler. Bu durum piyasa da asimetrik bilgi probleminin ortaya çıkmasına neden olmaktadır. KDK'ların en önemli fonksiyonu piyasada var olan bilgi asimetrisinin azaltılmasına yardımcı olmalarıdır.

Ülkeler yabancı yatırımları çekebilmek ve özel sektörün küresel piyasalarda uluslararası fon kaynaklarına ulaşabilmelerini sağlamak amacıyla kredi notlarına ihtiyaç duyarlar (IMF, 2010: 86). Özellikle gelişmekte olan ülkelerde ki düşük tasarruf ve yatırım oranları, sürdürülebilir bir büyümenin sağlanabilmesi için dış kaynak ihtiyacını artırmaktadır. Güvenli bir dış kaynak akışının sağlanabilmesi ise bir ülkenin ekonomik ve politik koşullarının uygunluğu ile doğru orantılıdır. Ülke kredi notları ülke riskinin ölçülmesinde en önemli gösterge olarak kabul edilmesi, kredi notlarının gelişmekte olan ülkeler açısından önemini daha da artmaktadır.

Kredi notları, finansal araçların kredi riskini değerlendirmede önemli bir role sahiptir. Bir ülkenin, yatırım aracının ya da şirketin kredi riski hakkında değerlendirme yapmak çok fazla bilgi gerektirmekte ve aşırı zaman israfına sebep olmaktadır (Haan ve Amtenbrik, 2011: 6). Özellikle bireysel yatırımcılar için elde edilmesi zor olan bu bilgilerin KDK'lar tarafından değerlendirilmesi yatırımcıların yatırım kararı almasında büyük kolaylık sağlamaktadır. Ayrıca bu bilgilere erişim için herhangi bir ücret ödenmemesi yatırım maliyetlerini önemli ölçüde azaltmaktadır.

Kredi notları ayrıca ödünç alanların ödemek zorunda olduğu faiz oranları üzerinde de önemli bir etkiye sahiptir. Örneğin kredi notunda ki bir düşüş daha yüksek faiz oranına sebep olabilir. Kredi notlarını genellikle, yatırım portföyleri oluşturulurken portföy yöneticileri tarafından kriter olarak kullanılmaktadır. KDK'lar tarafından belirlenen ve yatırım yapılamaz yada yatırım için spekülatif (non-investment grade) anlamına gelen S&P için BBB-'nin altında yaşanan kredi notunda ki azalma genellikle yatırımcıların likiditeye yönelmesine yani varlıklarını paraya çevirmesine neden olmaktadır. Kredi notlarının bu özelliği piyasa volatilitésinin artmasına ve piyasa istikrarı üzerinde olumsuz etkilere neden olmaktadır (Haan ve Amtenbrik, 2011: 6).

### 1.3. Kredi Notu Sembolleri ve Tanımları

Tablo 4. Uzun Dönem Ülke Kredi Not Sembolleri

Sembol Anlamı	S&P		Moody's		Fitch		
	Uzun Dönem	Kısa Dönem	Uzun Dönem	Kısa Dönem	Uzun Dönem	Kısa Dönem	
<b>En Yüksek Kalite</b>	AAA	A-1+	Aaa	P-1	AAA	F1+	<b>Investment Grade</b>
<b>Yüksek Kalite</b>	AA+		Aa1		AA+		
	AA		Aa2		AA		
	AA-		Aa3		AA-		
<b>Güçlü Ödeme Kapasitesi</b>	A+	A-1	A1	P-2	A+	F1	
	A		A2		A-		
	A-	A-2	A3		A-	F2	
<b>Yeterli Ödeme Kapasitesi</b>	BBB+	A-3	Baa1	P-3	BBB+	F3	
	BBB		Baa2		BBB		
	BBB-		Baa3		BBB-		
<b>Yükümlülüklerini Yerine Getirmesi Muhtemel</b>	BB+	B	Ba1	Not Prime	BB+	B	
	BB		Ba2		BB		
	BB-		Ba3		BB-		
<b>Yüksek Risk Yükümlülüğü</b>	B+		B1		B+		
	B		B2		B		
	B-		B3		B-		
<b>Temerrüt Olasılığı Yüksek</b>	CCC+	C	Caa1		CCC+	C	
	CCC		Caa2		CCC		
	CCC-		Caa3		CCC-		
<b>İflasa Ya da Temerrüde Çok Yakın</b>	CC	D	Ca		CC	D	
	C		C		C		
	D		-		D		D

Kaynak: IMF 2010: 90.

Üç büyük kuruluşun kullandığı kredi notu sembolleri farklılık göstermesine rağmen genel anlamda karşılaştırılabilir durumdadırlar. Her üç kuruluş da kredi notlarını tanımlarken harflerden oluşan semboller kullanmaktadırlar. KDK'lar genellikle farklı kategoriler için farklı anlamlara gelen harfler kullanmaktadırlar. Ayrıca harflerin yanında (-), (+), ya da rakamlardan oluşan çeşitli simgeler de



ekleyebilmektedirler. Üç büyük kuruluştan S&P ve Fitch büyük harf ve (-), (+), sembollerini kullanırken, Moody's ise büyük harfin yanı sıra küçük harf ve rakamlardan oluşan semboller kullanmaktadır.

Kuruluşlar ülkeleri ve şirketleri değerlendirirken her iki grup için de farklı semboller kullanabilmektedirler<sup>1</sup>. Dahası kullanılan semboller aynı olsa dahi bu sembollerin anlamları farklılaşabilmektedir. Kullanılan her harf ya da harf grubu kendi kategorisi içinde değerlendirilmektedir. Örneğin ülkelere ait kredi notları uzun dönem ve kısa dönem olarak farklı sembollerle ifade edilmektedir. Tablo 4 üç büyük kuruluşun kullandığı uzun dönem ülke kredi notlarını semboller ve anlamlarını göstermektedir.

#### 1.4. Ülke Kredi Notlarının Belirlenmesinde Kullanılan Yöntemler

Ülke kredi notları, KDK'lar tarafından kullanılan bir kısım nitel ve nicel faktörler tarafından belirlenmektedir. KDK'lar tarafından kullanılan bu faktörler bir ülkenin sahip olduğu borcu geri ödeme yeteneği ve isteğini yansıtmaktadır. Bir ülkenin sahip olduğu borcu geri ödeme yeteneği ve isteği kavramlarının aynı içeriğe sahip oldukları düşünülmesine rağmen, bu iki kavram KDK'lar tarafından farklı şekilde yorumlanmaktadır. Borcu geri ödeme isteği, bir ülkenin var olan borcunu geri ödeyebilecek ekonomik şartlara ve kapasiteye sahip olması durumunu ifade ederken, ülkelerin ekonomik olarak borç ödeme kapasitesine sahip olmaları, borçlarını ödeyecekleri anlamına gelmemektedir. Daha doğrusu ülke riskini ya da ülke kredi notlarını belirlerken yalnızca ölçülebilen faktörleri göz önünde bulundurmaktan yapılan değerlendirmelerin hatalı olmasına sebep olmaktadır. Bu nedenle KDK'lar ülkelerin borçlarını geri ödeyebilme yeteneği ve isteğini beraber değerlendirmektedir. Borcu geri ödeme isteği ise, bir devletin var olan borcunun geri ödenme isteği olasılığı üzerinde durmaktadır.

Devletlerin bağımsız örgütler olması ve bilinen en üst siyasi otorite ya da egemenlik olmaları, ülkelerin ekonomik şartları yeterli olsa bile borç ödememe olasılığının her zaman var olması anlamına gelmektedir. KDK'lar ülkelere ait değerlendirmelerde bulunurken, devletlerin borç ödememe olasılıklarını da değerlendirmek zorundadır. KDK'lar bu olasılığı hesaba katmak amacıyla yapmış

<sup>1</sup> Ülke(Sovereign) kredi notları, bu çalışmanın amacını oluşturduğu için burada sadece uzun dönem ve kısa dönem ülke kredi notlarını gösteren semboller tanıtılacaktır.

oldukları değerlendirmelere nicel faktörlerin yanı sıra bir dizi nitel faktörü de eklemektedir. Ülkelerin borcu geri ödeme isteğini de değerlendirmek amacıyla kurumsal güçlülük, politik istikrar, mali ve parasal esneklik ve ekonomik canlılık gibi nitel faktörleri kapsamaktadır. Nitel faktörler ülke riskini belirlemede daha sağlıklı değerlendirme yapabilmek için nicel faktörlerin tamamlayıcısı durumundadır.

#### **1.4.1. Moody's'in kullandığı yöntemler**

Ülkelerin borçlarını geri ödeyebilme yeteneğini ve isteğini gösteren ülke kredi notlarını tek başına açıklayabilen nicel bir model bulunmamaktadır. Ülke kredi notlarını belirleyebilmek için nicel ve nitel faktörlerin bir arada değerlendirilmesi gerekir. Nicel modellerden oluşan mekanik yaklaşımlar bu süreci tam olarak açıklayamadığı için ülke kredi notlarının belirlenmesinde kredi derecelendirme kuruluşlarının, kredi komitelerinin değer yargıları önemli bir rol oynamaktadır. Ama yine de kredi notlarının açıklanmasında daha fazla nicel analizler kullanma çabası kredi derecelendirme kuruluşları tarafından ön planda tutulmaktadır. Nicel modellerin ülke kredi notlarını tek başına tam olarak açıklayamamasının diğer bir nedeni de ülkelerin bağımsız hareket edebilme yeteneğine sahip olmaları yani en yüksek siyasi otorite olmaları durumundan kaynaklanmaktadır. Örneğin bir ülkenin borcunu geri ödemesinin ekonomik, sosyal ve politik maliyeti borcunu geri ödememesi durumundakinden fazla ise bu ülke borcunu geri ödememeyi tercih edebilir. Böyle bir durumu tamamen matematiksel modeller kullanarak öngörmek neredeyse olanaksızdır.

Moody's' in kullandığı kredi notu belirleme yöntemi 3 aşamadan oluşmaktadır. Birinci aşamada ülkenin ekonomik esnekliği, ikinci aşamada hükümetin mali sağlamlığı, üçüncü aşamada ise ilk iki aşamada elde edilen verilerin birleştirilerek ülke kredi notlarının belirlenmesi süreçleri yer almaktadır (Moody's Investors Service, 2008: 2).

##### ***1.4.1.1. Ülkelerin ekonomik esnekliği***

Bir ekonominin esnekliği, o ekonominin şokları emme kapasitesinin yüksekliği ile ölçülebilir. Bu şoklar sadece ekonomik ve finansal değil, aynı zamanda politik şokları da kapsamaktadır. Ekonomik ve politik şokların bir ekonomi tarafından emilebilme

kapasitesi bir ülkenin ekonomik sağlığını gösterirken, politik şokların emilebilme kapasitesinin yüksekliği ise o ekonominin kurumsal güçlülüğünü yansıtmaktadır. Bu sebeple Moody's bir ülkenin ekonomik esnekliğini belirlerken ekonomik ve kurumsal sağlamlık olmak üzere iki faktörü değerlendirmektedir.

#### *1.4.1.1.1. Ekonomik sağlamlık*

Moody's bir ülkenin ekonomik sağlığını yansıtan en önemli gösterge olarak kişi başı GSYİH kavramını kullanmaktadır. Kişi başı GSYİH kavramı bir ülkenin refahı ve verimliliği hakkında önemli bilgiler vermektedir ve ayrıca bir ülkenin temerrüt riski ile güçlü bir korelasyona sahiptir. Örneğin kişi başı GSYİH'sı 11 bin dolardan büyük olan ülkelerin geçmişinde herhangi bir temerrüt olayı yaşanmamıştır. Fakat bu durum yüksek GSYİH'ya sahip olan ülkelerin yüksek kredi notuna sahip olmaları anlamına gelmemektedir. Ama yine de kişi başı GSYİH, kredi notlarını belirleyen en önemli göstergelerden biridir.

Moody's bir ülkenin ekonomik sağlığını belirlerken kişi başı GSYİH'nın yanı sıra bu göstergeyi tamamlayıcı bazı ikincil göstergeler de kullanmaktadır. Çünkü kişi başı GSYİH çok küçük fakat çok zengin bazı ülkeler için çok iyi bir gösterge konumunda iken örneğin Çin gibi geniş bir ekonomi ölçeğine sahip fakat görece olarak düşük bir kişi başı GSYİH'ya sahip olan ülkeler için iyi bir gösterge konumunda değildir. Dolayısıyla kişi başı GSYİH kavramı ülkelerin ekonomik yapılarındaki çeşitliliği tam olarak yansıtmamaktadır. Bu nedenle Moody's nominal çıktının uzun dönem volatilitelerini ya da ekonominin ölçeğini, ekonomik sağlamlığın belirlenmesinde kişi başı GSYİH'yı tamamlayıcı göstergeler olarak kullanmaktadır. Bu tamamlayıcı göstergelere ek olarak bir ülkenin inovasyon seviyesi, beşeri sermayeye yaptığı yatırım miktarı ve son olarak ülkenin ekonomik ve ticari bölgelere entegrasyonu Moody's tarafından ekonomik sağlamlığı belirlemede kullanılan göstergelerdir.

#### *1.4.1.1.2. Kurumsal sağlamlık*

Bir ülkenin ekonomik ve politik risk seviyesi belirlenirken o ülkedeki insan hakları, hükümetin etkinliği, şeffaflığı ve ana politik hedefler üzerindeki uzlaşımın

seviyesi gibi kurumsal faktörler önemli bir yer tutmaktadır. Son yıllarda kurumların ekonomik gelişme üzerindeki etkisi geniş oranda kabul görmüştür. Ayrıca bir ülkenin kurumsal yapısı kredi notlarının değerlendirilmesinde de anahtar bir role sahiptir. Moody's'in ülke kredi notları kurumsal yapıyı oluşturan parametrelerle yüksek oranda korelasyona sahiptir. Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından, istikrarsız ve gelişmemiş durumda olan ekonomik ve politik kurumlara sahip olan ülkelerin davranışlarını tahmin edebilme yeteneği azalmaktadır. Dolayısıyla bu durum ülke riskini arttırmakta ve kredi değerlendirme sürecini zorlaştırmaktadır. Moody's kurumsal sağlamlığı belirlerken hükümetin etkinliğini ölçen çok sayıda göstergelyi takip etmektedir. Dünya Bankası tarafından geliştirilen hükümet etkinlik endeksi ve hukuk üstünlüğü endeksi bu göstergelerden bazılarıdır. Bu göstergeler geniş bir kesim tarafından kabul gördüğü ve referans kabul edildiği için kredi derecelendirme kuruluşlarına değerlendirme yaparken avantaj sağlamaktadır. Bu göstergelerin yanı sıra Moody's hükümetin şeffaflığını değerlendirmek için sahip olduğu istatistikleri de dikkate almaktadır. Yönetim yapısında yaşanan marjinal değişimler Moody's için direk olarak kredi notu değişikliği anlamına gelmemektedir. Moody's gerçekte kurumsal değişikliklerin şeffaflığı ve politikaların tahmin edilebilirliğini artırmada elverişli olup olmadığını değerlendirmeyi amaçlamaktadır.

Bir ekonominin ekonomik sağlamlığı ve kurumlarının kalitesinin kombinasyonu o ülkenin şok emme kapasitesi hakkında önemli bir fikir vermektedir. Çoğu ekonomik araştırma ülkeler arasındaki gelir farklılıklarının, ekonomik ve politik kurumların kalitesi tarafından belirlendiğini vurgulamaktadır. Kurumsal ve ekonomik faktörler özellikle toplam faktör verimliliği üzerinde etkili olarak ülkeler arası gelir seviyelerini etkilemektedir. Dolayısıyla bu iki parametrenin birleştirilerek değerlendirilmesi ülke kredi notları açısından daha tutarlı değerlendirme yapma imkanı sunmaktadır. Örneğin yüksek refah seviyesine fakat güçsüz kurumlara sahip bir ülkenin borcunu geri ödeme isteğini tahmin etmek zordur. Oysaki güçlü kurumlara sahip fakir bir ülke kredi derecelendirme sürecinde görel olarak daha yüksek bir öneme sahiptir.

#### 1.4.1.1.3. Ekonomik esnekliğin belirlenmesi

Ülkelerin ekonomik esnekliği belirlenirken ülkenin ekonomik ve kurumsal sağlamlığından oluşan iki faktör aşağıdaki gibi Tablo 5 kullanılarak kombine edilmektedir. Moody's tarafından kullanılan aşağıdaki tabloya göre örneğin bir ülkenin ekonomik sağlamlığı zayıf ve kurumsal sağlamlığı güçlü ise o ülkenin ekonomik esnekliği orta seviye olarak belirlenmektedir.

Tablo 5. Ekonomik Esnekliğin Belirlenmesi

Ekonomik Esnekliğin Değerlendirilmesi		Kurumsal Sağlamlık				
		Çok Zayıf	Zayıf	Orta	Güçlü	Çok Güçlü
Ekonomik Sağlamlık	Çok Güçlü					
	Güçlü					
	Orta					
	Zayıf					
	Çok Zayıf					
Ekonomik Esneklik						
Çok Zayıf	Zayıf	Orta	Güçlü	Çok Güçlü		

Kaynak: Moody's Investors Service, 2008: 9.

#### 1.4.1.2. Devletin mali sağlamlığı

Ülkelerin ekonomik esnekliğini esas olarak belirleyen ilk aşamadan sonra bu ikinci aşamada ülkelerin mali gücüne yani borç dinamiklerine odaklanılmaktadır. Bu aşamadaki hedef kamu maliyesinin hassaslık derecesini belirlemektir. Moody's bu aşamada esas olarak şu iki soruya cevap aramaktadır;

- Bir ülkenin maliyesi ne kadar güçlü ya da ne kadar zayıftır?
- Bir ülke risk içeren ekonomik, finansal ve politik olaylara karşı ne kadar duyarlıdır?

#### 1.4.1.2.1. Devletin mali gücü

Bir ülkenin mali gücü değerlendirilirken iki faktör önemli bir rol oynamaktadır. Bu faktörlerden birincisi ülkenin borç dinamikleridir. İkinci faktör ise ülkelerin ödemeler bilançosu ile ilgili durumlarıdır. Geçmişte özellikle gelişmekte olan ekonomilerin ödemeler bilançosu durumu, ülke kredi notlarının belirlenmesinde ağırlıklı bir role sahipti. Birçok ülke yabancı döviz ile borçlanmak zorunda kaldı. Bunun birçok sebebi bulunmaktadır. Öncelikli sebebi ise kredi verenlerin döviz kuru ve konvertibilite riskini almaya istekli olmamalarıdır. Geçmişte borçlanmalar genellikle yabancı döviz ile yapıldığı için ülkelerin borçlarını geri ödeyebilme yeteneğini önemli ölçüde kısıtlamaktaydı. Sonuç olarak ülke kredi notları önemli ölçüde ödemeler bilançosu riskine duyarlıydı. Devletin mali gücü değerlendirilirken ödemeler bilançosu yabancı döviz kuru aracılığı ile önemli bir etkiye sahiptir. Örneğin döviz kurundaki keskin bir değişim devletin borç ödeme maliyetlerini artırarak ödemeler bilançosu dinamiklerinde problem yaratabilir. Eğer ülke geniş döviz rezervlerine sahipse piyasaya müdahalede bulunabilir ve kurda yaşanan sert değişimlerin yarattığı riski sınırlandırabilir. Ülke kredi notlarını belirleyen önemli faktörlerden biri de yabancı döviz piyasalarına ulaşabilme yeteneğidir. Eğer bir devlet yabancı döviz piyasalarına sınırlı bir ulaşma imkanına ve yetersiz döviz rezervine sahip ise bu koşullar o ülkeyi temerrüde sürükleyebilir. Bu durum aynı zamanda geleneksel ülke kredi notları değerlendirmesinin arkasındaki mantığı da oluşturmaktadır. Sonuç olarak uluslararası sermaye piyasalarına daha sınırlı ulaşım imkanına sahip ülkeler yüksek temerrüt riskine ve dolayısıyla düşük kredi notuna sahip olmaktadır.

Bir ülkenin borç dinamikleri değerlendirilirken borcunun vade yapısı ve faiz oranı, kredi notu belirleme sürecinde önemli bir gösterge olarak kullanılmaktadır. Örneğin aynı borç seviyesine ve aynı GSMH değerine sahip iki ülkenin borçlarının vade yapısı ve faiz oranları farklılaşabilmektedir. Birinci ülkede vergilerin %50'si faiz ödemeleri için kullanılırken ikinci ülkede bu oranın %10 olması ülkelerin mali yapılarının gücü hakkında önemli bilgiler sunmaktadır.

Ülkelerin borç yapıları incelenirken belirleyici olan bir diğer durum ise borcun istikrarlı, azalan ya da yükselen bir büyüme sergileyip sergilemediğidir. Bu durum kredi notlarının yönünün belirlenmesinde çok kullanışlı bir faktördür. Örneğin iki aynı ekonomik özelliğe sahip ülkeden, yükselen fakat önemsiz bir borç miktarına sahip olan

ülke, istikrarlı fakat yüksek bir borç miktarına sahip olan ülkeden daha yüksek kredi notuna sahip olacaktır.

Finansal derinlik ve finansal sistemin gelişmişliği devletin mali esnekliği için kullanışlı bir gösterge olarak kabul edilebilir. Gelişmiş bir finansal sisteme sahip ülkeler likiditeye ulaşma ve borçlanma araçlarını çeşitlendirme noktasında daha az sıkıntı çekmektedirler. Finansal sistemin gelişmediği ülkelerde özel tasarrufun düşük ve finansal araçların yetersiz olması, ülkelerin likidite ihtiyacının dış kaynaklar aracılığıyla karşılanmasına sebep olmaktadır. Dolayısıyla gelişmiş bir finansal sistemin bulunduğu ülkeler daha yüksek kredi notuna sahip olmaktadır.

Ülkelerin mali sağlamlığını ölçerken karşımıza kredi notunun belirlenmesi açısından önem arz eden ülkenin borç yapısına ilişkin iki kavram daha çıkmaktadır. Bunlardan birincisi devletin satış işlemine konu olabilecek varlıklara sahip olması durumudur. Bu varlıkların likiditesi ne kadar yüksekse o ülkenin likidite şoklarına karşı tepki vermesi o kadar kolay olacaktır. İkinci kavram ise devletin borç/gelir oranını gösteren borç uyum kapasitesidir. Bu orandaki yükselme hükümetlerin popülist politikalar uyguladığı yönünde sinyaller verebilmektedir. Dolayısıyla mali disiplinin göz ardı edildiği noktada öncü bir gösterge niteliğindedir.

#### *1.4.1.2.2. Ülkenin riske duyarlılığı*

Daha önce değindiğimiz ekonomik ve kurumsal sağlamlık faktörleri devletin orta vadede şoklara karşı direnebilme yeteneğini değerlendirirken, kredi notunun belirlenmesinde son faktör olan ülkenin riske duyarlılığı ise dışsal olayların yarattığı riskleri kapsamaktadır. Bu son faktör daha basit olarak dışsal olaylar karşısında bir ülkenin borcunda yaşanan değişimleri yansıtmaktadır. Dışsal olaylardan kasıt ülkenin kendi ekonomik ve finansal dinamikleri dışında gerçekleşen olaylardır. Örneğin doğal afetler, savaşlar, spekülasyon krizler, politik kaos gibi durumlar dışsal olaylar olarak kabul edilmekte ve ülkelerin mali durumlarında beklenmeyen durumlara yol açarak temerrüt riskini artırmaktadır. Dolayısıyla ülkelerin bu tarz dışsal şoklara direnci yüksek ise elde ettikleri kredi notu da bu yüksek dirence paralel olarak artmaktadır.

#### 1.4.1.2.3. Mali sağlamliğın belirlenmesi

Ülkelerin mali sağlamliğı belirlenirken devletin mali gücü ve riske karşı duyarlılığından oluşan iki faktör aşağıdaki tablo kullanılarak kombine edilmektedir. Moody's tarafından kullanılan aşağıdaki Tablo 6'ya göre örneğin bir ülkenin mali gücü zayıf ve risklere karşı duyarlılığı güçlü ise bu ülkenin mali sağlamliğı zayıf olarak belirlenmektedir.

Tablo 6. Mali Sağlamliğın Belirlenmesi

Mali Sağlamliğın Değerlendirilmesi		Risklere Karşı Duyarlılık				
		Çok Zayıf	Zayıf	Orta	Güçlü	Çok Güçlü
Devletin Mali Gücü	Çok Güçlü					
	Güçlü					
	Orta					
	Zayıf					
	Çok Zayıf					
Finansal Sağlamlık						
Çok Zayıf	Zayıf	Orta	Güçlü	Çok Güçlü		

Kaynak: Moody's Investors Service, 2008: 17.

#### 1.4.1.3. Ülke Kredi Notlarının Belirlenmesi

Ülke kredi notlarının belirlenmesi sürecindeki son aşamada aşağıda kredi notu haritası olarak adlandırılan Tablo 7'de ki ağırlıklar dikkate alınmaktadır. Bu tablo bize kredi notlarının belirlenmesi sürecinde rol alan dört anahtar faktörün kombinasyonunu sunmaktadır. Fakat bu tablodaki değerler kesinlik arz etmemekte, yalnızca belirli not aralıklarını temsil etmektedir. Tablo 7'ye göre bir ülkenin mali sağlamliğı güçlü ve ekonomik esnekliği düşük ise bu ülkenin sahip olduğu kredi notu Baa3 – Ba1 – Ba2 aralığında yer almaktadır. Bu aralıklar dikkate alınarak ülkelere ait kredi notları kesin olarak Moody's'in kredi derecelendirme komiteleri tarafından karara bağlanmaktadır.





belirlerken kullandığı analizlerde, geçmişte bir ülkede ekonomik ve politik alanda yaşanan değişimleri yansıtan göstergelerin yanı sıra ülkenin gelecekteki mali ve parasal esnekliğini yansıtan diğer bir takım göstergelerin kombinasyonunu kullanmaktadır. Değerlendirme aşamasında başvuru alan ekonomik, mali ve politik göstergeler S&P'nin ülke kredi notları analizi için 5 temel faktörü oluşturmaktadır (Standard & Poor's, 2011: 3-4).

- Politik skoru yansıtan kurumsal etkinlik ve politik risk
- Ekonomik skoru yansıtan ekonomik yapı ve büyüme beklentisi
- Dış iktisadi skoru yansıtan dışsal likidite ve uluslararası yatırım pozisyonu
- Mali skoru yansıtan bütçe açığı, mali performans ve mali esneklik
- Parasal skoru yansıtan parasal esneklik

Politik, ekonomik, dış iktisadi, mali ve parasal skor olarak adlandırılan bu beş faktöre, S&P tarafından 1 ve 6 (1 en zayıf, 6 en güçlü) arasında değerler verilmektedir. Tablo 8 ülke kredi notlarının belirlenmesinde kullanılan beş ana faktörü göstermektedir. Yukarıda sıralanan faktörlerden elde edilen beş adet skor değerinin belirlenmesi aşamaları daha sonra ayrıntılı bir şekilde ele alınacaktır.

Yapılan analizler sonrasında elde edilen politik ve ekonomik skorların birleştirilmesi sonucunda, bir ülkenin politik ve ekonomik profili oluşturulurken, dış iktisadi, mali ve parasal skorların birleşimi de o ülkenin esneklik ve performans profilini göstermektedir. Politik ve ekonomik profil bir ülkenin ekonomisinin esnekliğini, kurumlarının istikrarını, gücünü ve devletin uyguladığı politikalarda ki etkinliğini yansıtırken, esneklik ve performans profili ise bir ülkenin mali dengesinin ve bütçe açığının sürdürülebilirliği, mali ve parasal politikalarda ki esnekliği ve dış pozisyonunu yansıtmaktadır. Son olarak ikiye indirgenen bu faktörlerin birleştirilmesi ile kredi notlarına ait ön ya da başlangıç değerleri elde edilmekte ve bu aşamadan sonra eğer varsa, analizde yer almayan istisnai faktörler değerlendirilerek kredi notlarına son hali verilmektedir. S&P ülke kredi notunu belirlerken ülkelerin uzun dönem yabancı para kredi notlarına odaklanmakta, dolayısıyla ilk aşamada elde edilen bu notlar ülkelerin uzun dönem yabancı para kredi notu değerini ifade etmektedir.

Tablo 8. Ülke Kredi Notlarını Belirleyen Beş Ana Faktör

Kredi Notunu Belirleyen Faktörler	1(En Güçlü) – 6 (En Zayıf) Skor Aralığı
Kurumsal Etkinlik ve Politik Risk	Politik Skor
Ekonomik Yapı ve Büyüme Beklentisi	Ekonomik Skor
Dışsal Likidite ve Uluslararası Yatırım Pozisyonu	Dış İktisadi Skor
Bütçe Açığı, Mali Performans ve Mali Esneklik	Mali Skor
Parasal Esneklik	Parasal Skor

**Kaynak:** Standard & Poor's, 2011: 7.

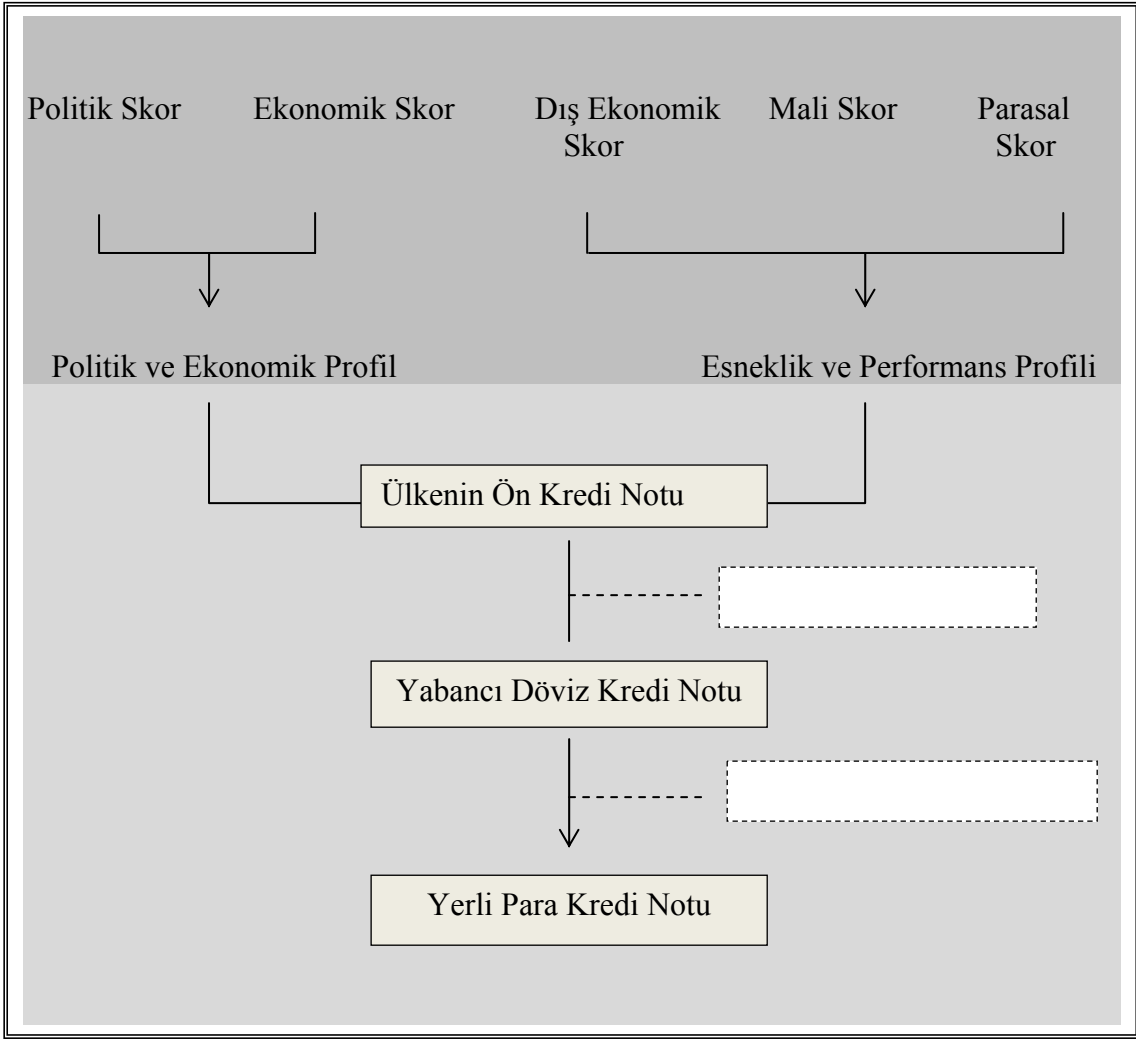
Ülkelerin uzun dönem yerli para kredi notu ise uzun dönem yabancı para notu kullanılarak elde edilmektedir. Genellikle uzun dönem yerli para kredi notları, yabancı para kredi notundan 0-2 not aralığında daha yüksek olmaktadır. Çünkü bir ülke kendi parasıyla ve kendi sınırları içerisinde borcunu geri ödeyebilecek büyük bir güce sahiptir.

Ülkeler kendi finansal sistemlerini yasalar ile kontrol edebilir, çeşitli politika araçları ile ekonomiye müdahale edebilir, vergi oranlarını artırabilir ve nihayetinde borcun ödenebilmesi için para basımı dahi gerçekleştirebilir. Bir ülkenin her hangi bir parasal birliğe dahil olması durumunda ise birlik içerisindeki ülkelerin ortak para birimi, döviz kuru ve merkez bankasına sahip olmaları sebebiyle bu ülkelere ait uzun dönem yerli ve yabancı para kredi notu birbirine eşit olmaktadır. Şekil 1 uzun dönem kredi notlarının belirlenmesi sürecindeki aşamaları göstermektedir.

Tablo 9. Başlangıç Kredi Notu Seviyesinin Belirlenmesi

Esneklik ve Performans Profili	Politik ve Ekonomik Profil											
	Kategori	En Üstün	Aşırı Güçlü	Çok Güçlü	Güçlü	Kısmen Güçlü	Orta	Kısmen Zayıf	Zayıf	Çok Zayıf	Aşırı Zayıf	Yetersiz
<b>Kategori</b>	Skor	1	1.5	2	2.5	3	3.5	4	4.5	5	5.5	6
<b>Aşırı Güçlü</b>	1-1.7	aaa	aaa	aaa	aa+	aa	a+	a	a-	bbb+	----	----
<b>Çok Güçlü</b>	1.8-2.2	aaa	aaa	aa+	aa	aa-	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb-
<b>Güçlü</b>	2.3-2.7	aaa	aa+	aa	aa-	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb	b+
<b>Kısmen Güçlü</b>	2.8-3.2	aa+	aa	aa-	a+	a-	bbb	bbb-	bb+	bb	bb-	b+
<b>Orta</b>	3.3-3.7	aa	aa-	a+	a	bbb+	bbb-	bb+	bb	bb-	b+	b
<b>Kısmen Zayıf</b>	3.8-4.2	aa-	a+	a	bbb+	bbb	bb+	bb	bb-	b+	b	b
<b>Zayıf</b>	4.3-4.7	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb	bb-	b+	b	b-	b-
<b>Çok Zayıf</b>	4.8-5.2	----	bbb	bbb-	bb+	bb	bb-	b+	b	b	b-	b-
<b>Aşırı Zayıf</b>	5.3-6	----	bb+	bb	bb-	b+	b	b	b-	b-	ccc/cc	ccc/cc

Kaynak: Standard & Poor's, 2011: 8.



Şekil 1. Kredi Notlarının Belirlenmesi Aşamaları

**Kaynak:** Standard & Poor's, 2011: 4.

#### 1.4.2.1. Politik skorun belirlenmesi

Politik skor bir devletin kurumlarının, uygulanan politikaların etkinliğinin, sürdürülebilir bir büyüme politikasının ve politik şokların ülke kredi notları üzerinde ne kadar etkili olduğunu değerlendirmektedir. Politik skor belirlenirken geniş anlamda 5 faktör aşağıdaki gibi listelenmektedir. Bunların ilki politik skorun belirlenmesinde birincil faktör olarak yer almakta, ikincisi ise kredi notunun belirlenmesi analizine ikincil faktörler olarak girmektedir. Politik skorun belirlenmesinde yer alan son 3 faktör

ise birinci ve ikinci faktörlere ek olarak kredi notunu ayarlayıcı faktörler olarak kullanılmaktadır (Standard & Poor's, 2011: 10).

- Politik kurumlarının, politikalarının etkinliği, istikrarı ve tahmin edilebilirliği
- Kurumların şeffaflığı, hesap verebilirliği ve istatistiksel bilgilerin güvenilirliği
- Devletin ödeme kültürü
- Dış güvenlik riski
- Dış organizasyonların politika yapımı üzerindeki etkileri

Yukarıda belirtilen beş faktörlerin ilk ikisi politik skorun başlangıç değerinin belirlenmesinde kullanılır. Kredi notlarının son halinin belirlenmesinde olduğu gibi burada da son üç faktör nihai politik skorun belirlenmesinde ayarlayıcı ya da uyumlaştırıcı faktörler olarak yer almaktadır. Politik skor son üç faktör olan ödeme kültürü, güvenlik riski ve dış organizasyonların etkisi durumlarındaki değişmelere göre başlangıç skorundan daha iyi ya da daha kötü değerler alabilmektedir.

#### *1.4.2.1.1. Politik kurumların ve politikaların etkinliği*

Politik kurumların ve politikaların etkinliği kriteri değerlendirilirken aşağıdaki faktörler dikkate alınmaktadır (Standard & Poor's, 2011: 13).

- Bir ülkenin geçmiş ekonomik, politik ve finansal krizler sırasındaki başarısı, iyi dönemlerde sürdürülen ihtiyatlı politikalar ve dengeli ekonomik büyüme
- Ülkelerin mali reformları uygulayabilme yeteneği, isteği ve uzun dönemde sürdürülebilir bir kamu maliyesi
- Genel politik, ekonomik yapının ve gelişmelerinin özellikle krizlere karşı verebileceği tepkilerin tahmin edilebilirliği
- Siyasi, etnik, dini yada artan politik ve ekonomik katılım sayesinde ortaya çıkan popülist isteklerden dolayı politik kurumlara yada kurumsal yasalara karşı gerçekleşen potansiyel tepki

İstikrarlı politik kurumlara ve politik etkinliğe sahip ülkeler özellikle kötüleşen iktisadi dönemlerde daha proaktif davranabilmektedir. Bu durum bu ülkelerin ekonomik

ve siyasi krizlerden daha az etkilenmesine olanak sağlamaktadır. İstikrarlı ve iyi düzenlenmiş kurumlar genellikle uygulanacak politikaların tahmin edilebilirliğini artırmaktadır. Artan tahmin edilebilirlik beklenmedik politik olayların olması riskini azaltırken, yönetimi daha mekanik ve yasalar bağlı bir duruma getirmektedir. Kurumsal yapıdaki tüm bu gelişimler politik ve ekonomik risk kavramlarıyla ters orantılıdır.

#### *1.4.2.1.2. Kurumların şeffaflığı ve hesap verebilirliği*

Bu kriter analiz edilirken yine yukarıdaki gibi dört temel faktöre dayandırılmaktadır (Standard & Poor's, 2011: 13-14).

- Kurumlar arasında dengenin ve kontrollerin varlığı
- Ülkedeki yolsuzluk seviyesi
- Sözleşmelerin tarafsız bir şekilde uygulanması, hukuk kurallarına ve mülkiyet haklarına saygı
- İstatistik kurumlarının ve medyanın bağımsızlığı, bilginin şeffaflığı, güvenilirliği ve istatistiki verilerin revize edilmesi

Kurumların şeffaflığı, hesap verebilirliği ve istatistiki veriler bilginin kesinliğini ve güvenilirliğini arttırdığı için önemlidir. Bu özellikler bilgi asimetrisini ve ülkenin kredi riskini azaltmaktadır. Şeffaf kurumlara sahip ülkeler uluslararası sermaye piyasalarında daha rahat borçlanma imkanına sahiptir.

#### *1.4.2.1.3. Devletin borç ödeme kültürü*

Borç ödeme kültürü başlangıç politik skorunu ayarlama için kullanılan ilk faktördür. Bu faktör politik skorun kesin değerinin belirlenmesinde önemli bir yer tutmaktadır. Bu aşamada ülkenin borç ödeme geçmişi incelenerek borç ödemedeki istekliliği değerlendirilmektedir. Borç ödeme kültürü ile temerrüt olasılığı arasında doğrudan bir ilişki kurulabileceğinden dolayı S&P'ye göre bir ülkenin borç ödeme kültürü düzensiz ve kredi riski içeriyorsa o ülkeye ait politik skor en düşük seviye olan 6'dan daha iyi olamaz (Standard & Poor's, 2011: 14). Borç ödeme kültüründeki düzensizlikler ayrıca

devletin uluslararası alanda, kredi veren kuruluşlar ve uluslararası yatırımcılar karşısında itibarını azaltarak güvensizliğe neden olmaktadır. Bu güvensizlik yalnızca uluslararası alanda değil, yurtiçinde de ortaya çıkabilmektedir.

#### *1.4.2.1.4. Dış güvenlik riski*

Başlangıç politik skorunu ayarlama da kullanılan ikinci faktör jeopolitik konum ve dış güvenlikten kaynaklı risk durumudur. Bu riskler savaşları, savaş tehditlerini, ülkeler arasında yaşanan sert siyasi sürtüşmeleri ve komşularla olan ilişkileri kapsamaktadır. Bu faktör değerlendirilirken yalnızca ülkenin içinde bulunduğu savaş durumu ya da savaş ihtimali değil, ayrıca o ülkenin bulunduğu coğrafi bölgedeki olası savaş ihtimalleri de dikkate alınmaktadır. S&P'ye göre eğer bir ülkede ya da ülkenin bulunduğu coğrafi bölgede önümüzdeki birkaç yıl içinde savaş olabileceği düşünülüyorsa, politik skor başlangıç değerinden bir ya da iki kademe daha kötüleşecektir (Standard & Poor's, 2011: 14).

#### *1.4.2.1.5. Dış organizasyonların etkisi*

Askeri müttefiklikler, ticaret bölgeleri, politik ve parasal birlikler gibi uluslar üstü organizasyonlardaki üyelikler, bir ülkenin politik karar alma süreçlerini etkileyebilmektedir. Örneğin AB ve IMF gibi kuruluşlar üyelerine politik ve mali açıdan bazı sorumluluklar yüklemektedir. Bu kuruluşlarda yer alan üyeler ancak belirlenen bu sınırlar içerisinde hareket edebilmektedirler.

#### *1.4.2.2. Ekonomik skorun belirlenmesi*

Ülkelerin temerrüt geçmişi incelendiğinde, piyasa odaklı, esnek, refah seviyesi yüksek ülkelerin sürdürülebilir ekonomik büyümeye, yüksek kamu gelirlerine ve mali ve parasal politikalarında esnek bir yapıya sahip oldukları görülmektedir. Özellikle piyasa odaklı ekonomiler kaynaklarını daha etkin alanlara kanalize edebilme yeteneğine sahip oldukları için yüksek refah düzeyi ve uzun dönemde sürdürülebilir ekonomik büyüme oranlarına sahiptir. Ülkelerin ekonomik yapılarındaki bu özellikler ülke kredi



notlarının belirlenmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Ülkenin ekonomik skorunun belirlenmesi sürecinde bu özellikler aşağıdaki üç faktöre indirgenerek ele alınmaktadır.

- Gelir seviyesi
- Ekonomik büyüme beklentisi
- Ekonomik çeşitlilik ve volatilité

Bu üç faktörün kombinasyonu ülkenin ekonomik skorunu belirlemektedir. Birinci faktör olan ülkenin gelir seviyesi baz alınarak başlangıç ekonomik skoru belirlenmektedir. Burada gelir seviyesi için kişi başı GSYİH değeri kullanılmaktadır. Daha sonra ekonomik büyüme beklentileri ve potansiyel volatilité faktörlerinden yola çıkarak başlangıç ekonomik skoruna pozitif ve negatif ayarlamalar yapılarak nihai ekonomik skor elde edilmektedir (Standard & Poor's, 2011: 15).

*Tablo 10. Ülkenin Ekonomik Skorunun Belirlenmesi*

<b>Ülkenin Ekonomik Skorunun Belirlenmesi</b> <b>1(En Güçlü) – 6 (En Zayıf) Skor Aralığı</b>						
Kişi Başına GSYİH (\$)	35.000\$ Üstü	25.000\$ - 35.000\$	15.000\$ - 25.000\$	5.000\$ - 15.000\$	1.000\$ - 5.000\$	1.000\$ Altı
Başlangıç Skoru	1	2	3	4	5	6

**Kaynak:** Standard & Poor's, 2011: 16.

#### *1.4.2.2.1. Gelir seviyesi*

Daha yüksek kişi başı GSYİH değerine sahip ülkeler aynı zamanda daha yüksek vergi gelirleri ve daha geniş finansman imkanına sahip olması dolayısıyla daha düşük kredi riski içermektedir. Eğer dolar ile ölçülen kişi başı GSYİH, döviz kurunda yaşanan aşırı yada düşük değerlendirme nedeniyle bir ülkenin gelir seviyesini doğru olarak yansıtmıyorsa, o ülkenin ekonomik skoru başlangıç ekonomik skorundan bir kategori iyi yada kötü değer alabilir. Tablo 10 bir ülkenin başlangıç ekonomik skorunun belirlenmesi sürecinde kişi başına GSYİH'nın etkisini göstermektedir.

#### *1.4.2.2.2. Ekonomik büyüme beklentisi*

Eğer aynı kişi başı GSYİH kategorisinde yer alan ülkelerden birinin büyüme beklentisi bu kategorideki diğer ülkelerin büyüme beklentisinin üzerinde yada altında ise bu ülkeye ait ekonomik skor başlangıç ekonomik skoruna göre bir kademe daha iyi yada daha kötü bir değer almaktadır. Burada kullanılan ekonomik büyüme değişkeni reel kişi başına GSYİH trend büyümedir. Ülkelere ait başlangıç ekonomik skorunun belirlenebilmesi için gelir seviyesi altı farklı gruba ayrılmıştır. Başlangıç ekonomik skoru belirlenirken gelir seviyesinin bulunduğu en son yıla ait değeri kullanılmaktadır. İki farklı gelir grubunun birinin alt sınırı diğerinin üst sınırını oluşturduğu için eğer bir ülkenin son yılki gelir seviyesi bu değerlere çok yakın ise o ülkeye ait son üç yılın gelir seviyesinin ortalaması kullanılmaktadır.

#### *1.4.2.2.3. Ekonomik çeşitlilik ve volatilité*

Bir ülkenin ekonomisinde yaşanan dalgalanmalar fazla ise o ülkeye ait ekonomik skor başlangıç ekonomik skorundan bir kademe daha kötü olacaktır. Ekonomik yapının çeşitli olmadığı, örneğin ekonomik çıktının büyük oranda tek bir endüstri tarafından yaratıldığı ekonomilerde de yine ekonomik skor başlangıç ekonomik skorundan bir kademe daha kötü değer alacaktır.

#### *1.4.2.3. Dış iktisadi skorun belirlenmesi*

Dış iktisadi skor genel olarak bir ülkenin döviz kurlarına, uluslararası yatırım pozisyonuna, dışsal likidite ve dış borç durumuna ait görünümü yansıtmaktadır. Dış iktisadi skorun belirlenmesi süreci üç ana faktörün değerlendirilmesi ile oluşmaktadır. Bu faktörler aşağıdaki gibidir (Standard & Poor's, 2011: 18). Tablo 11 dış iktisadi skorun başlangıç değerinin belirlenmesi sürecini göstermektedir.

- Ülke döviz kurunun uluslararası işlemlerde statüsü
- Ülkenin dışsal likiditesi
- Ülkenin dış borç durumu

Tablo 11. Ülkenin Dış İktisadi Skorunun Belirlenmesi

		Rezerv Para Birimine Sahip Ülkeler	Ticarette Aktif Kullanılan Para Birimine Sahip Ülkeler	Diğer Ülkeler: Ülkenin Dışsal Likidite Seviyesi			
				Dış Finansman İhtiyacı Toplamı/ (CAR+ Kullanılabilir Rezervler)			
				50% Altı	50 - 100%	100 - 150%	150% Üstü
Ülkenin Dış Borç Seviyesi Net Dış Borç (varlıklar)/Car (%)	(50)% Altı	1	1	1	1	1	2
	0 - (50)%	1	1	1	1	2	3
	0 - 50%	1	2	1	2	3	4
	50 - 100%	2	2	2	3	4	5
	100 - 150%	2	3	3	4	5	5
	150 - 200%	3	4	4	5	5	6
	200% Üstü	3	4	5	6	6	6

**Kaynak:** Standard & Poor's, 2011: 21.

#### 1.4.2.3.1. Döviz kurunun uluslararası işlemlerde statüsü

Dış iktisadi skorun belirlenmesinde ilk aşama ülke döviz kurunun uluslararası işlemlerdeki kullanım derecesi ile ilişkilidir. Yerli para biriminin kullanım derecesinin artması o para biriminin rezerv para ya da ticaret için aktif olarak kullanılan para birimi olma olasılığını artırdığı için dışsal likiditeyi arttırdığı şeklinde değerlendirilmektedir. Ayrıca bu ülkeler yatırımcıların portföylerindeki ani değişimlere karşı daha az hassastırlar.

#### 1.4.2.3.2. Dışsal likidite

S&P'nin dış iktisadi skoru belirlemede kullandığı analizde, dışsal likidite toplam dış finansman ihtiyacının, CAR (current account receipt) ve kullanılabilir resmi yabancı döviz rezervleri toplamına oranı şeklinde tanımlanmaktadır. Burada kullanılan toplam dışsal finansman ihtiyacı, cari yıl tahmini ve gelecek iki ya da üç yıla ait öngörünün ortalamasıdır. Burada bahsedilen öngörü IMF, merkez bankaları, bağımsız iktisatçılar yada S&P'nin kendisi tarafından yapılmaktadır. S&P tarafından yapılan öngörüde

ülkelerin uluslararası yatırım pozisyonu, ödemeler bilançosu geçmişi, dış borç yapısı, beklenen ithalat ve ihracat değerleri dikkate alınmaktadır.

#### 1.4.2.3.3. Dış borç durumu

S&P bir ülkenin dış borç durumunu dar anlamda dış borcun CAR'a oranı şeklinde hesaplamaktadır.

#### 1.4.2.3.4. Dışsal skoru ayarlayıcı faktörler

Bu başlık altında başlangıç dış iktisadi skorunun değişmesine neden olan faktörler değerlendirilecektir. Bir ülkenin dışsal skorunu bir kademe yükselten iki adet faktör bulunmaktadır. Bunlardan ilki ülkenin aktif bir ticari para birimine sahip olması ve cari yılda ya da geçmiş yılların ortalaması alındığında cari fazla vermesi durumudur. İkinci faktör ise ülkenin özel sektörüne ait finansal olmayan dışsal varlıklara ve gelir getiren doğrudan yabancı yatırımlara sahip olmasıdır (Standard & Poor's, 2011: 21-23).

Başlangıç dış iktisadi skorunu bir kategori daha kötü duruma getiren dört adet faktör bulunmaktadır. Ülkenin yüksek cari açığa sahip olması bunların ilkidir. Yüksek cari açıktan kasıt cari açık değerinin CAR'ın %10'unun üzerinde olmasıdır. Bir diğer faktör ise ülkedeki doğrudan yabancı yatırımlarda, portföy yatırımlarında daha genel olarak uluslararası sermaye akışında yaşanan ani kayıplardır. Bu durum ülkelerin güvenli uluslararası finansal bir merkez olma yolundaki itibarını azaltmaktadır. Ülkenin ticaret hacminde yaşanan volatilité bir diğer negatif faktördür. Ticaret hacmindeki değişimin standart hatası olarak ölçülen bu volatilité %10'u aşması durumu ticaret hacminde bir istikrarsızlığın varlığı anlamına gelmektedir (Standard & Poor's, 2011: 21-23). Bazı ülkelerin düşük dış borç ve düşük dış finansman ihtiyacına sahip olmaları bazen gerçeği yansıtmayabilir. Bu gibi durumlar bir ülkenin borç kısıtlamalarına sahip olması, piyasalara ulaşım sıkıntısı çekmesi ve buna benzer başka nedenlerden kaynaklanıyor olabilir. Bu ayırım iyi analiz edilmeli ve bu koşullara sahip ülkelerin dış iktisadi skorları yeniden ayarlanmalıdır.

Ortak parasal birliğe üye olan ülkelerin dış iktisadi skorları belirlenirken, her bir ülkenin kendi dış performansı dikkate alınmaktadır. Bu ülkeler ortak para birimi ve

ortak sermaye piyasalarına sahip olsalar dahi dış likidite ve üyelerin bilanço durumları geniş oranda farklılaşabilir. Yine bir ülkenin IMF programı gibi resmi programlara katılması, onun dış performansının değerlendirilmesini etkileyebilir. Başarılı bir IMF programı ülkelerin dış performansının gelişmesine yardımcı olabilir.

#### **1.4.2.4. Mali skor**

Mali skor, bir ülkenin bütçe açığının ya da bütçe fazlasının sürdürülebilirliğini yansıtmaktadır. Mali skor değerlendirilirken ülkenin borç yapısı, mali esnekliği, mali hassaslığı, uzun dönemli mali trendi, fonlara ulaşım imkanı ve şarta bağlı yükümlülüklerden kaynaklı potansiyel risk unsurları dikkate alınmaktadır. Bu aşamada yapılan analiz mali performans ve borç yükü olmak üzere iki bölüme ayrılmakta ve ayrı skorlar verilmektedir. Genel mali skor değeri ise bu iki bölümde elde edilen skorların ortalamasından oluşmaktadır (Standard & Poor's, 2011: 23).

##### *1.4.2.4.1. Mali performans ve esneklik*

Nominal devlet borcunun GSYİH'nın yüzde oranı olarak hesaplanan değer, mali performans ve esnekliğin başlangıç skorunun belirlenmesinde kullanılmaktadır. Genel hükümet borcundaki değişim, cari yıl ve gelecek üç yılın öngörüsünün ortalamasıdır. Mali performans kriteri devletin ekonomi içindeki genel seviyesi, devletlerarası işlemler ve sosyal güvenlik gibi kavramlara odaklanmaktadır. Mali esneklik ise ülkelere ekonomik şoklar ve mali denge ile ilgili problemlerin karşısında manevra kabiliyeti sağlamaktadır. Mali performans ve esnekliğin başlangıç skoru belirlendikten sonra yine burada da nihai skorun elde edilmesi amacıyla çeşitli ayarlayıcı faktörler dikkate alınmaktadır. Tablo 12 bir ülkenin mali performans ve esneklik skorunun başlangıç değerinin nasıl elde edildiğini göstermektedir.

Ülkelerin vergi oranlarını ya da varlık satışlarını artırarak gelirlerini yükseltme isteğine sahip olmaları mali performans ve esneklik skorunu bir kademe iyileştirmektedir. İkinci iyileştirici faktör yukarıdakinin tersi olarak kamu harcamalarını azaltma isteğidir. Mali performans ve esneklik skorunu pozitif yönde ayarlamaya yarayan son faktör ise ekonomik dalgalanmaların ülkenin mali performansı üzerindeki etkilerini azaltmak amacıyla ülkelerin yeterli oranda likit varlığa sahip olmasıdır. Şimdi

sayacağımız üç faktör ise ülkenin mali performans ve esneklik skorunu bir kademe daha güçsüzleştirici etki yaratmaktadır.

Tablo 12. Ülkenin Mali Performans ve Esneklik Skorunun Belirlenmesi

Ülkenin Mali Performans ve Esneklik Skorunun Belirlenmesi 1(En Güçlü) – 6 (En Zayıf) Skor Aralığı						
Genel Kamu Borcundaki Değişim (%GSYİH)	%0 Altı	%0 - %3	%2 - %4	%3 - %5	%4 - %7	%6 Üstü
Başlangıç Skoru	1	2	3	4	5	6

**Kaynak:** Standard & Poor's, 2011: 24.

Kamu gelirlerinin volatilitenin deki artış bu faktörlerin ilkidir. Bir ikincisi devletin vergi oranlarını artırmada bazı sıkıntılara sahip olmasıdır. Örneğin vergi toplama oranlarının düşük olması, vergi oranında gerçekleştirilen bir artışı etkisiz kılabilir. Vergi oranlarındaki bir artışa vergi gelirleri duyarsız kalmaktadır. Negatif etkiye sahip son faktör ise ülkelerin temel altyapı yatırımları ve servislerinde önemli yetersizlikler bulunmasıdır. Bu durum uzun dönemde kamu harcamalarının artırılması yönünde baskı yaratacaktır.

#### 1.4.2.4.2. Borç yükü

Borç yükü skoru devletin borç seviyesini, borç yapısını, fonlara ulaşım kolaylığını ve kamu gelirlerindeki artışı yansıtmaktadır. Bu skor ayrıca şarta bağlı yükümlülüklerden kaynaklanan riskleri de göstermektedir. Bu faktörlerin kombinasyonu Tablo 13'de gösterildiği gibi borç yükü skorunu belirlemektedir. Borç yükü başlangıç skoru, genel kamu borç seviyesi ve borç maliyeti diye adlandırılan iki anahtar kavram tarafından belirlenmektedir.

Tablo 13. Ülkenin Borç Yükü Skorunun Belirlenmesi

Ülkenin Borç Yükü Skorunun Belirlenmesi 1(En Güçlü) – 6 (En Zayıf) Skor Aralığı						
		Borç Seviyesi				
		GSYİH yüzdesi olarak net genel kamu borcu				
Borç Maliyeti	Kamu gelirlerinin yüzdesi olarak kamu faiz harcamaları	%30 Altı	%30 - %60	%60 - %80	%80 - %100	%100 Üstü
	%5 Altı	1	2	3	4	5
	%5 - %10	2	3	4	5	6
	%10 - %15	3	4	5	6	6
	%15 Üstü	4	5	6	6	6

**Kaynak:** Standard & Poor's, 2011: 27.

Ülkenin borç yükü skorunu belirleyen analiz, tabloda görüldüğü üzere genel devlet gelirlerinin yüzde oranı olarak hesaplanan genel devlet faiz harcamaları tarafından ölçülen borcun maliyeti ve GSYİH'nın yüzde oranı olarak hesaplanan net genel devlet borcu şeklinde ölçülen borç seviyesi kavramlarına odaklanmaktadır. Bir ülkenin borç yükü, o ülkenin diğer kredi imkanları göz önünde bulundurularak değerlendirilir. Diğer kredi imkanlarının genişliği ülkelere borç seviyelerini daha rahat ayarlayabilme imkanı sunmaktadır. Örneğin bir ülkenin borç yükünün sürdürülebilmesi, onun parasal ve mali esnekliğine ve sermaye piyasalarının gelişmişliğine önemli oranda bağlıdır. Gelişmiş bir finansal sisteme ve geniş borçlanma imkanlarına sahip ülkelerde, daha yetersiz koşullara sahip ülkelerle karşılaştırıldığında daha yüksek borç yükü var olsa dahi borcun sürdürülebilirliği daha kolay olmaktadır.

Başlangıç borç skoru belirlendikten sonra yine bu skor içinde negatif ve pozitif ayarlayıcı faktörler değerlendirilerek borç skoruna ait nihai değer elde edilmektedir. Aşağıda verilecek olan ayarlayıcı faktörlerden en az iki tanesi bir ülke için geçerli ise o ülkeye ait başlangıç borç skoru bir kademe daha kötü olacaktır (Standard & Poor's, 2011: 27).

- Yabancı döviz cinsinden genel kamu borcu %40'dan fazla, borcun vade yapısı 3 yıldan az ve kur riski varsa
- Kamu borçlarının % 60 dan fazlasının yabancılara olması
- Devlet borçlanma kağıtlarının ülkedeki bankaların bilançolarında geniş bir paya sahip olması.

Bu son madde ulusal bankacılık sektörünün sınırlı kapasiteye sahip olduğunu ve genellikle devlet borçlanmasını finanse etmek amacıyla kullanıldığını göstermektedir. Ayrıca bankacılık kaynaklarının kamu finansmanı olarak kullanılması özel sektörün kredi imkanlarını üzerinde bir dışlama etkisi yaratmaktadır.

#### **1.4.2.5. Parasal skor**

Parasal skor, temel olarak para otoritelerinin bir ülkedeki sürdürülebilir iktisadi büyümeyi, ekonomik ve finansal şoklar karşısında para politikaları aracılığıyla istikrar sağlayabilme yeteneğini yansıtmaktadır. Para politikaları ekonomik finansal şoklar karşısında önemli bir istikrar aracı olarak kullanılabilirdiği için bir ülkenin parasal skoru kredi notları ile yakından ilişkilidir. Bir ülkenin parasal skoru belirlenirken kullanılan analizde aşağıdaki üç faktör dikkate alınmaktadır (Standard & Poor's, 2011: 31).

- Ülkenin para politikalarını, özellikle para arzını ve iç likidite şartlarını kontrol ederken kullanabilme yeteneği
- Para politikasının güvenilirliği
- Para politikasının reel ekonomiye aktarım mekanizmalarının etkinliği ki bu durum da geniş oranda iç finansal ve sermaye piyasalarının genişliğine bağlıdır.

Parasal skorun başlangıç değerleri diğer skarlardan farklı olarak 1-5 arası değerler almaktadır. Yine diğer skorların belirlenmesinde olduğu gibi burada da negatif ve pozitif ayarlayıcı faktörler bulunmaktadır. Bu faktörlerin de hesaba katılması ile elde edilen nihai not ise diğer analizlerde olduğu gibi 1-6 arası bir değer almaktadır. Aşağıda sayılan faktörlerden ilk dördü parasal skoru 1 kademe son faktör ise 2 kademe daha güçsüz duruma getirmektedir; (Standard & Poor's, 2011: 34).



- Beş yıllık (t-1, t+3) enflasyon değerinin negatif olması
- Döviz cinsinden mevduat ve kredilerin payının büyüklüğü
- Ülkenin bir parasal birliğe üye olması
- Uluslararası ödeme ve transfer işlemlerinde bulunan döviz kuru kısıtları
- Parasal bir birliğin üyesi olan bir ülkenin, parasal birlik ortalamasından farklı fiyat ve ücret trendleri sürdürmesi

Tablo 14. Ülkenin Parasal Skorunun Belirlenmesi

Ülkenin Parasal Skorunun Belirlenmesi: Başlangıç Skoru 1 - 5 1 (En Güçlü) – 6 (En Zayıf) Skor Aralığı					
Başlangıç Skoru	1	2	3	4	5
a) Döviz Kuru Rejimi					
Ulusal Döviz Kuru Rejimi	Serbest dalgalı döviz kuru	Dalgalı döviz kuru	Serbest dalgalı yada dalgalı döviz kuru, kısa kayıt takip, sermaye akışı üzerinde faiz oranı etkisi	Geleneksel sabit kur düzenlemeleri	Katı sabit kur uygulaması
b) Parasal Politikanın Güvenilirliği					
Merkez Bankası Operasyonel Bağımsızlığı ve Hedefleri	İyi ve güçlü bir kayıt takip sistemi (>10 yıl), tam operasyonel bağımsızlık, açık politika hedefleri ve parasal araç çeşitliliği	İyi ve güçlü bir kayıt takip sistemi, tam operasyonel bağımsızlık ve piyasa tabanlı parasal araçlar	Nispeten geniş bir operasyonel bağımsızlık, daha az güvenilir ve kısa süreli bir kayıt takip, piyasa tabanlı parasal araçlar, rezerv yetersizliği	Güçsüz ve güvensiz bir kayıt takip, Piyasa tabanlı parasal araçlar fakat etkinliği test edilmemiş	Sınırlı operasyonel bağımsızlık, aktarım mekanizmalarının çalışmaması, politik müdahalenin varlığı
c) Finansal Sistem ve Sermaye Piyasaları Yoluyla Aktarma Mekanizmalarının Etkinliği Bu alt skor, aşağıdaki üç faktörün ortalamasıdır					
Devlet Tahvillerinin Durumu	Vade>20Yıl Piyasada belirlenen oranlar ile ve <u>aktif bir ikincil piyasanın</u>	Vade>20Yıl Piyasada belirlenen oranlar ile ve <u>aktif bir ikincil piyasanın varlığı</u>	Vade 5 ve 10 yıl arasında yada 10 yıldan fazla, borcun yarısından fazlası yerli bankalara ve kamu	Vade 5 ve 10 yıl arasında yada 5 yıldan az, borcun yarısından fazlası yerli bankalara ve kamu	Vade 5 yıldan az, borcun yarısı çoğunluğu yerli bankalara özellikle

	varlığı		kuruluşlarına	kuruluşlarına	merkez bankasına
Yerel Para Birimi Cinsinden İç Talep	GSYİH'nın %100'ünün Üstü	GSYİH'nın %80'i ile %100'ü arası	GSYİH'nın %60'ı ile %80'i arası	GSYİH'nın %40'ı ile %60'ı arası	GSYİH'nın %40'ının Altı
Market Capitalization	GSYİH'nın %75'ünün Üstü	GSYİH'nın %50'si ile %75'i arası	GSYİH'nın %50'si ile %25'i arası	GSYİH'nın %25'i ile %10'u arası	GSYİH'nın %10'unun Altı

**Kaynak:** Standard & Poor's, 2011: 32-33.

Bir ülkenin parasal şartları çoğunlukla dışsal faktörler tarafından belirleniyor ise o ülkenin parasal skoru doğrudan 6 değerini almaktadır. S&P tarafından dikkate alınan dışsal faktörlerin kriterleri ise şöyledir; (Standard & Poor's, 2011: 34).

- Bir ülkenin işlemlerinde çoğunlukla başka bir ülkenin para birimini kullanması
- Döviz cinsinden mevduatların payının %75 i aşması
- Beş yıllık enflasyon ortalamasının %20 yi aşması

#### 1.4.2.5.1. Para politikalarını kullanabilme yeteneği

Ülkeler para politikalarını, ekonomik şokları, dengesizlikleri bertaraf etmek ve döviz kurlarını kontrol edebilmek amacıyla kullanabilirler. Özellikle döviz kuru rejimleri etkin para politikaları yürütülmesi noktasında para otoritelerinin politika uygulayabilme yeteneğini etkilemektedir. Bunun nedeni birçok parasal hedefin arzulan döviz kuru seviyesi ile çatışma içerisinde olmasıdır.

#### 1.4.2.5.2. Para politikalarının güvenilirliği

Etkin bir para politikası, para politikasını uygulayan güvenilir ve şeffaf kurumların varlığı ile uygulanabilir. Güvenilirlik kavramını tarafsız bir biçimde tam olarak ölçmek mümkün değildir ama yine de para politikası uygulama yetkisine sahip olan merkez bankalarının güvenilirliğini belirleyen bazı faktörler bulunmaktadır. Örneğin merkez bankalarının operasyonel bağımsızlığı, politika etkinliği üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Merkez bankasının bağımsızlığı kavramı ayrıca ülkedeki kurumların gücünü yansıması adına da önemli bir gösterge olarak kabul edilebilir.

Merkez bankalarının ve üyelerinin bağımsız karar verebilme yeteneğine sahip olması, para politikası kararları alınması sürecinde politik müdahalelerin önüne geçebilme imkanı sunmaktadır.

Para politikaların etkinliğini etkileyen diğer bir faktör de para otoritelerinin güvenilirliğidir. Güvenilir para otoritelerini varlığı özellikle kriz ve stres dönemlerinde reel para politikası araçlarına başvurmadan az da olsa ekonomik dalgalanmaları yatıştırma ya da derinleşmesini önleme imkanı sunmaktadır. Para politikasının etkinliğini artıran bir diğer faktör ise modern para politikasının öncelikli hedefi olan düşük ve istikrarlı enflasyon oranıdır. Düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranı ayrıca yerli paranın değeri ve finansal sektörün gelişimi açısından da önemlidir. Dolayısıyla yüksek enflasyon oranına sahip olan bir ülke zayıf, yıllık %0 ve %3 arasında düşük enflasyona sahip ülkeler ise yüksek kredi notuna sahip olacaktır.

#### *1.4.2.5.3. Para politikasının etkinliği*

Gelişmiş sermaye piyasaları ve finansal sistem para politikalarının reel ekonomiye aktarımı aşamasında gerekli olan en önemli faktörlerdir. Para politikası araçları olan faiz oranları ve açık piyasa işlemleri gibi daha bir çok aracın etkin bir şekilde kullanılabilmesi için gelişmiş bir finansal sisteme ihtiyaç duyulmaktadır. Aşağıdaki üç faktör S&P tarafından finansal sistem ve sermaye piyasalarının gelişmişliğini belirlemek amacıyla değerlendirilmektedir (Standard & Poor's, 2011: 35).

- Devletin uzun vadede ve sabit faiz oranında tahvil çıkarabilme yeteneği; bu durum piyasada uzun dönemli likidite açısından güven sağlamaktadır.
- Aktif bir para piyasasının varlığı ve gelişmiş bir bankacılık sistemi; finansman imkanlarının genişliği likidite riskini azaltmaktadır.
- Gerçekleştirilen ekonomik ve finansal işlemlerin yerli para cinsinden payı; bir ülkede yerli para ile yapılan işlemlerin fazlalığı, para politikalarının daha etkin olmasını sağlamaktadır.

#### *1.4.2.6. Ayarlayıcı faktörler*

Daha önce de bahsedildiği üzere, uzun dönem kredi notları belirlenirken, ülkelere verilen notların son hali, analiz sonucunda elde edilen kredi notu ön değerinden, istisnai faktörler dolayısıyla 1 ya da 2 not farklılaşabilir. Ayarlayıcı faktörler olarak adlandırdığımız bu faktörler ileriye yönelik bir analiz olarak değerlendirilmekte ve ülke kredi riskini doğrudan etkileyebilen faktörlerden oluştukları için kredi notlarının belirlenmesinde kullanılan diğer faktörler sabit kalsa dahi bu faktörlerdeki olumlu ya da olumsuz beklentiler, kredi notlarını 1 ya da 2 not etkileyebilmektedir. Esas olarak bu faktörler analiz içerisinde dikkate alınmasına rağmen kredi riski üzerinde doğrudan etkiye sahip oldukları için ikinci defa kredi notlarını ayarlayan bir mekanizma olarak kullanılmaktadır. S&P tarafından bu faktörlerin sayısı 7 olarak belirlenmiştir ve şu şekildedir; (Standard & Poor's, 2011: 8-10).

##### *1.4.2.6.1. Aşırı güçsüz dışsal likidite*

Bir ülkenin dışsal likidite seviyesi en güçsüz seviye olarak belirlenen seviyeden daha kötü bir durumda ise o ülkenin kredi notu, analiz tarafından belirlenen başlangıç not seviyesinden bir kademe düşük olacaktır.

##### *1.4.2.6.2. Aşırı güçsüz mali durum*

Benzer bir şekilde bir ülkenin mali performansı yada bütçe açığı kriter olarak kabul edilen en güçsüz seviyeden daha kötü durumda ise kredi notu analiz tarafından belirlenen başlangıç not seviyesinden daha düşük bir değer alacaktır.

##### *1.4.2.6.3. Devletin geniş varlık pozisyonu*

Eğer bir ülke kendisiyle aynı not seviyesine sahip diğer ülkelere göre geniş ve likit bir varlık pozisyonuna sahipse, ekonomik ve finansal şok dönemlerinde daha esnek hareket edebilme yeteneğine sahip olduğu için genellikle kredi notu başlangıç not seviyesinin bir kademe üzerindedir.

#### *1.4.2.6.4. Çok yüksek politik risk ve yüksek bütçe açığı*

Politik risk ve yüksek bütçe açığı zayıf ekonomi politikalarının ve temerrüt olasılığının en önemli göstergeleri sayıldığı için S&P'ye göre eğer bir ülkenin politik skoru 6 yani en güçsüz seviyede ise o ülke “BB+” yada “B+” değerinden yüksek nota sahip olması imkansızdır.

#### *1.4.2.6.5. Borcun yeniden yapılandırılması riski*

Bir ülkenin borcunun yeniden yapılandırılmasına ihtiyaç duyulması mevcut koşullar altında o ülkenin borç ödemelerinin sürdürülemez hale geldiği anlamını taşımaktadır. Bu sebeple borcun yeniden yapılandırma riskinde gözlemlenen bir artış kredi notunun başlangıç not seviyesinden daha düşük değerler almasına yol açmaktadır.

#### *1.4.2.6.6. Yüksek güvenlik riski*

Savaş gibi ülkenin güvenlik riskini artıran durumlarda normal iktisadi ve mali politikalar uygulamak zorlaşır. Artan güvenlik maliyetleri dolayısıyla ülke kaynakları çoğunlukla savaş harcamalarını finanse etmek için kullanılır. Bu durum bütçe açıklarının artması ve borçların geri ödenememesi yada ödemelerin aksaması gibi problemler ortaya çıkarabilmektedir. Dolayısıyla güvenlik riskinde gözlenen bir artış kredi notlarının başlangıç not seviyesinden daha düşük değerler almasına neden olmaktadır.

#### *1.4.2.6.7. Şiddetli doğal afetler*

Yine savaş durumundaki gibi ülkede yaşanan şiddetli doğal afetler beklenmeyen olaylar oldukları için devletin olağan dışı harcamalar yapmasını zorunlu kılmaktadır. Bu felaketlerin finansal maliyetleri ve ekonomik çıktı üzerinde yarattığı etkilerin büyüklüğü dikkate alınarak ülke kredi notu, başlangıç kredi notunun altındaki bir seviyeye çekilmektedir.

## İkinci Bölüm

### 2. Ülke Kredi Notları ve Uluslararası Sermaye Akışı

#### 2.1. Teorik Çerçeve

Uluslararası sermaye hareketleri geniş anlamda üç temel kategoride incelenebilir. Bunlar doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve uluslararası bankacılık kanalı olarak sınıflandırmaktadır. Bu üç sermaye akışı kanalı özelde farklı farklı belirleyicilere sahip olmalarına rağmen genel olarak küresel ekonomik koşullardan etkilenmektedir ve genel olarak aynı trende sahiptirler.

Uluslararası sermaye akışı son 20 yılda küresel anlamda çok büyük artışlar sergiledi. Bu yükseliş ivmesi zaman zaman krizler ve küresel ekonomik çevrede yaşanan olumsuzluklar ile yavaşlamasına rağmen sermaye akışının son 20-30 yılı incelendiğinde hızlı bir artış trendine sahip olduğu gözlemlenmektedir. Uluslararası sermaye akışı küresel ekonomik şartlardan önemli ölçüde etkilenmekte, bu sebeple tahmin edilebilirliği ve volatilitesi zaman içinde daha da artmaktadır. Küresel şartların etkisi ve volatilitesi özellikle gelişmekte olan ülkelerde gelişmiş ülkelere kıyasla daha belirgindir. Düşük faiz oranlarının ve risk iştahının fazla olduğu küresel canlanma dönemlerinde uluslararası sermaye akışında keskin yükselişler gözlemlenirken, küresel daralma dönemlerinde ise keskin azalışlar yaşanmaktadır (IMF World Economic Outlook, 2011: 125).

Gelişmekte olan ülkeler özellikle 1980'li yıllardan itibaren özel yatırımlara ihtiyaç duymaya başladılar. Gelişmekte olan ülkelerin yatırımcıları çekebilme isteği KDK'lara bu ülkeleri değerlendirme noktasında fırsat yaratmış oldu. 1990'lı yıllardan sonra KDK'ların gelişmekte olan ülkelerde ki faaliyetleri önemli ölçüde artmaya başladı. KDK'lar tarafından yapılan değerlendirmeler sonucunda elde edilen bilgiler, ülkelerle ilgili problemler ve fırsatlar hakkında sinyaller vermektedir. Bu sinyaller yatırım kararlarını ve küresel sermaye akışını etkilemektedir (Sinclair ve Timothy, 2005).

Kredi notları ülkelerin birbirleri ile göreceli olarak temerrüt olasılıklarını göstermektedir. Kredi notunda yaşanan her azalma piyasa katılımcıları tarafından ülke

borcunun temerrüt olasılığının daha geniş anlamda ülke riskinin artması olarak yorumlanmaktadır. Bir ülkenin kredi notunda yaşanan azalma bu sebeple finansal araçlar ve borsa göstergeleri üzerinde olumsuz baskı yaratabilir. İzleme ve bilgi toplama maliyetlerinin fazla olması özellikle kurumsal yatırımcılar ve çoğu bankayı KDK'ların değerlendirme ve açıklamalarına güvenmeye zorlamaktadır. Basel II düzenlemeleri ile getirilen farklı riske sahip araçlar için farklı minimum sermaye gereklilikleri de kredi notu değişimleri sonucunda yatırımcı portföylerini ve sermaye yeterlilik oranlarını değiştirerek piyasalar üzerinde etkili olabilmektedir. Örneğin bir ülkenin kredi notunda yaşanan bir düşüş ülke tahvillerinin riskini artırırken bu tahvillere ellerinde bulunduran kurumsal yatırımcıların sermaye gerekliliklerini artırmaktadır. Dolayısıyla bu durum sermaye gerekliliklerin karşılanması amacıyla piyasadaki yeterli paranın çekilmesine ve borsa göstergelerinin olumsuz etkilenmesine neden olabilmektedir (Freitag, 2011).

Kredi notlarında yaşanan değişimler finansal araçlar üzerinde bir etki yaratmıyorsa bu durumda KDK'ların finansal piyasalardaki yeri ve işlevinin sorgulanması gerekir. Bu kurumların finansal piyasaları bilgilendirme ve etkileme güçleri yok kaybolmuş ise günümüz finans dünyasında artık bu kurumlara ihtiyaç duyulmadığı sonucu çıkarılabilir. Bu kurumların piyasalara yeni bilgi aktarmaması, ortalama bir piyasa katılımcısında farklı olmadıkları sonucu doğurur. Piyasaya bilgi aktarma noktasında yaşanan bir diğer problem ise bilgi akışının zamanlamasıdır. KDK'ların piyasaları zamanında bilgilendirmesi, özellikle olumsuz koşulların daha önceden yansıtılması piyasa katılımcılarının beklentileri arasındadır.

Ülke kredi notları, ülkelerin ve firmaların uluslararası sermaye piyasalarına ulaşabilmesini etkileyen önemli bir role sahiptir. Ülke kredi notları tanımı gereği yalnızca devlet tahvillerinin riskini belirlemek amacıyla kullanılmasına rağmen bunun dışında özellikle kurumsal yatırımcıların yatırım kararlarını, doğrudan yabancı yatırımları ve hisse senedi yatırımlarını etkileyebilmektedir. Kredi notları yatırımcılara ayrıca ülkelerin ekonomik ve politik temelleri hakkında değerlendirme imkanı sağlayarak yatırımlar konusunda yol gösterici olabilmektedir.

Ülke kredi notlarının sermaye akışı ve finansal piyasalar üzerindeki etkilerini incelemek son derece önemlidir. Kredi notları bir çok finansal yatırım aracı ve reel ekonomi üzerinde doğrudan ya da dolaylı etkiler yaratabilmektedir. Diğer yandan kredi

notları finansal piyasaların ortak hareket etmesini ya da kredi notu değişim haberleri finansal piyasalar arasında yayılmacı etkileri artırarak ülke piyasalarının ayrışmasına da neden olabilmektedir. Örneğin ülke kredi notunda yaşanan bir düşüş devlet tahvillerinin riskini ve dolayısıyla faiz oranlarının artmasına sebep olabilir. Bu durum vergi oranlarının artmasına ve dolayısıyla firmaların kar oranlarının azalması ile sonuçlanabilir. Nihayetinde de bu durum borsa ve hisse senedi piyasalarını olumsuz bir şekilde etkilemektedir (Kaminsky ve Shmukler, 2002).

Ülke kredi notları kredi derecelendirme kuruluşları tarafından yapılan tanımı itibarıyla bir ülkenin borcunu geri ödeyebilme yeteneği ve isteğini yansıtmaktadır. Kredi notları ülkeler açısından büyük önem arz etmektedir. Çünkü devletler uluslararası sermaye piyasalarında var olan en fazla yatırım aracı ihraç eden kuruluşlar konumundadırlar ve dolayısıyla küresel finansal sistemin omurgasını oluşturmaktadırlar. Ülke kredi notlarındaki değişimler bu ülkelere ait yatırım araçlarını aracılığıyla sermaye akışını etkilemektedir. İyi kredi notlarına sahip olmak küresel finansal sistemin daha güçlenmesine olanak sağlamakta ve ekonomilerin olumsuz şoklardan daha az etkilenmesini sağlamaktadır.

Yatırım yapılabilir kredi notu derecesine sahip olabilmek neredeyse tüm az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin ortak hedefidir. Yatırım yapılabilir statü daha düşük temerrüt riski ile ilişkilidir dolayısıyla ülkeler için daha düşük finansal maliyetlere sahip olma anlamına gelmektedir. Bu statüye sahip ülkelere özellikle kurumsal yatırımcılar tarafından tercih edilmekte ve dolayısıyla bu durum sermaye girişini artırmaktadır. Son yıllarda yatırım yapılabilir dereceye sahip ülkelerin sayısının artması genel olarak risk primlerinin azalmasına ve ülkeler arası risk farklarının daralmasına sebep olmaktadır (Jaramillo ve Tejada, 2011).

Bir ülkenin sahip olduğu kredi notu aynı zamanda ülke içindeki diğer tüm kurumlar için kriter olarak algılanmakta ve diğer kurumların borçlanma maliyetlerini etkilemektedir. Dolayısıyla ülke kredi notlarında yaşanan bir değişim ekonominin bütününe etkileyebilmektedir (Gande ve Parsley, 2005). Bu sebeple ülke kredi notları, ülkelerin temerrüt riski, kamu harcamaları, ekonomik büyüme, döviz rezervleri ve net ihracat gibi temel makro ekonomik değişkenleri tarafından belirlendiği için ekonominin genel durumu hakkında bilgi vermektedir. Ekonomik koşullardaki kötüleşme sonucunda



yaşanan kredi notu düşüşü akabinde piyasalara yansımakta ve sermaye hareketlerini etkileyebilmektedir.

Ülke kredi notlarının uluslararası sermaye akışı üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu yönünde geniş bir inanış bulunmaktadır. Ayrıca gelişmiş özellikle gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere yaşanan sermaye akışı önemli oranda ülke riski tarafından belirlenmektedir (Reinhart ve Rogoff, 2004). Kredi notların da yaşanan iyileşmeler ülkelere nakit akışını artırmakta ve özellikle firmaların sermaye piyasalarına ulaşımını kolaylaştırarak daha uygun borçlanma fırsatları sunmaktadır. Son yıllarda gelişmekte olan ülkelerde ki kurumlar uluslararası sermaye piyasalarına ulaşım konusunda büyük ilerlemeler kaydettiler. Bunun başlıca sebeplerinden biri kriz öncesi geçmiş birkaç yılda genel olarak bu ülkelerin kredi notlarındaki iyileşme ve dolayısıyla riskin azalmasıdır. Literatürde ülke kredi notları ve sermaye akışı arasında ilişkinin var olduğu yönünde çalışmalar olmasına rağmen bu kanıtlar hala yetersiz ve sistematik değildir.

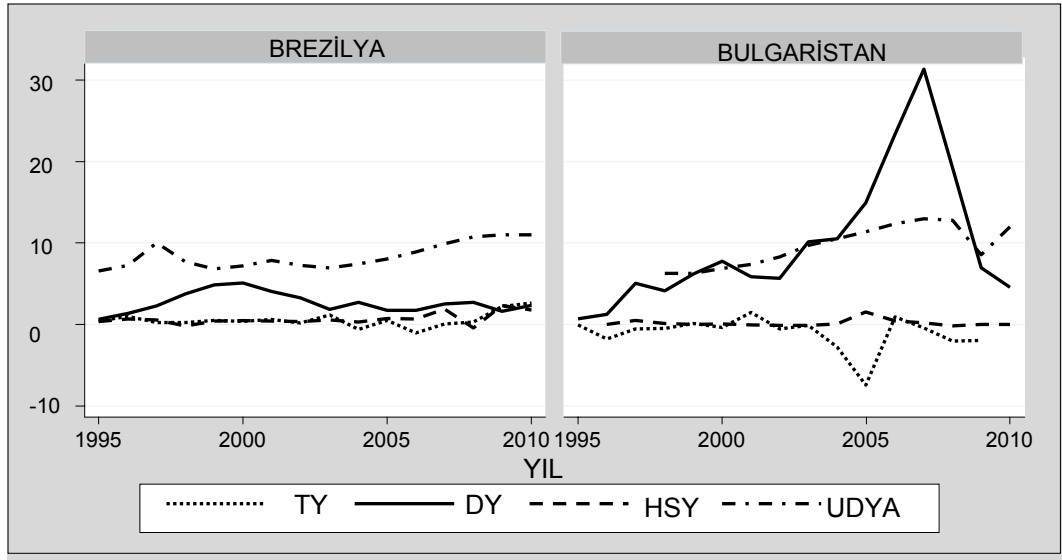
## **2.2. Ülke Kredi Notları ve Uluslararası Sermaye Girişi**

Bu başlık altında son 15 yıla ait veriler ışığında ülke kredi notları ve uluslararası sermaye girişleri arasındaki ilişkiler grafikler aracılığıyla seçilmiş ülkeler çerçevesinde incelenecektir. Toplamda 4 adet kredi notu değişkenimiz olmasına rağmen ülke kredi notu denince akla gelen uzun dönem yerli para kredi notu piyasalar tarafından tek başına kullanılmaktadır. Bu sebeple kredi notları ve sermaye girişi ilişkisini yansıtan grafiklerde, sermaye akışını temsil eden doğrudan yabancı yatırımlar, hisse senedi yatırımları ve tahvil yatırımları ile uzun dönem yabancı para kredi notu arasındaki ilişkiler değerlendirilmiştir. Üçüncü bölümde uygulanan ekonometrik analiz çerçevesinde oluşturulan düşük, orta ve yüksek gelirli ülke grupları sınıflandırması burada da bu ülke grupları arasında var olan farklılıkları ayrıştırabilmek amacıyla kullanılmıştır. Bu ayrıştırma bize daha net yorumlar yapabilme olanağı sağlamaktadır. Her bir ülke grubunu temsil etmek amacıyla 8'er ülke seçilmiştir. Bu ülkeler düşük gelir grubu için Brezilya, Bulgaristan, Çin, Kolombiya, Hindistan, Endonezya, Romanya, Rusya, orta gelir grubu için Arjantin, Çek Cumhuriyeti, Yunanistan, Macaristan,

Meksika, Polonya, Portekiz, Türkiye, yüksek gelirli ülke grubu için Avusturya, Kanada, Fransa, Almanya, Japonya, Hollanda, İngiltere ve ABD olarak seçilmiştir.

### 2.2.1.Düşük gelirli ülkeler

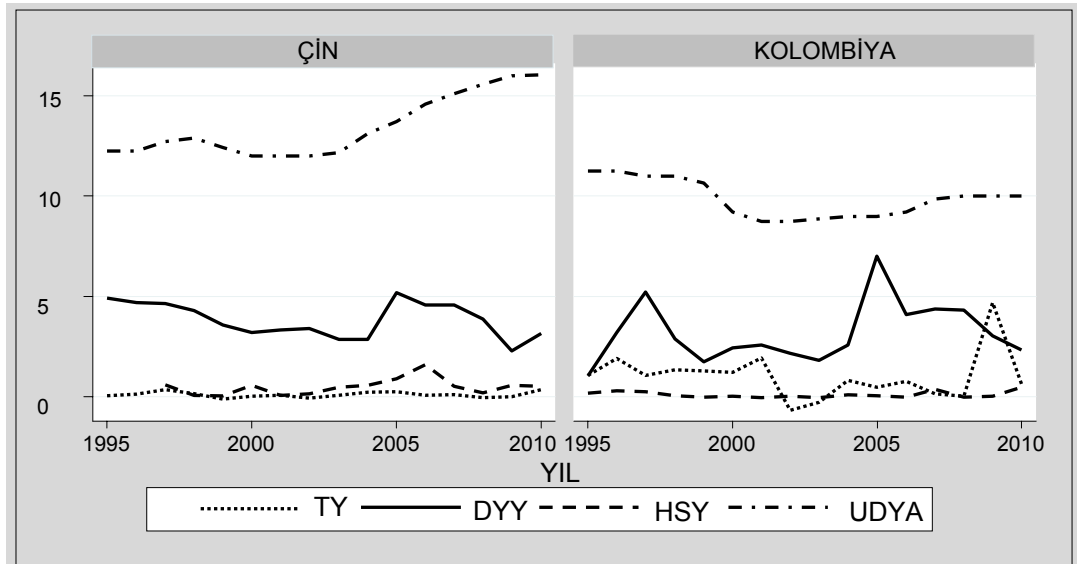
Brezilya ve Bulgaristan'ın son 15 yıla ait uluslararası sermaye girişi ve kredi notlarında yaşanan değişimler Grafik 1'deki gibidir. Brezilya'ya ait grafiğe bakıldığında ülke kredi notları ve uluslararası sermaye girişleri yıllar itibariyle artış yönünde istikrarlı bir seyir izlemekte ve ilişki içinde bulunmaktadır. Bulgaristan için ise doğrudan yabancı yatırımlar ve kredi notları arasında açık bir ilişki söz konusudur. Doğası gereği kredi notlarındaki değişkenlik doğrudan yabancı yatırımlara göre daha az ve katıdır. Ayrıca her iki değişkenin de 2008 küresel finansal krizi sırasında sert düşüşler yaşadığı görülmektedir. Kredi notları kısmen hisse senedi yatırımları ile de ilişki içinde olmasına rağmen Bulgaristan'a yabancı yatırımcılar tarafından gerçekleştirilen tahvil yatırımları diğer göstergelerden farklı bir seyir izleyebilmektedir.



Grafik 1. Uluslararası sermaye girişi ve kredi notları, Brezilya ve Bulgaristan

**Kaynak:** Yazarın hesaplaması, (World Bank Development Indicator Database)

Çin ve Kolombiya'nın son 15 yıla ait uluslararası sermaye girişi ve kredi notlarında yaşanan değişimler Grafik 2'deki gibidir. Çin'e ait grafikleri yorumlarken iki farklı dönem karşımıza çıkmaktadır. Kredi notları ile hisse senedi yatırımları ve doğrudan yabancı yatırımlar 2005 yılına kadar ortak bir hareket içindedirler. 2005 ve 2006 sonrası dönemde doğrudan yabancı yatırımlar ve hisse senedi yatırımlarında 2008 küresel finansal krizine kadar bir azalma yaşanırken, bu dönemde kredi notları artmaya devam etmiştir. Bu tersi durum Çin'e özgü koşullardan kaynaklanabilir. Bilindiği üzere Çin uzun yıllar itibariyle yüksek ve istikrarlı büyüme oranı, yüksek ihracat ve düşük enflasyon gibi olumlu temel makro ekonomik göstergelere sahiptir. Bu saydığımız temel makro ekonomik göstergeler kredi notlarının temel belirleyicilerini oluşturmaktadır.



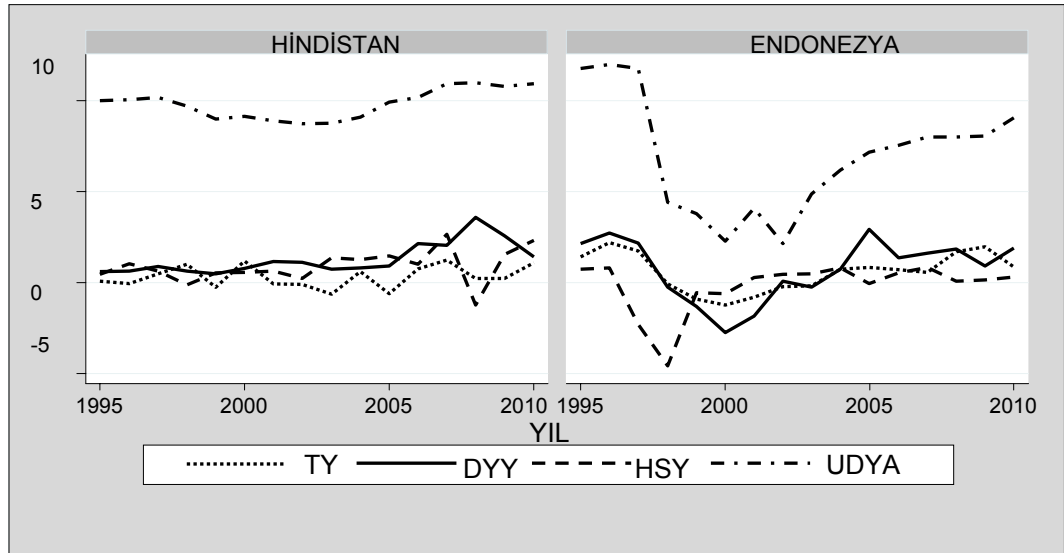
Grafik 2. Uluslararası sermaye girişi ve kredi notları, Çin ve Kolombiya

**Kaynak:** Yazarın hesaplaması, (World Bank Development Indicator Database)

Kolombiya'da ise kredi notlarında katı değişimler azda olsa doğrudan yabancı yatırımlar ile ilişki içerisindedir. Yine Çin'de olduğu gibi burada da 2005 sonrası iki değişken ayrılmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımlar bu tarihten itibaren aşağı doğru yönelirken kredi notları yavaş artış seyrini devam ettirmektedir. Çin ve Kolombiya olmak üzere her iki ülkede 2005 sonrası uluslararası yatırımlar azalırken kredi notlarının

artması durumu literatür de KDK'ların krizleri tahmin etmede başarısız oldukları ve iyi zamanlarda yüksek kredi notu verdikleri yönündeki eleştirileri desteklemektedir. Kolombiya'da hisse senetleri istikrarlı bir yapıya sahip iken uluslararası tahvil yatırımları uzun dönemde kredi notları ile ortak bir seyir izlerken bu değişken ise 2008 krizi ile sert bir düşüş yaşayarak kredi notlarından ayrılmaktadır.

Hindistan ve Endonezya'nın son 15 yıla ait uluslararası sermaye girişi ve kredi notlarında yaşanan değişimler Grafik 3'deki gibidir. Hindistan'a ait grafik incelendiğinde genel olarak bu ülkede kredi notları ile uluslararası sermaye girişi arasında bir ilişki göze çarpmaktadır. Uluslararası sermaye girişleri kısa dönemde dalgalanmalar göstermesine rağmen uzun dönemde bu ilişki istikrarlıdır. Yine bu ülkede de 2008 krizi döneminde bir ayrışma söz konusudur. Hisse senedi yatırımları krizin başlangıcında hızlı bir düşüş yaşamış ve sonrasında kriz sırasında tekrar hızlı bir yükseliş yaşayarak kredi notları ile paralel seyrine devam etmiştir. Doğrudan yabancı yatırımlarda ise tam tersi bir durum söz konusu olmuş krizin başlangıç evresinde hızlı bir yükseliş yaşarken krizin derinleştiği dönemde azalışa geçerek kredi notlarından ayrılmıştır. Bu durum yine yukarıda sözü edilen KDK'lara yönelik eleştirileri desteklemektedir.

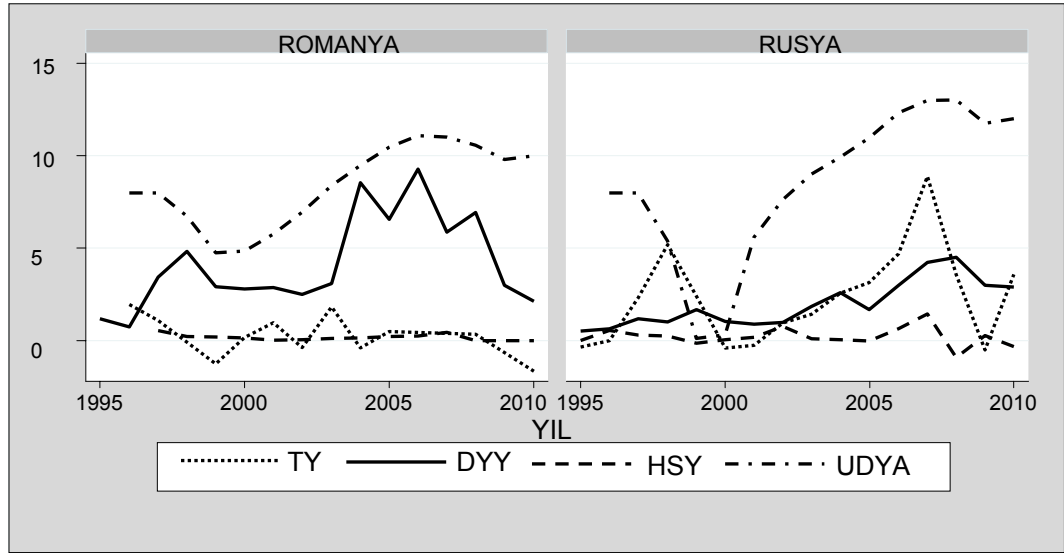


Grafik 3. Uluslararası sermaye girişi ve kredi notları, Hindistan ve Endonezya

**Kaynak:** Yazarın hesaplaması, (World Bank Development Indicator Database)

Endonezya'ya ait grafik incelendiğinde 1998 Asya krizine ait etkiler net olarak göze çarpmaktadır. Bu dönem de ve sonrasında uluslararası sermaye yatırımları ve kredi notları bu ülke için son derece ilişki içerisindedir. Endonezya'da ayrılmaya yönelik tez azda olsa 2008 krizi sonrası azalan tahvil yatırımlarında görülmektedir.

Romanya ve Rusya'nın son 15 yıla ait uluslararası sermaye girişi ve kredi notlarında yaşanan değişimler Grafik 4'deki gibidir. Romanya'da kredi notları ve uluslararası sermaye girişleri uzun dönemde beraber hareket etmektedir. Kısa dönemde ise özellikle doğrudan yabancı yatırımlar ve tahvil yatırımlarında diğer ekonomik şartlardan kaynaklı dalgalanmalar görülmektedir. Rusya'ya ait grafik incelendiğinde 1999 da yaşanan krizin etkileri kredi notları ve uluslararası tahvil yatırımları üzerinde net olarak izlenmektedir. Rusya'da yalnızca kriz döneminde değil ilerleyen dönemlerde de tahvil yatırımları ile kredi notları arasında güçlü bir pozitif ilişki devam etmektedir. Yine diğer sermaye girişi değişkenleri de kredi notları ile paralel seyretmekte fakat bu ilişki tahvil yatırımlarında olduğu kadar güçlü değildir.

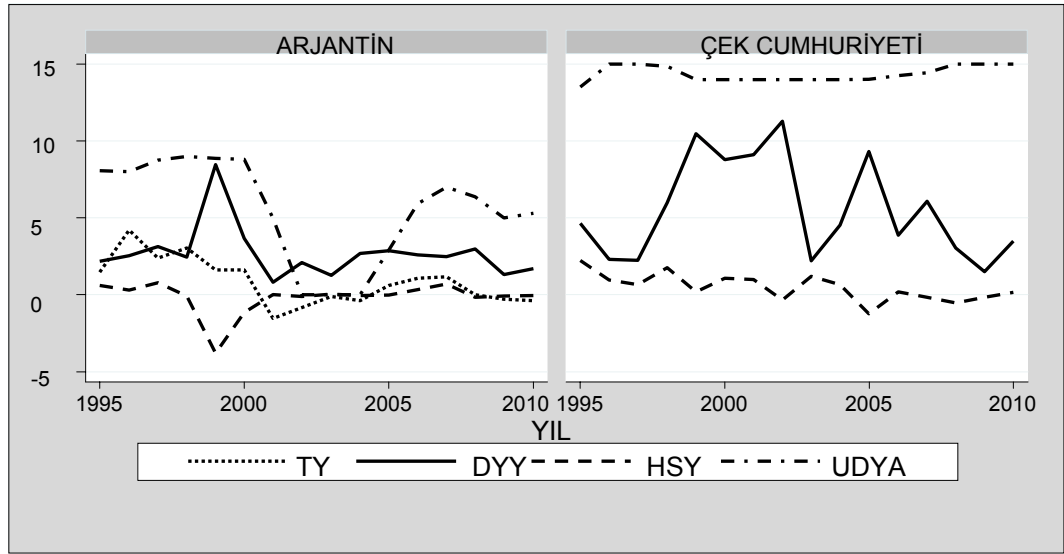


Grafik 4. Uluslararası sermaye girişi ve kredi notları, Romanya ve Rusya

**Kaynak:** Yazarın hesaplaması, (World Bank Development Indicator Database)

### 2.2.2. Orta gelirli ülkeler

Arjantin ve Çek Cumhuriyeti'nin son 15 yıla ait uluslararası sermaye girişi ve kredi notlarında yaşanan değişimler Grafik 5'deki gibidir. Arjantin'e ait grafiğe bakıldığında kredi notları ile doğrudan yabancı yatırımlar ve tahvil yatırımları arasından ki pozitif ilişki açıkça görülmektedir. Hisse senetleri yatırımları ve kredi notları ise 2002 yılına kadar negatif bir ilişki içerisinde bulunmasına rağmen bu tarih itibariyle ilişkinin yönü pozitif dönmüştür. Çek Cumhuriyeti'nde ise kısa dönemde kredi notları ve sermaye girişi arasında bir ilişki göze çarpmamasına rağmen 15 yıllık periyodun başlangıç ve bitiş dönemleri dikkate alındığında uzun dönemde istikrarlı bir ilişkiden söz edilebilir. Kısa dönemde sermaye girişi fazlasıyla dalgalı fakat kredi notları oldukça istikrarlıdır.

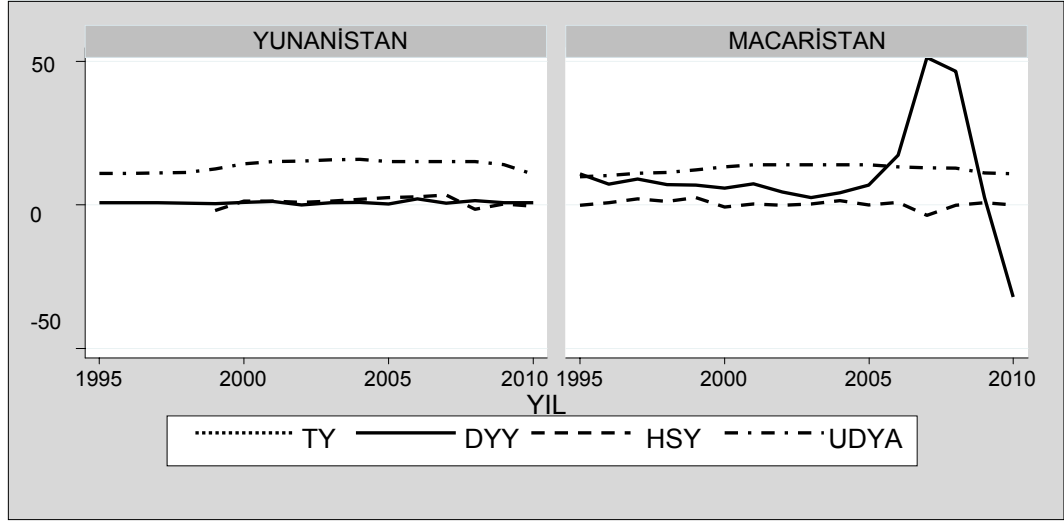


Grafik 5. Uluslararası sermaye girişi ve kredi notları, Arjantin ve Çek Cumhuriyeti

**Kaynak:** Yazarın hesaplaması, (World Bank Development Indicator Database)

Yunanistan ve Macaristan'ın son 15 yıla ait uluslararası sermaye girişi ve kredi notlarında yaşanan değişimler Grafik 6'daki gibidir. Yunanistan'a ait grafikler bize kredi notları ve sermaye girişi arasında uzun dönemde istikrarlı bir ilişki olduğunu söylemektedir. Kredi notlarında ki bu istikrarlı görünümün 2010 yılı sonuna kadar

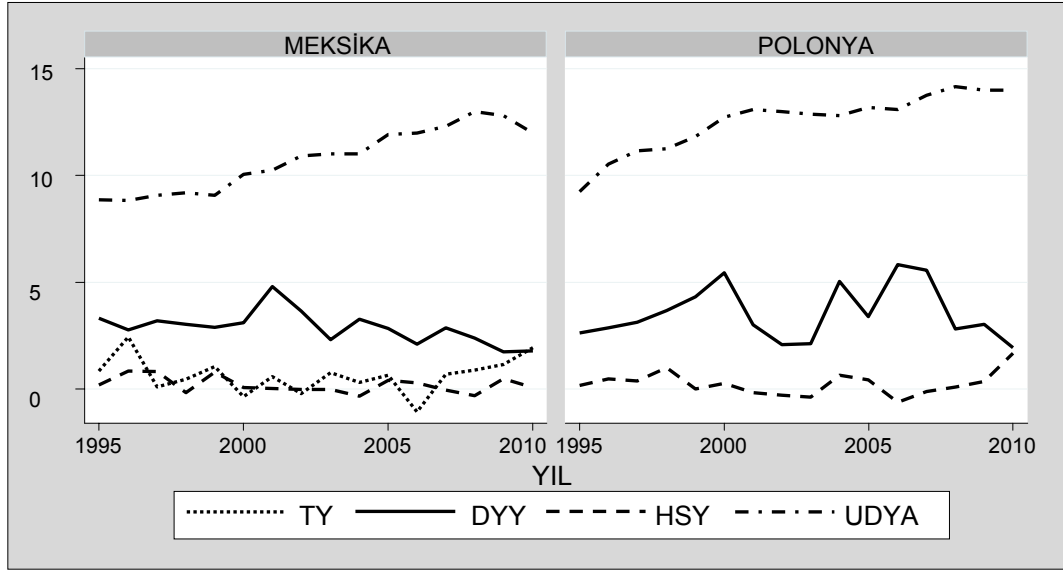
sürmektedir. Yine bugün Yunanistan'ın içerisinde bulunduğu kriz KDK'lar tarafından öngörülememiştir. KDK'ların not değişikliği kararlarında piyasayı geriden takip ettiği yönündeki eleştiriler haklı görünmektedir. Macaristan'da ise 2007 yılına kadar gözlenen istikrarlı ilişki bu tarihten sonra doğrudan yabancı yatırımlarda yaşanan hızlı düşüş ile kaybolmuştur. Hisse senetleri ve kredi notları ise bu tarihten itibaren de paralel seyretmeye devam etmiştir.



Grafik 6. Uluslararası sermaye girişi ve kredi notları, Yunanistan ve Macaristan

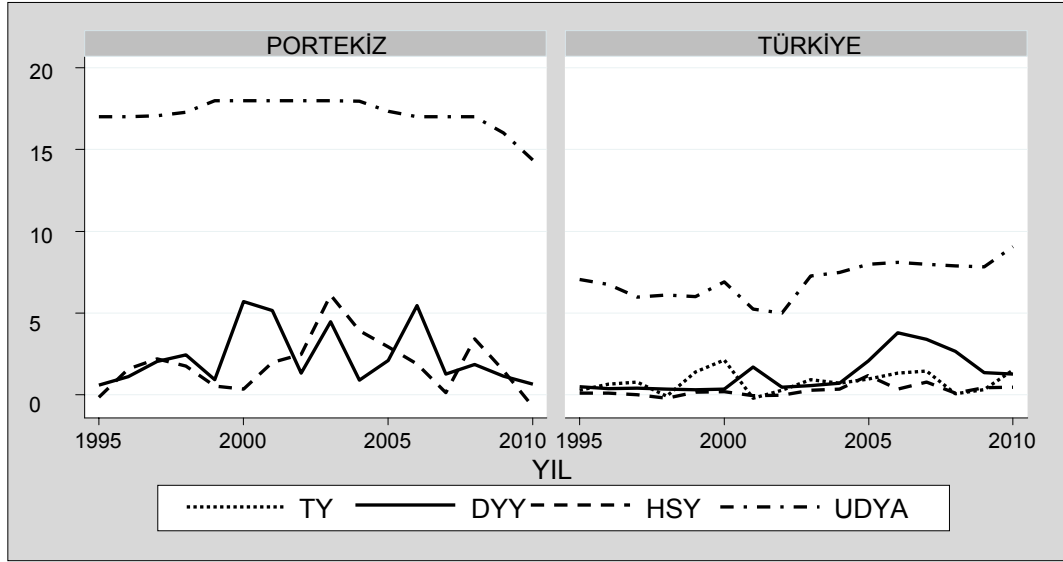
**Kaynak:** Yazarın hesaplaması, (World Bank Development Indicator Database)

Meksika ve Polonya'nın son 15 yıla ait uluslararası sermaye girişi ve kredi notlarında yaşanan değişimler Grafik 7'deki gibidir. Meksika ve Polonya'ya ait grafikler oldukça benzer bir eğilim sergilemektedir. Her iki ülkede de kredi notları benzer seviyelerde ve istikrarlı bir artış eğilimindedir. Kısa dönemde küçük dalgalanmalar yaşansa dahi uzun dönemde artış yönündeki eğilim bozulmamaktadır. Yine sermaye girişi değişkenleri de kısa dönemli dalgalanmalar notasında benzer bir seyir izlerken uzun dönemde ise artış eğiliminde olduğunu söylemek zordur. Kredi notları ve sermaye girişi ilişkisi ise her iki ülke içinde zayıf görünmektedir.



Grafik 7. Uluslararası sermaye girişi ve kredi notları, Meksika ve Polonya

**Kaynak:** Yazarın hesaplaması, (World Bank Development Indicator Database)



Grafik 8. Uluslararası sermaye girişi ve kredi notları, Portekiz ve Türkiye

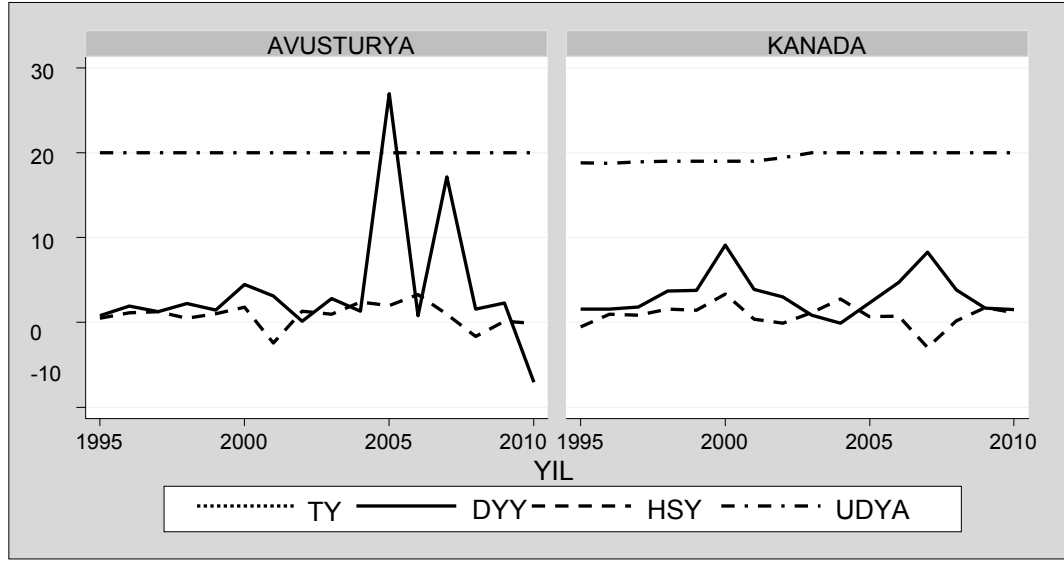
**Kaynak:** Yazarın hesaplaması, (World Bank Development Indicator Database)



Portekiz ve Türkiye'nin son 15 yıla ait uluslararası sermaye girişi ve kredi notlarında yaşanan değişimler Grafik 8'deki gibidir. Portekiz'e ait kredi notları 2008 yılına kadar aynı seviyelerde iken ancak 2008 sonrası azalmaya başlamıştır. Sermaye girişi notlarında ise uzun dönemde aynı seviye gözlenirken kısa dönemde ise çok sık dalgalanmalar yaşanmaktadır. Kredi notları ile hisse senedi yatırımları arasında düşük de olsa bir ilişki gözlenmektedir. Türkiye'de ise kredi notları ve sermaye girişleri oldukça yakın ilişki içerisindedir. Tahvil yatırımları, kredi notları ile neredeyse eş zamanlı değişim gösterirken, doğrudan yabancı yatırımların ise kredi notlarını bir miktar geriden takip ettiği söylenebilir.

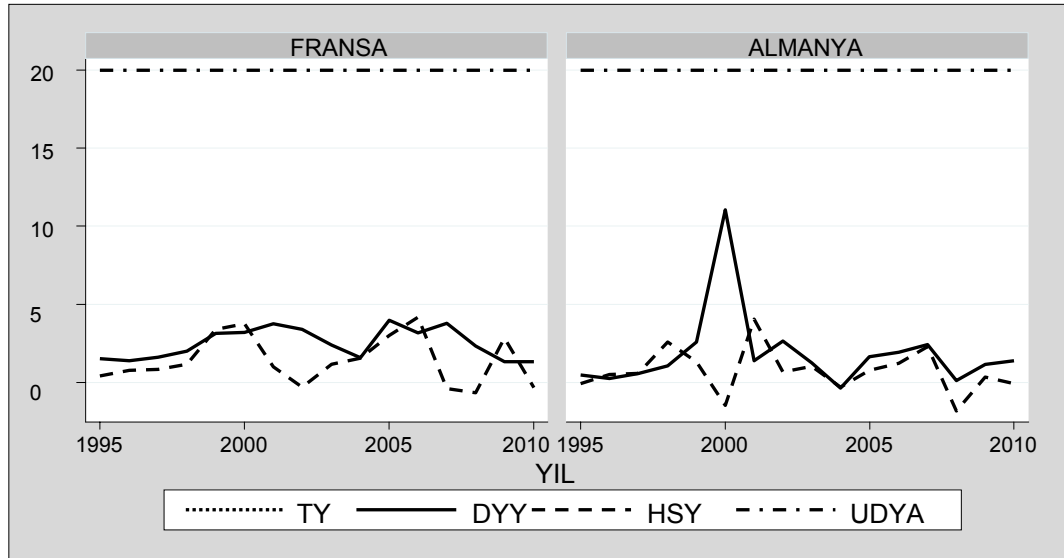
### 2.2.3. Yüksek gelirli ülkeler

Yüksek gelirli ülkelerin kredi notları genellikle en yüksek seviye olan AAA seviyesinde seyretmekte ve zaman içerisinde değişmemektedir. Bu sebeple Grafik 9, Grafik 10, Grafik 11 ve Grafik 12 beraber değerlendirilmiştir. Grafikler incelendiğinde ilk göze çarpan kredi notlarındaki sabit yatay seyirdir. Sermaye girişi ait değerlerde ise kısa dönemde sürekli dalgalanmalar yaşanırken uzun dönemde 2010 sonu itibarıyla neredeyse tüm ülkelerde başlangıç değerlerine yaklaşmıştır. Grafiklerde göze çarpan bir diğer nokta ise 2008 küresel finansal krizinde hemen hemen tüm ülkelerin yabancı sermaye girişleri etkilenirken kredi notlarının yine etkilenmemesidir. Gelişmiş ülkelerin sağlam ekonomik ve kurumsal yapıları kredi notlarının değişkenlik göstermesini engellemektedir. Kısa dönemde kredi notlarında var olan bu katı yapı yine kısa dönemde uluslararası sermaye girişlerinin başka faktörler tarafından belirlendiği sonucunu doğurmaktadır.



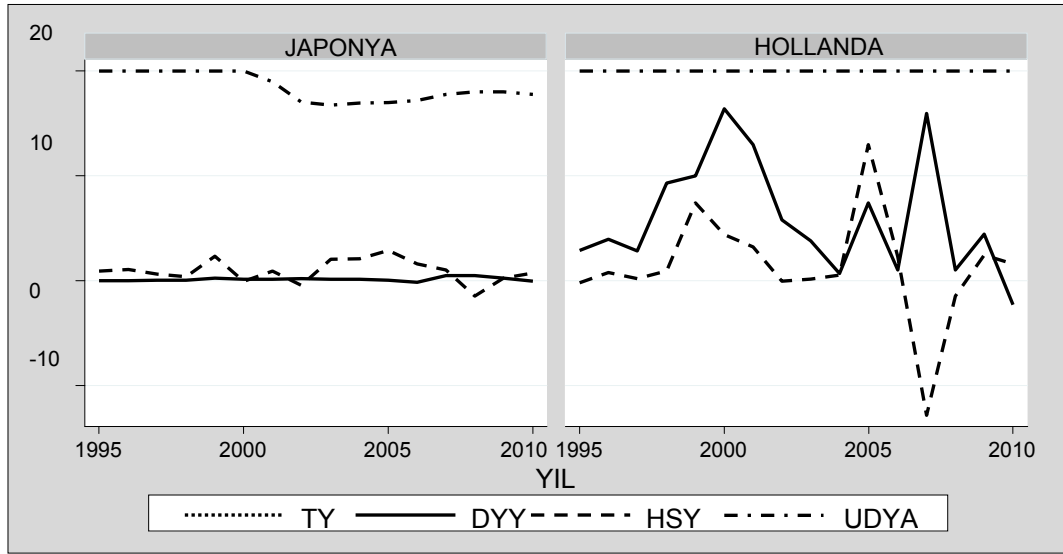
Grafik 9. Uluslararası sermaye girişi ve kredi notları, Avusturya ve Kanada

**Kaynak:** Yazarın hesaplaması, (World Bank Development Indicator Database)



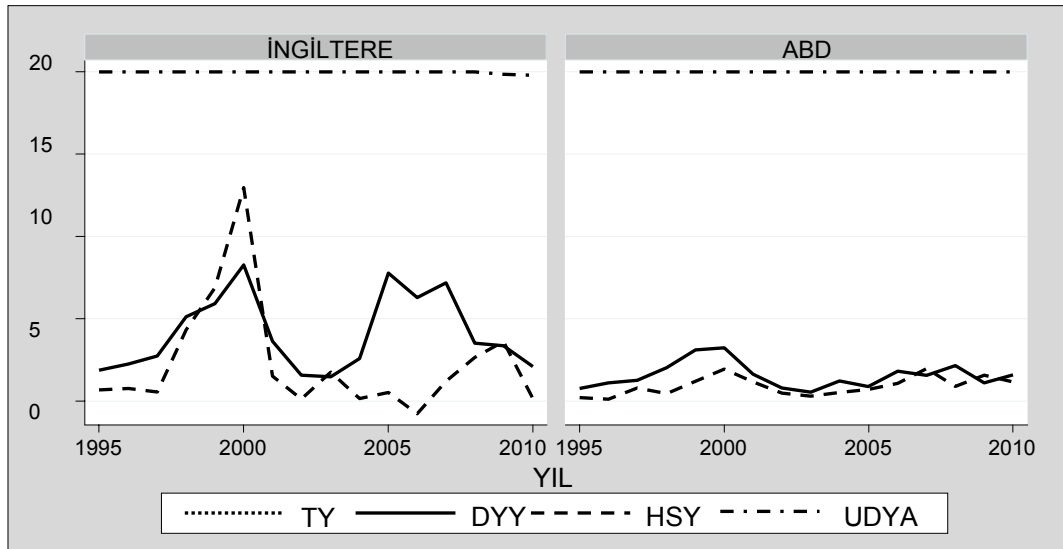
Grafik 10. Uluslararası sermaye girişi ve kredi notları, Fransa ve Almanya

**Kaynak:** Yazarın hesaplaması, (World Bank Development Indicator Database)



Grafik 11. Uluslararası sermaye girişi ve kredi notları, Japonya ve Hollanda

**Kaynak:** Yazarın hesaplaması, (World Bank Development Indicator Database)



Grafik 12. Uluslararası sermaye girişi ve kredi notları, İngiltere ve ABD

**Kaynak:** Yazarın hesaplaması, (World Bank Development Indicator Database)

### 2.3. Literatür Taraması

Kredi derecelendirme kuruluşları yaklaşık yüzyıl gibi bir süredir finansal piyasalarda var olmasına rağmen, bu alandaki ampirik literatür çok geniş değildir. Ampirik literatürün geniş olmaması yeterli veri olmaması ya da bu kuruluşların tüm ülkelerde faaliyet göstermemesi gibi nedenlere dayanabilir. Nitekim ülke kredi notlarının (sovereign credit rating) geçmişi 1970’li yılların başına dayanmaktadır. Bu yıllarda dahi az sayıda gelişmiş ülkeye ait veri bulunmaktadır. Yine 1990 öncesi doğu bloğu ülkelerinin ekonomik sistemlerinden dolayı bu ülkelere ait veri bulunmamaktadır. Ülke kredi notlarının sistemli bir şekilde ve geniş alanlara yayılması özellikle 1990’lı yıllarda başlamıştır. Bu yıllar aynı zamanda kredi notları ile ampirik literatürün de yavaş yavaş oluşmaya başladığı yıllardır.

Kredi derecelendirme kuruluşları ile ilgili literatür birkaç farklı kategoride ele alınabilir. İlk kategoriyi ülke kredi notlarının belirleyicileri üzerine yapılan çalışmalar oluşturmaktadır. Cantor ve Packer (1996) ülke kredi notlarının makro ekonomik temellerle uyumlu olduğu sonucuna varmıştır. Çalışmada ülke kredi notlarını belirleyen çok sayıda kriter bulunmasına rağmen, kişi başına gelir, GSYİH büyüme oranı, enflasyon, dış borç, ülkenin ekonomik gelişme seviyesi ve ülkenin temerrüt geçmişi gibi altı temel kriterin ülke kredi notlarını belirlemede büyük oranda etkili olduğu sonucuna varmıştır.

Ülke kredi notlarının belirleyicileri üzerine bir diğer çalışma Alfonso vd. (2007) tarafından üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu için yapılmıştır. 1970 ve 2005 yılları arasında ve 130 ülkeyi kapsayan bir panel kullandıkları çalışmada, yazarlar kişi başına GSYİH, reel GSYİH büyüme oranı, ülkenin borç miktarı, hükümetin etkinliği, dış borç, dış rezervler ve ülkenin temerrüt göstergesi değişkenlerini ülke kredi notlarının en önemli belirleyicileri olarak tespit etmiştir.

Yine aynı konuyu ele alan daha güncel çalışmalar Jaramillio (2010), Hill vd. (2010) tarafından yapılmıştır. Daha yakın tarihli olan bu çalışmaların sonuçları önemli oranda farklılıklar göstermemesine rağmen, diğer çalışmalara ek olarak ülke kredi notlarının belirleyicisi olan birkaç farklı değişken daha tespit edilmiştir. Jaramillio geliştirmekte olan 48 ülkeyi ve 1993-2008 yıllarını kapsayan çalışmasında, ülke kredi notlarının bir ülkenin KDK’lar tarafından belirlenen yatırım yapılabilir statüde olması,

kamu dış borcu, kamu iç borcu, politik risk ihracat ve geniş para değişkenleri tarafından belirlendiği sonucuna ulaşmıştır. Hill vd. (2010) tarafından yapılan çalışma, bir ülkenin yatırım yapılabilir statüde olması durumunun bağımlı değişken olarak kullanılması açısından diğer çalışmalardan farklılaşmaktadır. Bu çalışma esas itibariyle kredi kalitesinin yani daha iyi kredi notuna sahip olan ülkelerin kredi notlarının belirleyicilerini incelemektedir. Yazarlar kredi kalitesini belirleyen altı adet değişken tespit etmiştir. Bu değişkenler kişi başına GSYİH, GSYİH büyüme oranı ve bu değişkenin karesi alınarak oluşturulan başka bir değişken, bir ülkenin borç geçmişi, bir ülkenin kurumsal yatırımcılarının sahip olduğu kredi notları ve risk primidir.

Ülke kredi notları ülkelerin tahvil fiyatlarını, borsa ve hisse senedi getiri oranlarını ve birçok finansal varlığın fiyat ve getiri oranlarını etkileyebildiği için finansal piyasalar üzerinde önemli etkiler yaratabilmektedir. Günümüzde özellikle finansal piyasaların birbirine entegre ve aşırı bağımlı olması nedeniyle bu etkiler yalnızca kredi notu değişikliğinin yaşandığı ülkelerde değil, kredi notu değişikliği yaşanmayan diğer ülkelerde de etkili olabilmektedir. Bu sebeple ülke kredi notları ile yapılan çalışmaların önemli bir kısmı, kredi notu değişikliklerinin finansal araçların getiri farkları, borsa endeksleri ve özellikle not değişimlerinin finansal piyasalar arasındaki yayılcı etkileri üzerine yoğunlaşmıştır.

Gande ve Parsley (2005) geliştirmekte olan 30 ülkeyi ve 1991-2000 yılları arasının kapsayan çalışmalarında ülke kredi notlarındaki değişimler ile SCS'ler (sovereign credit spread) arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Yazarlar bir ülkenin kredi notundaki bir değişikliğin başka bir ülkedeki SCS'ler üzerinde etkili olduğu sonucuna varmıştır fakat ülkeler arasında gerçekleşen bu yayılma ilişkisi asimetriktir. Yani bir ülkenin kredi notundaki pozitif bir değişim, diğer bir ülkenin SCS'leri üzerinde istatistiksel olarak önemli bir etki yaratmazken, gerçekleşen negatif not değişimleri diğer ülkelerin SCS'leri üzerinde önemli bir etki yaratmaktadır. Bu çalışmanın, daha fazla kontrol değişkeni kullanılarak, sağlamlık kontrolleri yapılarak genişletilmiş bir benzeri Ferreira ve Gama (2007) tarafından yapılmıştır. Bu çalışmada yazarlar bir ülkedeki negatif not değişimlerinin diğer ülkelere önemli bir yayılma hareketi izlediği yönünde bulgular elde ederek Gande ve Parsley'in sonuçlarını desteklemektedir.

Ülke kredi notlarındaki değişimlerin borsa getirileri üzerindeki etkilerini analiz ederek finansal piyasalara etkisi ve arasındaki yayılma üzerine önemli sonuçlar elde

eden bir diğer çalışma ise Brooks vd. (2004) tarafından olay çalışması (event study) tahmin yöntemi kullanılarak yapılmıştır. Yazarlar kredi notlarındaki değişmelerin finansal piyasalar üzerindeki etkileri açısından benzer sonuçlar elde etmiştir. Yine bu çalışma sonuçlarına göre de kredi notunda yaşanan negatif yönde bir değişiklik yatırımcılar açısından önemli bilgiler sağlamakta ve finansal piyasaları olumsuz anlamda güçlü bir şekilde etkileyebilmektedir. Çalışmada pozitif not değişiklikleri için ise yeterli kanıt elde edilememiştir. Yani genellikle finansal piyasalar ve yatırımcılar pozitif not değişiklikleri karşısında tepkisiz kalmaktadırlar.

Hooper vd. (2008) nin 42 ülkeyi kapsayan ve panel regresyon yöntemi kullanılarak yaptığı benzer bir çalışma sonuçları itibariyle diğerlerinden azda olsa farklılık göstermektedir. Borsa endekslerinin bağımlı değişken olarak kullanıldığı çalışmanın sonuçları diğer çalışmaların aksine kredi notlarında yaşanan pozitif değişikliklerinin finansal piyasalar üzerinde azda olsa bir etki yarattığı yönündedir.

Son yıllarda ise ülke kredi notlarındaki değişmelerin sermaye akışı, finansal piyasalar ve finansal piyasalar arasındaki yayılma üzerindeki etkileri CDS'ler (credit default swap) kullanılarak İsmailescu ve Kazemi (2010), Arezki vd. (2010) tarafından incelenmiştir. İsmailescu ve Kazemi geliştirmekte olan 22 piyasa ve 2001-2009 yılları arası günlük veri kullanarak yaptıkları analizlerde CDS primleri kredi notlarındaki pozitif değişmelere güçlü tepkiler verirken, kredi notundaki negatif değişmelere verilen tepkilerin zayıf kaldığı sonucuna ulaşmıştır. Arezki ve diğerleri ise kredi notlarının finansal piyasalar üzerindeki yayılmacı etkilerini CDS'lerin yanı sıra borsa endekslerini de kullanarak araştırmıştır. 2007-2010 yıllarını kapsayan ve yine günlük veri kullanılan bu çalışma Avrupa için yapılmıştır. Çalışma sonuçlarına göre ülke kredi notlarındaki bir azalma sadece o ülkenin finansal piyasalarını değil ayrıca Euro bölgesi ülkelerini de etkilemektedir.

Kredi notlarında yaşanan değişmelerin finansal piyasalar ve ülkeler arasındaki yayılma üzerine etkisini inceleyen daha eski bir tarihli çalışma ise Kaminsky ve Schmukler (2002) e aittir. Olay çalışmasının (event study) yanı sıra panel regresyon yönteminin de kullanıldığı bu kapsamlı çalışma geliştirmekte olan ülkeleri kapsamakta, ülke kredi notu değişimlerinin tahvil ve hisse senetleri üzerine etkini ele almaktadır. Yazarlara göre kredi notlarındaki bir değişme finansal piyasalar ve bu piyasalar arasındaki yayılma üzerine önemli ve açık bir etkiye sahiptir. Çalışma daha farklı

sonuçlar da içermektedir. Örneğin yazarlar kredi notlarındaki değişimin yanı sıra kredi notları görünümünde ki değişimlerin de en az kredi notu değişikliği kadar etkili olduğu sonucuna varmıştır. Bu çalışmanın bir diğer sonucu ise KDK'ların davranışlarının ekonomik aktivite ile aynı yönlü olduğu yönündedir.

KDK'ların Asya krizi sırasındaki davranışlarının krizi derinleştirdiği yönündeki görüşler, özellikle kriz sonrası yıllarda bu kuruluşların davranış biçimlerinin ve not verme kriterlerinin sorgulanmasına sebep olmuştur. Daha çok KDK'ların davranışları üzerine yoğunlaşan başlıca çalışmalar Reisen ve Maltzan (1999), Ferri vd. (1999) tarafından yapılmıştır. Çalışmaların ortak sonucu KDK'larının piyasaları geriden takip ettikleri yönündedir. Yazarlar özellikle Asya Krizi öncesinde verilen notların yüksek, kriz sırasında ise hızlı ve aşırı not indirimi olmasının krizi derinleştirdiği yönünde görüşlere sahiptir. KDK'ların finansal piyasaları geriden takip ettiği yargısından çıkarılan bir diğer sonuç ise, bu kuruluşların krizleri öngörmede başarısız oldukları ya da krizleri öngörebilme yeteneğine sahip olmadığı yönündedir.

Joon Kim ve Vu (2008) tarafından yapılan çalışma ülke kredi notlarının uluslararası sermaye hareketleri ve finansal gelişme üzerindeki etkisini doğrudan sorgulamaktadır. Gelişmekte olan 51 ülkeyi ve 1995-2003 yılları arasını kapsayan çalışmada panel veri teknikleri kullanılmıştır. Çalışmada KDK'lar tarafından verilen uzun dönem, kısa dönem yerli ve yabancı döviz kuru kredi notları olmak üzere farklı kredi notları kullanılmıştır. Çalışmada farklı kredi notlarının uluslararası sermaye akışı ve finansal gelişme üzerinde farklı etkiler yarattığı sonucuna ulaşılmıştır. Çalışma sonuçlarına göre uzun dönem yabancı döviz kuru kredi notundaki bir iyileşme finansal gelişme ve sermaye akışı üzerinde olumlu bir etki yaratırken, uzun dönem yerli döviz kuru kredi notu sermaye akışı üzerinde olumsuz fakat finansal gelişme için uyarıcı bir etkiye sahiptir. Kısa dönem yerli ve yabancı döviz kuru kredi notlarının her ikisi de finansal gelişme ve sermaye akışı üzerinde bozucu bir etkiye sahiptir.

## Üçüncü Bölüm

### 3. Ülke Kredi Notları ve Uluslararası Sermaye Akışı Ekonometrik Analiz

#### 3.1. Veriler

Çalışmada kullanılan veri seti 1995-2010 yılları arasını ve 73 ülkeyi kapsamaktadır. Ülkeler arası ekonomik gelişmişlik düzeylerinden kaynaklanan farklılıkları azaltabilmek ve daha sağlıklı yorum yapabilme imkanı sağlaması açısından ülkeler gelişmişlik düzeylerine göre çeşitli gruplara ayrılmıştır. Düşük gelirli ülkeler, orta gelirli ülkeler ve yüksek gelirli ülkeler olmak üzere üç gruba ayrılan ülkeler, kişi başına GSYİH değerleri kullanılarak sınıflandırılmıştır. Kişi başına GSYİH miktarı 7500 dolardan daha düşük olan ülkeler düşük gelirli, kişi başına GSYİH miktarı 7500-15000 dolar arasında bulunan ülkeler orta gelirli, kişi başına GSYİH miktarı 15000 dolar üzerinde bulunan ülkeler ise yüksek gelirli ülkeler olarak sınıflandırılmıştır. Kişi başı GSYİH miktarına göre yapılan sınıflandırmada 2010 yılı değerleri baz alınmıştır. Yapılan sınıflandırma sonucunda oluşan ülke grupları ve bu gruplara dahil olan ülkeler Tablo 15’de gösterilmektedir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarına ve ülke kredi notlarına ilişkin literatür de KDK’ların kullandığı metodolojiler ve ülke sınıflandırmaları ilgili tartışmalar önemli yer tutmaktadır. Özellikle KDK’ların ülkeleri yatırım yapılabilir statüde ve spekülasyon statüde ki ülkeler olarak sınıflandırma da kullandığı yöntemler belirsizdir. KDK’lar tarafından sadece iki kategoride yapılan bu dar sınıflandırma birçok yatırımcı tarafından kredi notlarının kesin değerlerin daha fazla dikkate alınabilmektedir.

KDK’lar tarafından yapılan bu sınıflandırmadan kaynaklı etkileri değerlendirebilmek amacıyla çalışmada ikinci bir sınıflandırma olarak ülkelerin yatırım statüleri dikkate alınmıştır. S&P kredi notu BBB- ve üstü olan ülkeleri yatırım yapılabilir statüde değerlendirmektedir. Yine 2010 yılına ait kredi notları kriter alınarak yapılan sınıflandırma sonucunda oluşan ülke grupları Tablo 16’da yer almaktadır.



Tablo 15. Ülkelerin kişi başı GSYİH miktarlarına göre sınıflandırılması

Düşük Gelirli Ülkeler	Orta Gelirli Ülkeler	Yüksek Gelirli Ülkeler
GSYİH<7500\$	GSYİH 7500-15000\$	GSYİH>15000\$
Benin Botsvana Brezilya Bulgaristan Çin Ekvator Endonezya Fas Filipinler Güney Afrika Hindistan Kamerun Kazakistan Kolombiya Makedonya Mısır Pakistan Peru Romanya Rusya Federasyonu Senegal Tayland Tunus Ukrayna Ürdün	Arjantin Barbados Çek Cumhuriyeti Estonya Hırvatistan Letonya Litvanya Lübnan Macaristan Malezya Malta Meksika Polonya Portekiz Slovakya Slovenya Şili Türkiye Umman Uruguay Venezuela Yunanistan	ABD Almanya Avusturalya Avusturya Belçika Birleşik Krallık Danimarka Finlandiya Fransa Güney Kıbrıs Hollanda Hong Kong İrlanda İspanya İsrail İsveç İsviçre İtalya İzlanda Japonya Kanada Kore Lüksemburg Norveç Singapur Yeni Zelanda

Tablo 16. Ülkelerin yatırım statülerine göre sınıflandırılması

Yatırım Yapılabilir		Spekülatif
2010 Yılı Kredi Notu BBB+ ve üzeri		2010 Yılı Kredi Notu BB+ ve altı
ABD	İtalya	Arjantin
Almanya	Japonya	Benin
Avustralya	Kanada	Ekvator
Avusturya	Kazakistan	Endonezya
Barbados	Kıbrıs	Fas
Belçika	Kore	Filipinler
Birleşik Krallık	Litvanya	Hindistan
Botsvana	Lüksemburg	İzlanda
Brezilya	Malezya	Kamerun
Bulgaristan	Malta	Kolombiya
Çek Cumhuriyeti	Meksika	Letonya
Çin	Norveç	Lübnan
Danimarka	Peru	Macaristan
Estonya	Polonya	Makedonya
Finlandiya	Portekiz	Mısır
Fransa	Rusya	Pakistan
Güney Afrika	Federasyonu	Romanya
Hırvatistan	Singapur	Senegal
Hollanda	Slovakya	Türkiye
Hong Kong	Slovenya	Ukrayna
İrlanda	Şili	Uruguay
İspanya	Tayland	Ürdün
İsrail	Tunus	Venezuela
İsveç	Umman	Yunanistan
İsviçre	Yeni Zelanda	

Çalışmada kullanılan temel panel regresyon denklemi aşağıdaki gibidir;

$$USG_{i,t}^j = \alpha + \alpha USG_{i,t-1}^j + \alpha_{UDYA} UDYA_{i,t} + \alpha_{KDYA} KDYA_{i,t} + \alpha_{UDYE} UDYE_{i,t} + \alpha_{KDYE} KDYE_{i,t} + \sum_{k=1}^p \alpha_k EKD_{i,t}^k + \mu_i + \varepsilon_{i,t}$$

$$i = 1, \dots, 53 ; t = 1, \dots, 16 ; j = 1, 2, 3$$

$j =$  Doğrudan yabancı yatırımlar, Hisse senedi yatırımları, Tahvil yatırımları

Bağımlı değişken USG(uluslararası sermaye girişi), i ülkeleri ve t yılları göstermektedir. UDYA, KDYA, UDYE ve KDYE ülke kredi notlarına ait değişkenleri gösterirken, EKD ise kullanılan ekonomik kontrol değişkenlerini göstermektedir. Regresyon denkleminde yer alan tüm değişkenler aşağıdaki başlıklar altında tanıtılacaktır.

### 3.1.1. Kredi notları değişkenleri

Ükelere kredi notlarına ait veriler yalnızca Standart&Poors tarafından verilen notlardan oluşmaktadır. S&P'nin kredi derecelendirme sektöründe ki en büyük kuruluş olması ve diğer kuruluşların yaptıkları kredi derecelendirmelerinde, genellikle S&P'nin not değişikliklerini paralel olarak takip etmesi dolayısıyla, S&P'ye ait ülke kredi notları verilerinin kullanımı uygun bulunmuştur. S&P tarafından ülkelerin uzun ve kısa dönemde borcunu yabancı para ve yerli para cinsinden ödeyebilme gücünü ve isteğini gösteren dört farklı kredi notu göstergesi kullanılmaktadır. Bu göstergeler;

- Uzun dönem yerli para kredi notu (UDYE)
- Uzun dönem yabancı para kredi notu (UDYA)
- Kısa dönem yerli para kredi notu (KDYE)
- Kısa dönem yabancı para kredi notu (KDYA)

Bu göstergelerin yanı sıra ayrıca kredi notu görünümünü temsil eden ek göstergeler de bulunmaktadır. Bu göstergeler kredi notları ile birlikte kredi notunu daha anlaşılır kılmak ya da kesinlik katmak amacıyla kullanılmaktadır. S&P, kredi izleme negatif, kredi izleme pozitif, negatif, pozitif ve durağan olmak üzere kredi notu görünümünü temsil eden 5 farklı gösterge kullanılmaktadır. Kredi notu görünümünü temsil eden bu göstergeler yalnızca uzun dönem kredi notları için kullanılmaktadır.

S&P'a ait kredi notu terimleri uzun dönem için en yüksek AAA dan en düşük D/SD arasında değişmektedir. Yine kısa dönem için ise en yüksek A-1+ ve en düşük D/SD terimleri kullanılmaktadır. İstatistiksel analiz yapabilmek için harflerden oluşan bu göstergeler her ülke için doğrusal bir şekilde zaman serisine dönüştürülmüştür. Literatürde doğrusal, logaritmik ve çok farklı sayı aralıkları kullanılarak dönüşümler mevcuttur. Bu çalışmada ise Gande ve Parsley'in (2005) ve yine Joon Kim ve Vu'nun (2008) yapmış olduğu kapsamlı bir doğrusal dönüşüm yöntemi kullanılmıştır. Yapılan bu dönüşüm üç aşamada gerçekleştirilmiştir.

Birinci aşamada harf notlara birer sayı aralıkları ile uzun dönem ve kısa dönem için ayrı ayrı olmak üzere değerler verilmiştir. Uzun dönem için en yüksek kredi notu olan AAA için 20 en düşük kredi notu olan D/SD için ise 0 değeri kullanılmıştır. Kısa dönemde en yüksek kredi notu A-1+ için 7 ve en düşük değer D/SD için ise yine 0 değeri kullanılmıştır. Kredi notları literatüründe ki birçok çalışma kredi notları görünümünde yaşanan değişikliklerin en az kredi notu değişiklikleri kadar etkili olduğu sonucuna ulaşmıştır. Bu sebeple kredi notu görünümünde yaşanan değişikliklerin yapılan dönüşümde yer alması gerekliliği ortaya çıkmaktadır. Dönüşümün ikinci aşamasını kredi notu görünümünde ki değişmelerin uzun dönem kredi notlarına eklenmesi oluşturmaktadır. Kredi izleme pozitif 0.5 ve kredi izleme negatif -0.5 değerleri alırken, pozitif 0.25, negatif -0.25 ve durağan ise 0 değeri almaktadır. Örneğin bir ülkenin kredi notu 15 olduğu bir dönemde kredi notu görünümü negatif ise bu ülkeye ait belirli bir dönemdeki uzun dönem kredi notu  $15+(-0.25)= 14.75$  olarak hesaplanmaktadır. Üçüncü aşamada ise elde edilen değerlerin yıllık ortalamaları alınmaktadır. Bir yıl içerisinde birden fazla not ve görünüm değişikliği gerçekleşebildiği için değerler öncelikle günlük seriye daha sonra yıllık seriye dönüştürülmüştür.

Dönüşüm işlemi şu şekilde gerçekleştirilmiştir. Örneğin Türkiye'nin uzun dönem kredi notu 1 Mayıs 2009'da negatif görünümle birlikte BBB+ dan BBB'ye daha sonra 21 Mayıs 2009'da ise durağan görünümle BBB- geriledi. Türkiye için 2009 yılına ait uzun dönem kredi notu şu şekilde hesaplanmaktadır. Yapılan dönüşümde BBB+ harf notu 13 değerine denk gelmektedir. Bu değere -0.25 olan negatif görünüm eklenmekte ve elde edilen 12.75 değeri 1 Mayıs'a kadar geçen gün sayısı ile çarpılmaktadır. Sonrasında diğer not değişiklikleri içinde aynı işlemler uygulanmaktadır. 1 Mayıs ve 21 Mayıs arasında ise BBB için 12, negatif görünüm için -0.25 değerleri bize 11.75 değerini vermektedir. 21 Mayıs ve sonrası için BBB- ve durağan görünüm kredi notu değeri 11 olmaktadır. Yukarıdaki örnekte Türkiye için 2009 yılına ait kredi notu;

$$[(12.75*120)+(11.75*20)+(11*225)]/365=11.61643835616438$$

değerini almaktadır. Kısa dönem kredi notları içinde benzer dönüşüm gerçekleştirilmiştir. Tablo 17 uzun ve kısa dönem kredi notları ile kredi notu görünümüne ait sayısal dönüşüm değerlerini göstermektedir.

Tablo 17. S&P'nin ülke kredi notlarının doğrusal dönüşümü

	Uzun Dönem Kredi Notları		Kısa Dönem Kredi Notları	
	Kredi Notları	Dönüşüm	Kredi Notları	Dönüşüm
<b>Yatırıma Uygun Statü</b>	AAA	20	A-1+	6
	AA+	19	A-1	5
	AA	18	A-2	4
	AA-	17	A-3	3
	A+	16		
	A	15		
	A-	14		
	BBB+	13		
	BBB	12		
	BBB-	11		
<b>Spekülatif Statü</b>	BB+	10		
	BB	9	B	2
	BB-	8	C	1
	B+	7	D/SD	0
	B	6		
	B-	5		
	CCC+	4		
	CCC	3		
	CCC-	2		
	CC	1		
D/SD	0			
<b>Uzun Dönem Kredi Notları Görünümü</b>	<b>Görünüm</b>	<b>Dönüşüm</b>		
	Kredi İzleme - Pozitif	0.5		
	Pozitif	0.25		
	Durağan	0		
	Negatif	-0.25		
	Kredi İzleme - Negatif	-0.5		

**Kaynak:** Joon Kim ve Vu (2008)

Ülke kredi notları denilince akla gelen yada piyasa tarafından kullanılan not uzun dönem yabancı para kredi notu (UDYA) olmasına rağmen burada yapılacak analizlerde yukarıda sayılan tüm uzun dönem ve kısa dönem kredi notlarının etkileri test edilmiştir.

### 3.1.2. Bağımlı değişkenler

Çalışma ülke kredi notlarının uluslararası sermaye akışı üzerindeki etkileri tespit etmeyi amaçlamaktadır. Bu sebeple analiz de kullanılacak bağımlı değişken geniş anlamda net uluslararası sermaye girişi olarak tanımlanmaktadır. Uluslararası sermaye akışı kavramı ülkelere yapılan sermaye girişlerinin yanı sıra ülkelere çıkan sermaye miktarını da kapsamaktadır. Çalışmada kullanılan değişkenler verilerin ulaşılabilirliğine göre seçildiği için özellikle bazı sermaye akışı kanallarına ait tüm sermaye giriş ve çıkış verilerinin hazır bir şekilde bulunmaması, bağımlı değişkenin seçiminde bizi net sermaye akışı verisine yöneltmiştir.

Uluslararası sermaye hareketleri genel olarak üç ana gruba ayrılmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve uluslararası bankacılık aracılığı ile gerçekleşen sermaye akışı kanallarından ilk ikisi bu analizde bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Yukarıda sayılan sermaye akışı kanallarının farklı özelliklere sahip olması dolayısıyla bu değişkenlerin ayrı ayrı analiz edilmeleri kredi notlarının sermaye akışı üzerindeki etkilerinin daha net bir şekilde anlaşılmasına daha doğrusu bu etkilerin analiz sırasında ayrıştırılabilmesine yardımcı olmaktadır. Bağımlı değişken olarak kullanılan portföy yatırımları kanalı yine yukarıda sayılan analizi kolaylaştıran ve daha net yorum yapabilmeye imkanı sunan özelliklerden dolayı yine kendi içerisinde tahvil-bono ve hisse senetleri yatırımları olarak ikiye ayrılmıştır. Sonuç itibariyle çalışmada net doğrudan yabancı yatırımlar, net tahvil-bono yatırımları ve net hisse senedi yatırımları olmak üzere üç adet bağımlı değişken kullanılmıştır. Uluslararası bankacılık kanalı ile gerçekleşen sermaye akışı ise çalışmada kullanılan bir çok ülkenin bu veriye sahip olmaması nedeniyle analizden çıkarılmıştır.

Ülkeler arası gelişmişlik ve gelir farklılıklarından kaynaklı sorunları giderebilmek amacıyla bağımlı değişkenlerin GSYİH'ya % oranı kullanılmıştır. Ayrıca tüm bağımlı değişkenlerin logaritmaları ile çalışılmıştır.

### 3.1.3. Kontrol değişkenleri

İktisadi ilişkiler ekonometrik modeller ile test edilirken, kurulan modelde ihmal edilmiş önemli değişkenlerin sebep olabileceği model hatalarını azaltabilmek amacıyla bir takım değişkenler modellere eklenerek bu değişkenlerin etkileri de kontrol edilmektedir. Uluslararası sermaye akışı ve kredi notları ilişkisi incelenirken sermaye akışının belirleyicileri olan ülkelerin özel koşulları ve küresel ekonomik gelişmeleri dikkate almak özellikle önemlidir. Bu sebeple sermaye akışı ve ülke kredi notları arasındaki ilişki incelenirken, sermaye akışını etkileyebilen temel iç ve dış ekonomik faktörlerden oluşan bazı değişkenler ekonomik kontrol değişkeni olarak çalışmada kullanılmıştır. Kullanılan kontrol değişkenleri uluslararası sermaye akışını araştıran literatür incelenerek belirlenmiştir.

Ülkelerin enflasyon oranı, mali ve parasal politikaların durumu ve makro ekonomik istikrarın en önemli göstergelerinden birini oluşturmaktadır. Yüksek enflasyon oranı uygulanan politikaların güçsüzlüğünü ve ekonomik istikrarsızlığın göstergesidir. Dolayısıyla çalışmada kullanılan kontrol değişkenlerinden ilki ülkenin özel bireysel koşullarını yansıtan enflasyon oranıdır. Tüketici fiyat endeksindeki yıllık yüzde değişim olarak ölçülen enflasyon oranı ekonomik istikrarsızlığı yansıtmakta ve yüksek enflasyon oranı daha düşük sermaye girişine neden olacaktır. Dolayısıyla değişkene ait katsayının beklenen değeri negatiftir.

Çekici (pull) faktörler olarak da adlandırılan ülkelerin bireysel şartlarını içeren değişkenlerden bir diğeri reel GSYİH büyüme oranıdır. Güçlü ve sürekli bir ekonomik büyüme ülke riskini azaltarak özellikle kurumsal yatırımcıları yatırım yapma konusunda teşvik etmektedir. Ayrıca istikrarlı bir büyüme yatırımların vadesini ve bileşenlerini de etkileyebilmektedir. Daha uzun vadeli yatırımlar cazip hale gelebilmektedir. 2000 yılı sabit fiyatları ile ölçülen reel GSYİH büyüme oranındaki bir artışın sermaye girişini pozitif yönde etkilemesi beklenmektedir.

Ekonomik gelişmişliğin ve ayrıca piyasa genişliğini hesaba katmak amacıyla kişi başına GSYİH değişkeni kullanılmıştır. Daha fazla gelişmiş ve daha yüksek satın alma gücüne sahip ülkelerin özellikle başta doğrudan yabancı yatırımlar olmak üzere diğer sermaye girişlerini pozitif yönde etkileyeceği beklenmektedir. Kişi başına GSYİH

piyasa genişliğini temsil etmek amacıyla, doğrudan yabancı yatırımları inceleyen ampirik çalışmalarda kullanılmıştır. Yine bu değişkene ait katsayının değeri pozitif olarak beklenmektedir.

Uluslararası sermaye akışı literatürün de sıklıkla kullanılan bir diğer değişken ise ekonominin dışa açıklık oranıdır. İhracat ve ithalat toplamlarının GSYİH'ya oranı şeklinde hesaplanan dışa açıklık oranı ülkenin uluslararası ticaret hacmini ve küresel piyasalara entegrasyonunun seviyesi noktasında en önemli göstergelerden biri olarak kabul edilmektedir. Yüksek ihracat ve ithalat potansiyelini temsil eden dışa açıklık oranının özellikle doğrudan yabancı yatırımlar ile pozitif bir ilişkiye sahip olması beklenmektedir. Dışa açıklık oranı reel ekonominin pozisyonunu göstermesine rağmen, günümüzde genellikle yüksek dış açıklık oranına sahip ülkeler aynı zamanda yüksek finansal açıklık oranına da sahiptirler. Bu sebeple diğer sermaye akışı kanallarını etkileyebileceği düşünülen finansal açıklık oranı ayrıca burada kullanılmamıştır.

Çalışmada çekici faktör olarak kullanılan son değişkenler ise faiz oranı ve döviz kurudur. Bu iki değişkenin ortak özelliği literatürde sıklıkla vurgulandığı üzere sermaye akışının en önemli belirleyicilerinden olmalarına rağmen ilişkinin yönü net değildir. Her iki değişken içinde yüksek değerler riski temsil ederken, düşük değerlerdeki değişimler ise sermaye akışını olumlu yönde etkileyebilmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde ki belirli bir eşik(threshold) değerin üzerindeki yüksek faiz oranları riski artırırken sermaye girişlerini olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Döviz kuru sermaye akışı ilişkisi de yine faiz oranlarında olduğu gibi riske bağlı olarak değişebilmektedir. Aşırı değersiz ve volatilesi yüksek döviz kuru özellikle uzun vadeli yatırım olan doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde olumsuz etki yaratabilmektedir. Literatürde sermaye girişi ve döviz kuru ilişkisini sorgulayan pozitif ve negatif olmak üzere her iki yönde de kanıtlar bulunmaktadır. Çalışmada gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler olarak ayrılmış olan gruplarda farklı sonuçlar beklenmektedir. Çalışma da döviz kuru değişkeni olarak reel döviz kuru dolar/yerli para birimi şeklinde kullanılmıştır. Sermaye akışını inceleyen çalışmalarda kullanılan faiz oranı değişkenleri oldukça farklılık sergilemektedir. Çalışma da kullanılan verilerin ulaşılabilirliği ve yeterliliği göz önüne alındığında mevduat faiz oranlarının kullanılması uygun bulunmuştur. Özellikle



gelişmekte olan ülkelerde var olan faiz verileri arasında en sağlıklı ve yeterli olan veri mevduat faiz oranlarıdır.

İtici (push) faktörler olarak adlandırılan ve küresel ekonomik koşulları ve gelişmeleri yansıtan değişkenler uluslararası sermaye hareketleri literatüründen sıklıkla kullanılmaktadır. Yapılan çalışmalarda kullanılan itici faktörler çoğunlukla karmaşık sonuçlar vermektedir. Çalışma da küresel ekonomik ve finansal gelişmeleri hesaba katmak amacıyla iki adet değişken kullanılmıştır. Bunların ilki küresel ekonomik durumu yansıtan dünya GSYİH büyüme oranıdır. Bu değer sadece analizde kullanılan ülkeler değil tüm ülkelerin reel GSYİH değerleri toplanarak elde edilen miktarda ki büyüme oranıdır. Küresel ekonomik koşullarda ki olumlu durumun uluslararası sermaye girişlerini pozitif yönde etkilemesi beklenmektedir. Diğer bir itici faktör ise dünyada ki faiz oranını temsil etmek amacıyla ABD reel faiz oranı kullanılmıştır. Uluslararası likidite şartlarını yansıtan dünya faiz oranı ile uluslararası sermaye girişi arasında negatif ilişki beklenmektedir. Küresel çapta likidite de yaşanan bir daralma tüm ülkelerde faiz oranlarının yükselmesine ve finansal risklerin artmasına sebep olmaktadır. Bu koşullarda yatırımcıların daha likit pozisyonlar da kalmayı tercih etmeleri ya da daha güvenilir yatırım bölgelerine kaymaları özellikle gelişmekte olan ülkeleri daha kırılgan hale getirmektedir.

Seçilen kontrol değişkenlerine ait tüm veriler Dünya Bankası Veri Tabanı'ndan elde edilmiştir. Ayrıca değişkenlere ait tüm verilerin logaritmaları ile çalışılmıştır.

### 3.2. Yöntem

İktisadi değişkenler arasında var olan ilişkiler genellikle dinamik bir yapıya sahip olduğu için, kurulan modellerin gerçeği yansıtmaya olasılığını artırmak adına, çalışmada dinamik tahmin teknikleri kullanılmıştır. Panel veri ekonometrik yöntemlerinin kullanıldığı çalışmada yer alan ilk metot Arrellano ve Bond (1991) tarafından oluşturulan difference-GMM tahmin yöntemidir. Doğrusal dinamik panel veri modelleri bağımlı değişkenin gecikmeli değerlerini açıklayıcı değişken olarak kullanır ve gözlemlenemeyen bireysel etkileri içermektedir. Bu etkiler ile bağımlı değişkenin gecikmeli değerleri arasında korelasyon bulunmakta ve bu durum standart

tahmincileri tutarsız hale getirmektedir. Anderson ve Hsiao (1981) bireysel etkilerin denklemin ilk fark alınarak yok edildikten sonra bağımlı değişkene ait daha ileri gecikmeli değerlerin araç değişken olarak kullanılabilceğini belirtmiştir. Bunun üzerinde Arrellano ve Bond (1991) bağımlı değişkene ait gecikmeli değişkenleri fark denkleminde araç değişken olarak kullanarak one-step ve two-step GMM tahmincilerini elde etmiştir.

Çalışmada kullanılan ikinci tahmin yöntemi Arrellano ve Bover (1995), Blundell ve Bond (1998) tarafından oluşturulan system-GMM tekniğidir. Blundell ve Bond (1998) otoregresif süreç fazla ısrarlı olduğunda, gecikmeli değerlerin oluşturduğu araç değişkenlerin güçsüz hale geldiğini göstermiştir. Bu sorunu giderebilmek amacıyla Arrellano ve Bover (1995), Blundell ve Bond (1998) gecikme seviyelerinin fark denkleminde araç değişken olarak kullanılmasının yanında, gecikmeli farkları seviye denkleminde de araç değişken olarak kullanmıştır. System-GMM tahmincileri bireysel hatalarda otokorelasyon olmadığı varsayar ve ayrıca bağımlı değişkenin ilk farkları ile panel bireysel etkileri ile korelasyona sahip olmaması gerekir. Son olarak Bun ve Kiviet (2003) tarafından tasarlanan, Bruno (2005) tarafından geliştirilen LSDV-C tahmin yöntemi kullanılmıştır.

### 3.3. Değişkenlere Ait Korelasyonlar

Tablo 18. Değişkenlere ait korelasyonlar

	DYY	HSY	TY	DK	RFO	ENF	BO	GSYİH	DA	DBO	ABDRF	UDYE	KDYE	UDYA	KDYA
DYY	1.0000														
HSY	0.7695*	1.0000													
TY	0.0627	0.0987*	1.0000												
DK	-0.0607*	-0.0419	-0.0246	1.0000											
RFO	-0.0622*	-0.0597*	-0.0181	0.0101	1.0000										
ENF	-0.0223	-0.0162	-0.0511	0.0373	-0.2134*	1.0000									
BO	0.0387	0.0262	0.1100*	0.0108	-0.1672*	-0.1287*	1.0000								
GSYİH	-0.0493*	-0.0262	-0.0948*	-0.0419	-0.0557*	-0.0447	-0.0624*	1.0000							
DA	0.3785*	0.2563*	0.0455	-0.0560*	-0.1648*	-0.0498	0.0707*	-0.2098*	1.0000						
DBO	-0.0009	0.0299	0.0877*	0.0090	-0.0473	0.0288	0.4248*	-0.0066	-0.0113	1.0000					
ABDRFO	-0.0087	-0.0308	0.0148	-0.0364	0.1278*	0.1098*	0.0993*	-0.0311	-0.0849*	0.3677*	1.0000				
UDYE	0.1329*	0.1098*	0.0402	-0.2831*	-0.1617*	-0.3929*	-0.1247*	0.2363*	0.2672*	0.0314	0.1439*	1.0000			
KDYE	0.1162*	0.0961*	0.0205	-0.2740*	-0.1880*	-0.3795*	-0.1496*	0.2233*	0.2692*	0.0216	0.1449*	0.9701*	1.0000		
UDYA	0.1555*	0.1254*	0.0856*	-0.2511*	-0.1892*	-0.4124*	-0.1198*	0.2756*	0.3047*	0.0112	0.0271	0.9637*	0.9318*	1.0000	
KDYA	0.1340*	0.1111*	0.0694	-0.2273*	-0.1907*	-0.3799*	-0.1253*	0.2539*	0.2892*	0.0127	0.0715*	0.9349*	0.9344*	0.9701*	1.0000

Kaynak: Yazarın hesaplaması, (World Bank Development Indicator Database)

Not: \* anlamlı %10

Değişkenlere ait korelasyonlar incelendiğinde kredi notları ve sermaye akışı arasındaki kanalları arasındaki korelasyonlar farklılaşmaktadır. Tüm kredi notları ve sermaye akışı arasındaki korelasyonlar pozitif, doğrudan yabancı ve hisse senedi yatırımları için anlamlı tahvil yatırımları için ise anlamsızdır. Ayrıca sermaye akışı ve kredi notları arasındaki korelasyonlar çok güçlü değildir. Doğrudan yabancı yatırımlar için 0,13 ve 0,15 hisse senetleri için 0,09 ve 0,12 tahvil yatırımları için ise 0,02 ve 0,08 arasında değişmektedir. Döviz kuru, reel faiz oranı, enflasyon oranı ve piyasa genişliği değişkenleri sermaye akışı değişkenleri ile negatif korelasyona sahip ve bu korelasyonlar oldukça düşüktür. ABD reel faiz oranı, hisse senedi ve doğrudan yabancı yatırımlar ile negatif korelasyona sahip iken tahvil yatırımları ile pozitif korelasyona sahiptir. Dünya büyüme oranı doğrudan yabancı yatırımlar ile negatif diğer sermaye akışı değişkenleri ile pozitif bir korelasyona sahip ve tahvil yatırımlarına ait korelasyon diğerlerine oranla daha yüksek ve anlamlıdır. Son olarak dışa açıklık oranı hisse senedi yatırımları ve doğrudan yabancı yatırımlar ile sırasıyla 0,25 ve 0,37 olmak üzere pozitif ve anlamlı bir korelasyona sahiptir. Tahvil yatırımları ve dışa açıklık arasındaki korelasyon pozitif fakat son derece zayıftır.

Ülke kredi notlarının kendi aralarındaki korelasyonlara baktığımızda son derece güçlü pozitif değerler göze çarpmaktadır. Değişkenler arasındaki korelasyonlar 0,93 ve 0,97 arasında değişmektedir. Kredi notları dışındaki değişkenler arasında yer alan korelasyon incelendiğinde 0,7 değerini aşan bir korelasyon göze çarpmamaktadır. Değişkenler arasındaki korelasyonun 0,7 nin üzerinde olması kurulan regresyonlarda çoklu doğrusal bağıntı probleminin ortaya çıkmasına neden olabilmektedir. Bu problemin üstesinden gelebilmek amacıyla aralarında yüksek korelasyona sahip olan kredi notu değişkenleri kurulan modellere ayrı ayrı dahil edilmiştir.

### **3.4. Değişkenlere Ait İstatistikler**

Çalışmada kullanılan değişkenlere ait özet istatistikler, düşük gelirli ülkeler Tablo 19, orta gelirli ülkeler Tablo 20 ve yüksek gelirli ülkeler için ise Tablo 21’de rapor edilmiştir. İlk olarak sermaye akışı değişkenleri incelendiğinde mevcut istatistikler son 15 yıllık dönem itibariyle uluslararası sermaye yatırımlarının büyük oranda yüksek gelirli ülke grubuna dahil ettiğimiz gelişmiş ülkelere gittiğini göstermektedir. Yapılan analizlerde sermaye akışı değişkenleri GSYİH’nın yüzdesi olarak kullanılmıştır. Burada

yer alan istatistiklerde yine sermaye akışı değişkenleri GSYİH'nın yüzdesi olarak kullanılmıştır. Yüksek gelirli ülkelere ait ortalama sermaye yatırımlarını incelediğimizde sırasıyla doğrudan yabancı yatırımlar GSYİH'nın %16 sı ve hisse senedi yatırımları ise %11 ini oluşturmaktadır. Düşük ve orta gelirli ülkelerde ise bu oranlar birbirine yakın fakat yüksek gelirli ülkelere kıyasla çok düşük seviyelerdedir. Düşük ve orta gelirli ülkeler için sırasıyla doğrudan yabancı yatırımlar %3,2 ve %4,2 hisse senedi yatırımları için %0,34 ve %0,35 tahvil yatırımları için ise GSYİH'nın %0,87 ve %1,7 si seviyesindedir. Uluslararası sermaye girişlerinin toplan değerine baktığımızda son 15 yıllık dönemde düşük gelirli ülkelere GSYİH'nın ortalama %4,5 i orta gelirli ülkelere ise %6,3 ü civarındadır. Yüksek gelirli ülkelere tahvil yatırımlarına ait veriler elimizde bulunmamasına rağmen bu oranın %40 lara yakın olacağı tahmin edilmektedir.

*Tablo 19. Değişkenlere ait istatistikler, düşük gelirli ülkeler*

	Gözlem Sayısı	Ortalama	Standart Hata	Minimum	Maksimum
<b>DYY</b>	400	3.249766	3.512539	-2.757439	31.37827
<b>HSY</b>	367	.3486692	.9729503	-4.579575	6.758381
<b>TY</b>	277	.8736785	2.932071	-12.37713	28.36455
<b>DK</b>	396	998.1576	3700.045	.0671708	25000
<b>RFO</b>	312	9.75125	15.77728	-71.20533	97.47437
<b>ENF</b>	400	13.59388	58.78262	-1.407892	1058.374
<b>BO</b>	400	4.242597	3.918369	-14.8	14.2
<b>GSYİH</b>	400	1.81e+11	3.91e+11	1.74e+09	3.25e+12
<b>DA</b>	393	.7172184	.3125055	.1936663	1.561994
<b>DBO</b>	400	2.838333	1.605696	-2.306083	4.303091
<b>ABDRFO</b>	400	4.332769	1.997608	1.401179	6.94406
<b>UDYE</b>	318	10.84875	3.386062	1.734973	19.05206
<b>KDYE</b>	304	2.970035	1.223967	.3469945	6
<b>UDYA</b>	338	9.211069	2.908274	.1246575	16.50411
<b>KDYA</b>	317	2.427124	.9973497	.0655738	6

**Kaynak:** Yazarın hesaplaması, (World Bank Development Indicator Database)

Enflasyon oranı ve reel faiz oranı değişkenlerine ait istatistikler incelendiğinde ülke grupları arasında çok büyük farklılıklar ortaya çıkmamaktadır. Reel faiz oranının düşük, orta ve yüksek gelirli ülkeler için sırasıyla son 15 yıllık ortalaması %9,7 %6 ve %4,5 olarak gerçekleşmiştir. Enflasyon oranı ise yine sırasıyla %13,5 %9 ve %2,1 dir. Bu değerler tüm ülkelerin nispeten istikrarlı enflasyon ve faiz oranları ortalamalarına sahip olduğunu göstermektedir. Büyüme oranı ise ülke grupları arasında diğer verilerin tersine bir durum sergilemektedir. Yüksek gelirli ülkeler düşük ortalama büyüme oranlarına sahip iken düşük gelirli ülkeler daha yüksek büyüme oranlarına sahiptir. Sırasıyla düşük, orta ve yüksek gelirli ülkeler için ortalama büyüme oranları son 15 yıllık dönem için %4,2 %3,4 ve %2,7 seviyelerindedir.

*Tablo 20. Değişkenlere ait istatistikler, orta gelirli ülkeler*

	Gözlem Sayısı	Ortalama	Standart Hata	Minimum	Maksimum
DYY	341	4.250154	5.597967	-32.19569	51.37395
HSY	312	.3552543	1.325006	-9.801972	6.573752
TY	151	1.712276	3.591182	-5.30872	24.93983
DK	320	133.86	344.3713	.0458451	1621.413
RFO	307	6.063516	10.2939	-35.31446	93.91508
ENF	317	9.029851	14.09367	-1.268887	99.87714
BO	349	3.480374	4.296455	-17.95499	18.28661
GSYİH	350	1.03e+11	1.41e+11	2.16e+09	7.00e+11
DA	330	.9855295	.5593469	.1825984	2.511332
DBO	352	2.838333	1.605971	-2.306083	4.303091
ABDRFO	352	4.332769	1.99795	1.401179	6.94406
UDYE	311	13.54373	3.909231	0	20
KDYE	304	4.191735	1.473404	0	6
UDYA	336	11.94022	3.572133	0	18
KDYA	320	3.584862	1.413059	0	6

**Kaynak:** Yazarın hesaplaması, (World Bank Development Indicator Database)

Dışa açıklık oranı değişkeni ithalat ve ihracat toplamının GSYİH'ya oranı şeklinde hesaplanmıştır. Bu hesaplama çerçevesinde dışa açıklık oranı incelendiğinde yüksek gelirli ülkelerin son 15 yıla ait ortalama değeri 1,1 değerini almaktadır. Bu rakam bize yüksek gelirli ülkelerin son 15 yıllık periyotta ithalat ve ihracat toplamalarının ortalama değerinin ortalama GSYİH değerinden yüksek olduğunu

göstermektedir. Yüksek gelirli ülkelerin daha etkin dış ticaret kanallarına ve küresel ticari yapıya daha fazla entegre olması bu oranın yükselmesinde etkilidir. Dışa açıklık oranı beklenildiği gibi yüksek gelirli ülkelerde daha yüksek düşük gelirli ülkelere ise daha düşük değerler almaktadır ancak bu değerler arasında çok büyük farklılıklar yoktur. Düşük gelirli ülkeler 0,71 ve orta gelirli ülkeler ise 0,98 değerine sahiptir.

Son olarak istatistiklerini incelediğimiz değişkenler ülke kredi notlarıdır. Daha öncede belirtildiği üzere kredi notları yüksek gelirli ülkelerde yüksek değerler alırken düşük gelirli ülkelere daha düşük değerler almaktadır. Yüksek gelirli ülkelerin son 15 yıllık kredi notu ortalamaları uzun dönem için 19 ve kısa dönem için 5,8 civarındadır ki bu değerler en yüksek değer olan 20 ve 6 değerlerine çok yakındır. Orta gelirli ülkelere bu değerler uzun dönem için 13 kısa dönem için ise 4 civarında seyrederken, düşük gelirli ülkelere 10 ve 2,9 değerleri almaktadır. Kredi notlarına ait vurgulanması gereken bir diğer nokta ise kısa ve uzun dönem kredi notları arasındaki farkın yüksek gelirli ülkelere düşük gelirli ülkelere doğru artmasıdır.

Tablo 21. Değişkenlere ait istatistikler, yüksek gelirli ülkeler

	Gözlem Sayısı	Ortalama	Standart Hata	Minimum	Maksimum
DYY	410	16.37175	64.00711	-15.02768	564.9163
HSY	384	11.02099	63.76975	-227.7009	731.7748
TY					
DK	293	98.43478	311.2086	.426125	1736.207
RFO	317	4.544396	3.097388	-5.81162	13.63329
ENF	416	2.146916	1.829113	-4.479938	12.67819
BO	414	2.785675	2.89824	-8.204471	14.47127
GSYİH	415	9.96e+11	2.11e+12	6.85e+09	1.17e+13
DA	391	1.104066	.9262796	.1708972	4.857321
DBO	416	2.838333	1.605619	-2.306083	4.303091
ABDRFO	416	4.332769	1.997512	1.401179	6.94406
UDYE	411	19.15188	1.667196	2.946575	20
KDYE	409	5.892786	.4176075	.9452055	6
UDYA	416	18.63453	2.012273	9.584931	20
KDYA	416	5.821856	.5186667	1.868493	6

Kaynak: Yazarın hesaplaması, (World Bank Development Indicator Database)





oranlarında yaşanan bir artış borçlanma maliyetlerini artırmakta ve diğer finansal yatırım araçlarını daha karlı hale getirmekte dolayısıyla doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde olumsuz etki yaratabilmektedir.

Faiz oranlarındaki oynaklık ve yüksek seviyeler yine istikrarsızlık göstergesi olarak değerlendirilebilir ve doğrudan yabancı yatırımları negatif yönde etkileyebilir. Enflasyon oranına ait katsayılar tüm modellerde beklenmedik bir şekilde pozitif işarete sahip ve LSDV-C tahminlerinde anlamsızdır. Dışa açıklık oranı ve dünya büyüme oranı düşük gelirli ülkelerde olduğu gibi orta gelirli ülkeler için de doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde güçlü bir pozitif etkiye sahiptir. Bir diğer beklenmeyen sonuç ABD faiz oranının pozitif etkisidir. Küresel likidite şartlarını göstermek amacıyla kullanılan bu değişkenin değerinde yaşanan yükselişler küresel anlamda bir likidite sıkışıklığını göstermektedir. Küresel likidite durumunda yaşanan kötüleşmelerin orta gelirli ülkelere gelen doğrudan yabancı yatırımları artırması beklenmedik bir sonuçtur. Kredi notları değişkenlerine ait sonuçlar tüm modellerde anlamsız ve farklılıklar sergilemektedir. Genel olarak uzun dönemli kredi notları değişkenlerine ait katsayılar negatif kısa dönemli kredi notu değişkenlerine ait katsayılar ise pozitif olarak değerlendirilebilir. Ülke kredi notlarının orta gelirli ülkelere gelen doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde etkili olduğunu söyleyebilecek kanıt bulunmamaktadır.

Tablo 24 doğrudan yabancı yatırımların bağımlı değişken olarak kullanıldığı yüksek gelirli ülkelere ait regresyon sonuçlarını göstermektedir. Bağımlı değişkenin gecikmeli değerine ait katsayılara baktığımızda, düşük ve orta gelirli ülkelerde olduğu gibi tüm modellerde katsayılar pozitif işaretlidir. Bu durum yüksek gelirli ülkelere doğrudan yabancı yatırımlarının bir önceki yıla ait değerlerden olumlu bir şekilde etkilendiğini göstermekte fakat yalnızca LSDV-C modelde katsayılar anlamlı olarak görülmektedir. Enflasyon oranına ait katsayılar düşük ve orta gelirli ülkelerde de pozitif iken yüksek gelirli ülkelere beklediği üzere negatif işaretlidir. Yüksek gelirli ülkelere ise 3 ve 4 nolu modellerde enflasyon oranı değişkenine ait katsayılar anlamlıdır. Yüksek gelirli ülkelerin düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranına sahip olması, enflasyonda yaşanan küçük değişmelerin ekonomik istikrarsızlığı artırarak doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde olumsuz etkiler yaratmasına neden olabilmektedir. Büyüme oranı tüm modellerde pozitif, 7 ve 8 nolu modellerde anlamlıdır.

Tablo 22. Düşük gelirli ülkeler, doğrudan yabancı yatırımlar bağımlı değişken

DEĞİŞKENLER	GMM				System - GMM				LSDV - C			
	(1) Model	(2) Model	(3) Model	(4) Model	(5) Model	(6) Model	(7) Model	(8) Model	(9) Model	(10) Model	(11) Model	(12) Model
L.DYY	0.314*** [0.086]	0.322*** [0.080]	0.360*** [0.082]	0.323*** [0.093]	0.298*** [0.086]	0.293*** [0.086]	0.325*** [0.081]	0.300*** [0.095]	0.419*** [0.064]	0.410*** [0.064]	0.461*** [0.063]	0.426*** [0.062]
DK	-0.015 [0.434]	0.096 [0.509]	0.401 [0.301]	0.492 [0.322]	0.002 [0.154]	-0.035 [0.158]	0.007 [0.138]	-0.004 [0.158]	-0.025 [0.206]	-0.172 [0.295]	0.017 [0.191]	0.011 [0.227]
RFO	-0.003 [0.040]	0.032 [0.047]	-0.030 [0.039]	-0.004 [0.043]	-0.000 [0.032]	0.027 [0.043]	-0.034 [0.032]	-0.011 [0.039]	-0.006 [0.049]	0.012 [0.045]	-0.026 [0.039]	-0.012 [0.039]
ENF	0.127 [0.112]	0.110 [0.108]	0.137 [0.106]	0.132 [0.098]	0.195 [0.126]	0.161 [0.129]	0.196 [0.121]	0.194 [0.121]	0.165** [0.068]	0.152** [0.073]	0.123 [0.077]	0.126* [0.076]
BO	0.012 [0.058]	0.071 [0.061]	0.048 [0.056]	0.065 [0.059]	0.004 [0.063]	0.055 [0.074]	0.028 [0.069]	0.044 [0.083]	0.012 [0.057]	0.054 [0.067]	0.030 [0.050]	0.054 [0.059]
GSYİH	-0.155 [0.350]	0.055 [0.381]	-0.138 [0.287]	0.056 [0.313]	0.140 [0.223]	0.188 [0.228]	0.123 [0.176]	0.203 [0.181]	0.293 [0.369]	0.648 [0.450]	0.082 [0.412]	0.247 [0.468]
DA	1.606*** [0.360]	1.077*** [0.384]	0.810** [0.368]	0.644 [0.451]	0.665* [0.389]	0.685* [0.386]	0.438 [0.339]	0.541 [0.380]	0.973** [0.480]	0.619 [0.541]	0.660* [0.372]	0.474 [0.535]
DBO	0.155* [0.084]	0.124 [0.083]	0.141* [0.081]	0.121 [0.083]	0.144* [0.086]	0.106 [0.094]	0.132 [0.086]	0.111 [0.100]	0.191* [0.113]	0.178 [0.112]	0.173* [0.104]	0.161** [0.079]
ABD RFO	0.005 [0.081]	0.054 [0.091]	0.089 [0.072]	0.133 [0.085]	0.077 [0.084]	0.090 [0.089]	0.106 [0.097]	0.107 [0.104]	-0.010 [0.113]	-0.001 [0.140]	0.018 [0.115]	0.022 [0.120]
UDYE	0.420 [0.321]				0.448 [0.289]				0.347 [0.272]			
KDYE		0.468 [0.358]				0.303 [0.313]				0.161 [0.224]		
UDYA			0.242 [0.201]				0.138 [0.142]				0.201 [0.130]	
KDYA				0.186 [0.154]				0.038 [0.160]				0.194 [0.136]
Gözlem Sayısı	225	214	236	224	246	235	257	245	246	235	257	245
Ülke Sayısı	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21
SARGAN Testi	117.476 [0.173]	117.596 [0.171]	117.095 [0.179]	120.364 [0.130]	135.964 [0.123]	138.197 [0.099]	136.635 [0.116]	139.320 [0.088]				
AR1	-2.736 [0.006]	-2.699 [0.007]	-2.772 [0.005]	-2.592 [0.009]	-2.759 [0.006]	-2.741 [0.006]	-2.865 [0.004]	-2.652 [0.008]				
AR2	1.720 [0.085]	1.513 [0.130]	1.678 [0.093]	1.608 [0.108]	1.714 [0.086]	1.529 [0.126]	1.689 [0.912]	1.600 [0.110]				
Chi2	216.5	114.4	177.6	99.00	36.16	71.62	54.65	64.01				

Standart hatalar sağlamdır ve parantez içerisinde verilmiştir. Sargan testi, AR1 ve AR2 istatistiklerine ait p değerleri parantez içerisinde verilmiştir.

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Tablo 23. Orta gelirli ülkeler, doğrudan yabancı yatırımlar bağımlı değişken

DEĞİŞKENLER	GMM				System - GMM				LSDV - C			
	(1) Model	(2) Model	(3) Model	(4) Model	(5) Model	(6) Model	(7) Model	(8) Model	(9) Model	(10) Model	(11) Model	(12) Model
L.DYY	-0.092 [0.071]	-0.094 [0.068]	-0.051 [0.070]	-0.044 [0.064]	0.178* [0.097]	0.159 [0.105]	0.182* [0.097]	0.163* [0.097]	0.231*** [0.085]	0.230*** [0.068]	0.277*** [0.077]	0.263*** [0.069]
DK	0.186 [0.571]	0.077 [0.634]	-0.175 [0.521]	-0.205 [0.540]	0.133 [0.136]	0.044 [0.160]	0.167 [0.163]	0.112 [0.183]	0.145 [0.386]	0.191 [0.323]	-0.089 [0.223]	-0.159 [0.285]
RFO	-0.152** [0.065]	-0.137** [0.066]	-0.100* [0.052]	-0.098* [0.051]	-0.096 [0.080]	-0.085 [0.074]	-0.057 [0.062]	-0.053 [0.062]	-0.133** [0.065]	-0.128** [0.065]	-0.118* [0.062]	-0.113* [0.069]
ENF	0.180** [0.081]	0.200** [0.078]	0.181** [0.079]	0.184** [0.079]	0.176** [0.084]	0.188** [0.089]	0.196** [0.094]	0.193** [0.093]	0.054 [0.108]	0.070 [0.100]	0.070 [0.092]	0.092 [0.093]
BO	-0.024 [0.074]	-0.022 [0.070]	-0.015 [0.065]	-0.013 [0.062]	-0.059 [0.094]	-0.045 [0.090]	-0.042 [0.079]	-0.034 [0.070]	-0.037 [0.057]	-0.038 [0.052]	-0.027 [0.054]	-0.019 [0.053]
GSYİH	-0.661 [0.602]	-1.134** [0.515]	-0.849 [0.618]	-0.833 [0.624]	-0.252 [0.220]	-0.341 [0.264]	-0.345 [0.288]	-0.356 [0.313]	-0.676 [0.578]	-0.792 [0.648]	-0.792 [0.609]	-0.848 [0.664]
DA	1.504 [1.041]	1.870* [1.017]	1.538* [0.891]	1.474 [1.014]	0.987 [0.604]	1.122* [0.625]	1.082* [0.553]	1.109** [0.491]	1.294** [0.606]	1.476** [0.750]	1.512*** [0.577]	1.550** [0.644]
DBO	0.168 [0.143]	0.162 [0.147]	0.183 [0.138]	0.187 [0.143]	0.307** [0.153]	0.298* [0.157]	0.292** [0.149]	0.285** [0.145]	0.282** [0.127]	0.283* [0.150]	0.273** [0.137]	0.272** [0.120]
ABD RFO	0.303** [0.139]	0.284* [0.150]	0.305** [0.123]	0.294** [0.128]	0.244* [0.127]	0.234 [0.148]	0.258** [0.108]	0.256** [0.116]	0.126 [0.187]	0.118 [0.195]	0.117 [0.174]	0.106 [0.156]
UDYE	-0.099 [0.513]				-0.371 [0.560]				-0.050 [0.430]			
KDYE		0.158 [0.289]				0.113 [0.240]				0.026 [0.286]		
UDYA			0.002 [0.570]				-0.176 [0.459]				-0.097 [0.581]	
KDYA				0.035 [0.283]				0.095 [0.275]				-0.068 [0.331]
Gözlem Sayısı	181	176	191	186	205	200	215	210	205	200	215	210
Ülke Sayısı	19	19	20	20	21	21	21	21	21	21	21	21
SARGAN Testi	142.375 [0.001]	141.315 [0.001]	140.862 [0.001]	138.182 [0.002]	172.012 [0.000]	171.762 [0.000]	170.082 [0.000]	168.127 [0.000]				
AR1	-2.079 [0.038]	-2.177 [0.029]	-2.086 [0.037]	-2.085 [0.037]	-2.398 [0.016]	-2.572 [0.010]	-2.430 [0.015]	-2.462 [0.014]				
AR2	-1.425 [0.154]	-1.068 [0.286]	-1.237 [0.216]	-1.200 [0.230]	0.424 [0.671]	0.508 [0.612]	0.487 [0.062]	0.296 [0.767]				
Chi2	44.26	83.76	72.17	76.61	140.6	67.23	95.71	85.94				

Standart hatalar sağlamdır ve parantez içerisinde verilmiştir. Sargan testi, AR1 ve AR2 istatistiklerine ait p değerleri parantez içerisinde verilmiştir.

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde güçlü bir pozitif etkiye sahip diğer bir değişken dışa açıklık oranıdır. Dışa açıklık oranı LSDV-C tahminleri dışında anlamlı sonuçlar vermektedir. ABD faiz oranı düşük ve orta gelirli ülkelere paralel olarak pozitif ve anlamlıdır. Kredi notlarına ait sonuçlar incelendiğinde yüksek gelirli ülkeler için azda olsa anlamlı sonuçlar göze çarpmaktadır. Uzun dönem yerli para kredi notu GMM ve system-GMM tahminlerinde doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde güçlü ve pozitif bir etkiye sahiptir.

LSDV-C tahminlerinde ise bu değişkeni ilk tahminlerin aksine negatif ve anlamsız olarak bulunmuştur. LSDV-C modellerde kredi notları değişkenlerine ait katsayıların tümü negatif ve yalnızca kısa dönem yabancı para kredi değişkeni anlamlı bir etkiye sahiptir. Yabancı para kredi notu değişkenleri tüm modellerde negatif işarete sahiptir. Kısa dönem yerli para kredi notu ise LSDV-C tahminlerinde negatif diğer tahminlerde pozitif işaretlidir.

Tablo 25 doğrudan yabancı yatırımların bağımlı değişken olarak kullanıldığı yüksek tüm ülkelere ait regresyon sonuçlarını göstermektedir. Sonuçlar incelendiğinde bağımlı değişkenin gecikmeli değerine ait katsayılar anlamlı ve doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde son derece güçlü bir pozitif etkiye sahiptir. Büyüme oranı tüm modellerde pozitif katsayılara sahip, 2, 3 ve 4 nolu modellerde anlamlıdır. Dışa açıklık oranı diğer ülke gruplarına paralel olarak tüm modellerde doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde son derece güçlü bir pozitif etkiye sahiptir. Dünya büyüme oranı yine tüm modellerde pozitif katsayı değerlerine sahip iken GMM modellerinde anlamsız katsayı değerleri sunmaktadır. Diğer modellerde ise katsayılar önemli oranda anlamlıdır. ABD faiz oranı değişkenine ait katsayılar diğer ülke grupları sonuçlarına paralel olarak pozitif ve anlamlıdır. Kredi notu değişkenlerine ait katsayılar diğer ülke grupları sonuçlarında yer alan çelişki sonuçların aksine tüm ülkelerin kullanıldığı regresyon sonuçlarına göre pozitif fakat yalnızca uzun dönem yerli para kredi notu değişkeni 1 nolu modelde istatistiksel olarak anlamlıdır. Sonuçlar kredi notlarında gerçekleşen iyileşmelerin doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde önemli bir etki yaratabileceği yorumunu desteklememektedir.

Tablo 24. Yüksek gelirli ülkeler, doğrudan yabancı yatırımlar bağımlı değişken

DEĞİŞKENLER	GMM				System - GMM				LSDV - C			
	(1) Model	(2) Model	(3) Model	(4) Model	(5) Model	(6) Model	(7) Model	(8) Model	(9) Model	(10) Model	(11) Model	(12) Model
L.DYY	0.068 [0.127]	0.067 [0.128]	0.050 [0.132]	0.047 [0.126]	0.119 [0.119]	0.107 [0.121]	0.095 [0.135]	0.107 [0.123]	0.392*** [0.062]	0.404*** [0.070]	0.384*** [0.071]	0.374*** [0.070]
DK	0.147 [0.535]	0.164 [0.561]	0.122 [0.476]	0.057 [0.491]	-0.252 [0.190]	-0.316 [0.199]	-0.306 [0.253]	-0.269 [0.215]	0.525 [0.455]	0.404 [0.543]	0.320 [0.507]	0.214 [0.507]
RFO	-0.026 [0.065]	-0.024 [0.063]	-0.025 [0.079]	-0.028 [0.067]	-0.053 [0.052]	-0.058 [0.056]	-0.062 [0.067]	-0.053 [0.058]	-0.015 [0.101]	-0.029 [0.098]	-0.027 [0.109]	-0.025 [0.108]
ENF	-0.057 [0.036]	-0.060 [0.037]	-0.066* [0.036]	-0.065* [0.037]	-0.030 [0.032]	-0.034 [0.033]	-0.042 [0.035]	-0.040 [0.036]	-0.022 [0.063]	-0.023 [0.064]	-0.016 [0.066]	-0.017 [0.065]
BO	0.093 [0.078]	0.091 [0.080]	0.085 [0.068]	0.095 [0.076]	0.128 [0.078]	0.122 [0.080]	0.128* [0.070]	0.129* [0.078]	0.071 [0.084]	0.079 [0.073]	0.092 [0.086]	0.102 [0.086]
GSYİH	-0.125 [1.289]	-0.079 [1.162]	-0.114 [1.133]	-0.351 [1.159]	0.333 [0.222]	0.465 [0.284]	0.382 [0.304]	0.328 [0.235]	0.801 [0.941]	0.531 [0.751]	0.936 [0.726]	0.684 [0.751]
DA	3.914* [2.027]	3.875** [1.929]	4.176** [1.728]	4.375*** [1.687]	1.580*** [0.430]	1.719*** [0.514]	1.693*** [0.448]	1.606*** [0.429]	1.284 [1.037]	1.400 [1.056]	1.060 [0.883]	1.395 [0.878]
DBO	0.016 [0.145]	0.019 [0.145]	0.016 [0.150]	0.004 [0.137]	0.009 [0.126]	0.001 [0.128]	0.007 [0.144]	0.017 [0.134]	0.223 [0.136]	0.208 [0.159]	0.204 [0.172]	0.191 [0.171]
ABD RFO	0.467*** [0.130]	0.477*** [0.130]	0.499*** [0.128]	0.493*** [0.127]	0.471*** [0.152]	0.501*** [0.157]	0.516*** [0.166]	0.495*** [0.152]	0.242* [0.144]	0.234 [0.166]	0.254* [0.138]	0.250* [0.137]
UDYE	0.660* [0.352]				0.732** [0.286]				-0.436 [0.517]			
KDYE		0.509 [0.457]				0.599 [0.408]				-0.403 [0.473]		
UDYA			-0.849 [1.920]				-1.478 [2.204]				-1.081 [0.962]	
KDYA				-0.734 [0.922]				-0.736 [1.012]				-1.068* [0.582]
Gözlem Sayısı	195	193	196	196	220	218	221	221	220	218	221	221
Ülke Sayısı	24	24	24	24	25	25	25	25	25	25	25	25
SARGAN Testi	122.734 [0.015]	122.406 [0.016]	125.416 [0.010]	125.607 [0.010]	142.455 [0.009]	139.993 [0.013]	146.053 [0.005]	146.193 [0.005]				
AR1	-2.167 [0.030]	-2.174 [0.030]	-2.184 [0.030]	-2.161 [0.030]	-2.298 [0.022]	-2.326 [0.020]	-2.319 [0.020]	-2.253 [0.024]				
AR2	1.201 [0.230]	1.212 [0.226]	1.156 [0.248]	1.145 [0.252]	1.418 [0.156]	1.435 [0.151]	1.380 [0.168]	1.373 [0.170]				
Chi2	89.86	85.59	197.4	232.1	156.5	180.4	125.4	118.7				

Standart hatalar sağlamdır ve parantez içerisinde verilmiştir. Sargan testi, AR1 ve AR2 istatistiklerine ait p değerleri parantez içerisinde verilmiştir.

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Tablo 26 doğrudan yabancı yatırımların bağımlı değişken olarak kullanıldığı spekülasyon yatırım derecesine sahip ülkelere ait regresyon sonuçlarını göstermektedir. Bağımlı değişkenin gecikmeli değerlerine ait katsayılar yine bu grup içinde pozitif ve önemli oranda anlamlıdır. Spekülasyon yatırım derecesine sahip ülkeler genellikle düşük ve orta gelir grubuna dahil olan ülkelere oluşmaktadır. Enflasyon oranı değişkenine ait katsayılar anlamsız olmasına rağmen düşük ve orta gelirli ülke sonuçlarına paralel olarak pozitif işaretlidir. Bu sonuçlar enflasyon oranının düşük gelirli ülkelerde doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde olumlu yüksek gelirli ülkelere ise olumsuz sonuçlar doğurduğu yorumlarını güçlendirmektedir. Dışa açıklık oranı ve dünya büyüme oranı diğer modellerdeki gibi doğrudan yabancı yatırımları pozitif ve anlamlı olarak etkileyen değişkenlerdir. ABD faiz oranı diğer ülke gruplarından farklı olarak burada beklenildiği gibi negatif işaretli fakat anlamsızdır. Kredi notu değişkenleri yine bu grup içinde tutarlı katsayı işaretlerine sahiptir. Katsayıların 10 nolu model dışında tümü pozitiftir. Katsayılar anlamlı olmasına rağmen kredi notu iyileşmelerinin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki olumlu etkisi sadece 5 ve 7 nolu modellerde desteklenmektedir.

Tablo 27 doğrudan yabancı yatırımların bağımlı değişken olarak kullanıldığı yatırım yapılabılır dereceye sahip ülkelere ait regresyon sonuçlarını göstermektedir. Bağımlı değişkenin gecikmeli değerlerine ait katsayılar tüm ülke gruplarında olduğu gibi burada da doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde güçlü ve pozitif bir etkiye sahiptir. Tüm ülke gruplarının bu sonuçları desteklemesi doğrudan yabancı yatırımların bir önceki yıla ait değerlerinin doğrudan yabancı yatırımların en önemli belirleyicilerinden biri olduğu sonucuna kesinlik katmaktadır. Diğer ülke gruplarından farklı olarak burada döviz kurunun pozitif ve anlamlı bir etkisi görülmektedir. GSYİH büyüme oranı ve dışa açıklık oranı GMM ve system-GMM modellerinde pozitif ve anlamlı katsayılara sahip iken LSDV-C modelde pozitif olmasına rağmen anlamsız sonuçlar sergilemektedir. Doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde olumlu etkiye sahip olan bir diğer değişken dünya büyüme oranı katsayıları ise LSDV-C modellerinde pozitif ve anlamlı, GMM ve system-GMM modellerinde pozitif olmasına rağmen anlamsızdır. ABD faiz oranı yine bu grup içinde doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde anlamlı pozitif bir etkiye sahiptir. Kredi notu değişkenlerine ait katsayılar yine tüm modeller için pozitif işaretlere sahip iken 1 ve 2 nolu modeller dışında katsayılar istatistiksel olarak anlamsızdır.

Tablo 25. Tüm ülkeler, doğrudan yabancı yatırımlar bağımlı değişken

DEĞİŞKENLER	GMM				System - GMM				LSDV - C			
	(1) Model	(2) Model	(3) Model	(4) Model	(5) Model	(6) Model	(7) Model	(8) Model	(9) Model	(10) Model	(11) Model	(12) Model
L.DYY	0.165** [0.078]	0.166** [0.073]	0.181** [0.079]	0.171** [0.076]	0.201*** [0.063]	0.190*** [0.062]	0.207*** [0.063]	0.195*** [0.064]	0.387*** [0.036]	0.387*** [0.042]	0.409*** [0.041]	0.390*** [0.044]
DK	0.243 [0.310]	0.340 [0.383]	0.292 [0.324]	0.384 [0.362]	0.123 [0.147]	0.108 [0.150]	0.120 [0.149]	0.143 [0.142]	0.157 [0.182]	0.191 [0.187]	0.025 [0.138]	-0.001 [0.128]
RFO	-0.025 [0.029]	-0.003 [0.031]	-0.036 [0.028]	-0.020 [0.029]	-0.021 [0.029]	0.002 [0.032]	-0.024 [0.027]	-0.008 [0.027]	-0.044 [0.034]	-0.040 [0.036]	-0.050 [0.032]	-0.040 [0.032]
ENF	0.069 [0.052]	0.077 [0.051]	0.069 [0.051]	0.068 [0.048]	0.076 [0.057]	0.083 [0.057]	0.076 [0.057]	0.071 [0.053]	0.062 [0.039]	0.055 [0.045]	0.057 [0.035]	0.062 [0.045]
BO	0.060 [0.042]	0.080* [0.043]	0.070* [0.038]	0.082** [0.038]	0.035 [0.048]	0.053 [0.048]	0.043 [0.044]	0.059 [0.046]	0.015 [0.035]	0.020 [0.036]	0.024 [0.033]	0.028 [0.035]
GSYİH	-0.310 [0.437]	-0.184 [0.497]	-0.253 [0.402]	-0.101 [0.401]	0.208 [0.214]	0.178 [0.203]	0.214 [0.197]	0.251 [0.214]	0.273 [0.324]	0.361 [0.367]	0.049 [0.278]	0.083 [0.280]
DA	1.331*** [0.360]	1.166*** [0.423]	1.173*** [0.350]	1.112*** [0.383]	1.303*** [0.478]	1.361*** [0.485]	1.242*** [0.459]	1.351*** [0.491]	0.933*** [0.352]	0.837** [0.339]	0.915*** [0.285]	0.930*** [0.315]
DBO	0.096 [0.063]	0.094 [0.066]	0.092 [0.061]	0.087 [0.063]	0.141** [0.067]	0.128* [0.069]	0.129* [0.067]	0.114* [0.069]	0.236*** [0.058]	0.238*** [0.063]	0.219*** [0.079]	0.217*** [0.063]
ABD RFO	0.284*** [0.083]	0.276*** [0.082]	0.303*** [0.083]	0.306*** [0.081]	0.310*** [0.093]	0.302*** [0.092]	0.330*** [0.093]	0.325*** [0.092]	0.109 [0.076]	0.111 [0.084]	0.106* [0.060]	0.105 [0.073]
UDYE	0.440* [0.263]				0.205 [0.296]				0.167 [0.238]			
KDYE		0.365 [0.287]				0.264 [0.307]				0.054 [0.185]		
UDYA			0.185 [0.220]				0.030 [0.190]				0.152 [0.117]	
KDYA				0.137 [0.172]				0.041 [0.170]				0.050 [0.088]
Gözlem Sayısı	601	583	623	606	671	653	693	676	671	653	693	676
Ülke Sayısı	64	64	65	65	67	67	67	67	67	67	67	67
SARGAN Testi	185.601 [0.000]	180.294 [0.000]	188.090 [0.000]	183.804 [0.000]	221.768 [0.000]	216.691 [0.000]	225.701 [0.000]	220.209 [0.000]				
AR1	-4.173 [0.000]	-4.220 [0.000]	-4.296 [0.000]	-4.295 [0.000]	-4.947 [0.000]	-4.922 [0.000]	-5.000 [0.000]	-4.933 [0.000]				
AR2	2.065 [0.039]	2.048 [0.041]	2.135 [0.033]	2.028 [0.043]	2.518 [0.012]	2.399 [0.016]	2.503 [0.012]	2.359 [0.018]				
Chi2	121.3	93.52	122.5	90.54	115.9	113.1	118.7	113.5				

Standart hatalar sağlamdır ve parantez içerisinde verilmiştir. Sargan testi, AR1 ve AR2 istatistiklerine ait p değerleri parantez içerisinde verilmiştir.

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Tablo 26. Spekülatif yatırım derecesine sahip ülkeler, doğrudan yabancı yatırımlar bağımlı değişken

DEĞİŞKENLER	GMM				System - GMM				LSDV - C			
	(1) Model	(2) Model	(3) Model	(4) Model	(5) Model	(6) Model	(7) Model	(8) Model	(9) Model	(10) Model	(11) Model	(12) Model
L.DYY	0.320*** [0.088]	0.308*** [0.086]	0.317*** [0.083]	0.253*** [0.089]	0.422*** [0.086]	0.410*** [0.089]	0.410*** [0.095]	0.392*** [0.108]	0.509*** [0.076]	0.509*** [0.065]	0.516*** [0.061]	0.468*** [0.070]
DK	-0.450 [0.370]	-0.506 [0.512]	-0.509 [0.423]	-0.728 [0.491]	0.055 [0.140]	-0.011 [0.135]	0.017 [0.127]	-0.031 [0.130]	-0.192 [0.248]	-0.316 [0.342]	-0.275 [0.221]	-0.482 [0.322]
RFO	-0.048 [0.040]	0.001 [0.047]	-0.042 [0.039]	0.007 [0.050]	-0.020 [0.044]	0.007 [0.042]	-0.012 [0.040]	0.019 [0.046]	-0.050 [0.047]	-0.045 [0.057]	-0.046 [0.044]	-0.024 [0.047]
ENF	0.118 [0.117]	0.124 [0.111]	0.120 [0.113]	0.164* [0.098]	0.146 [0.141]	0.123 [0.129]	0.161 [0.132]	0.179 [0.126]	0.114 [0.092]	0.094 [0.106]	0.130 [0.083]	0.166 [0.104]
BO	-0.007 [0.084]	0.059 [0.103]	0.008 [0.068]	0.067 [0.091]	-0.040 [0.102]	0.005 [0.112]	-0.030 [0.076]	-0.018 [0.084]	0.007 [0.061]	0.026 [0.075]	0.023 [0.072]	0.052 [0.064]
GSYİH	-0.276 [0.477]	0.110 [0.503]	-0.481 [0.494]	-0.013 [0.349]	0.043 [0.360]	0.039 [0.403]	0.060 [0.330]	0.253 [0.305]	0.008 [0.577]	0.141 [0.477]	-0.045 [0.478]	0.096 [0.522]
DA	1.493** [0.742]	1.166* [0.670]	1.413* [0.769]	1.356** [0.649]	0.674 [0.477]	0.767* [0.407]	0.553 [0.479]	0.552 [0.550]	1.229** [0.548]	1.051** [0.463]	1.234*** [0.467]	1.253** [0.502]
DBO	0.317*** [0.067]	0.291*** [0.074]	0.279*** [0.066]	0.260*** [0.076]	0.394*** [0.085]	0.370*** [0.088]	0.366*** [0.086]	0.364*** [0.091]	0.366*** [0.109]	0.357*** [0.098]	0.351*** [0.123]	0.339*** [0.114]
ABD RFO	-0.050 [0.088]	-0.042 [0.096]	-0.012 [0.077]	-0.021 [0.099]	-0.028 [0.090]	-0.030 [0.089]	0.085 [0.060]	0.048 [0.071]	-0.203 [0.152]	-0.195 [0.141]	-0.200 [0.149]	-0.212 [0.163]
UDYE	0.296 [0.261]				0.709** [0.336]				0.167 [0.272]			
KDYE		0.088 [0.264]				0.259 [0.349]				-0.039 [0.217]		
UDYA			0.573 [0.349]				0.737** [0.303]				0.240 [0.372]	
KDYA				0.176 [0.364]				0.343 [0.357]				0.020 [0.275]
Gözlem Sayısı	203	194	211	200	226	217	234	223	226	217	234	223
Ülke Sayısı	20	20	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21
SARGAN Testi	117.882 [0.145]	116.714 [0.170]	120.196 [0.118]	123.129 [0.086]	145.222 [0.039]	148.359 [0.027]	151.545 [0.017]	155.447 [0.010]				
AR1	-2.584 [0.010]	-2.569 [0.010]	-2.685 [0.007]	-2.464 [0.014]	-2.629 [0.009]	-2.634 [0.008]	-2.703 [0.007]	-2.535 [0.011]				
AR2	1.086 [0.277]	1.010 [0.312]	1.131 [0.258]	0.981 [0.327]	1.170 [0.242]	1.144 [0.253]	1.179 [0.238]	1.230 [0.219]				
Chi2	135.6	206.7	136.3	187.9	83.20	132.8	170.8	160.2				

Standart hatalar sağlamdır ve parantez içerisinde verilmiştir. Sargan testi, AR1 ve AR2 istatistiklerine ait p değerleri parantez içerisinde verilmiştir.

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1



Tablo 27: Yatırım yapılabilir dereceye sahip ülkeler, doğrudan yabancı yatırımlar bağımlı değişken

DEĞİŞKENLER	GMM				System - GMM				LSDV - C			
	(1) Model	(2) Model	(3) Model	(4) Model	(5) Model	(6) Model	(7) Model	(8) Model	(9) Model	(10) Model	(11) Model	(12) Model
L.DYY	0.062 [0.093]	0.075 [0.086]	0.079 [0.094]	0.080 [0.092]	0.118 [0.074]	0.122* [0.071]	0.126* [0.074]	0.125* [0.074]	0.281*** [0.055]	0.281*** [0.054]	0.298*** [0.061]	0.299*** [0.053]
DK	0.831** [0.327]	0.868** [0.355]	0.853** [0.341]	0.918*** [0.352]	0.266 [0.201]	0.304 [0.227]	0.271 [0.201]	0.287 [0.216]	0.499** [0.246]	0.532** [0.236]	0.337* [0.179]	0.344 [0.250]
RFO	-0.031 [0.040]	-0.026 [0.039]	-0.039 [0.044]	-0.037 [0.043]	-0.047 [0.045]	-0.040 [0.046]	-0.057 [0.047]	-0.059 [0.046]	-0.036 [0.041]	-0.036 [0.043]	-0.040 [0.050]	-0.037 [0.042]
ENF	0.032 [0.045]	0.033 [0.046]	0.033 [0.044]	0.030 [0.044]	-0.004 [0.043]	-0.001 [0.043]	-0.007 [0.042]	-0.008 [0.042]	0.047 [0.046]	0.046 [0.054]	0.039 [0.039]	0.036 [0.048]
BO	0.093** [0.047]	0.096** [0.045]	0.098** [0.047]	0.094** [0.046]	0.093* [0.050]	0.102** [0.049]	0.102** [0.051]	0.100** [0.050]	0.022 [0.043]	0.024 [0.049]	0.025 [0.044]	0.027 [0.043]
GSYİH	0.017 [0.603]	-0.176 [0.638]	-0.114 [0.557]	-0.124 [0.569]	-0.117 [0.177]	-0.191 [0.210]	-0.121 [0.201]	-0.142 [0.218]	0.483 [0.437]	0.454 [0.379]	0.197 [0.340]	0.214 [0.474]
DA	2.081** [0.843]	2.212*** [0.829]	2.075*** [0.639]	2.134*** [0.638]	1.748*** [0.472]	1.761*** [0.505]	1.785*** [0.455]	1.798*** [0.464]	0.771 [0.601]	0.797 [0.578]	0.698 [0.450]	0.662 [0.582]
DBO	0.009 [0.093]	0.014 [0.095]	0.005 [0.097]	0.006 [0.098]	0.023 [0.096]	0.026 [0.099]	0.006 [0.096]	0.002 [0.098]	0.165* [0.092]	0.166** [0.077]	0.154** [0.077]	0.156* [0.093]
ABD RFO	0.330*** [0.096]	0.312*** [0.096]	0.334*** [0.097]	0.339*** [0.098]	0.337*** [0.105]	0.328*** [0.102]	0.350*** [0.111]	0.355*** [0.111]	0.235*** [0.079]	0.233*** [0.088]	0.214** [0.087]	0.210** [0.091]
UDYE	0.736** [0.363]				0.691 [0.440]				0.146 [0.288]			
KDYE		0.760* [0.406]				0.718 [0.477]				0.179 [0.287]		
UDYA			0.142 [0.134]				0.036 [0.159]				0.125 [0.141]	
KDYA				0.162 [0.152]				0.058 [0.204]				0.106 [0.118]
Gözlem Sayısı	398	389	412	406	445	436	459	453	445	436	459	453
Ülke Sayısı	44	44	44	44	46	46	46	46	46	46	46	46
SARGAN Testi	171.640 [0.000]	170.298 [0.000]	173.750 [0.000]	173.874 [0.000]	202.555 [0.000]	201.227 [0.000]	206.158 [0.000]	206.660 [0.000]				
AR1	-3.084 [0.002]	-3.132 [0.002]	-3.051 [0.002]	-3.045 [0.002]	-3.446 [0.001]	-3.450 [0.001]	-3.394 [0.001]	-3.374 [0.001]				
AR2	1.291 [0.197]	1.348 [0.178]	1.363 [0.173]	1.211 [0.226]	1.987 [0.047]	1.861 [0.063]	1.935 [0.053]	1.725 [0.085]				
Chi2	100.8	91.84	150.2	139.0	115.3	104.9	108.4	107.0				

Standart hatalar sağlamdır ve parantez içerisinde verilmiştir. Sargan testi, AR1 ve AR2 istatistiklerine ait p değerleri parantez içerisinde verilmiştir.

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

### 3.5.2. Hisse senedi yatırımları

Tablo 28 düşük gelirli ülkelere ait regresyon sonuçlarını göstermektedir. Hisse senedi yatırımları bağımlı değişken olarak kullanıldığı modellere ait sonuçlara baktığımızda bağımlı değişkenin gecikmeli değeri tüm modellerde istatistiksel olarak anlamsızdır. Hisse senedi yatırımları üzerinde etkili olan değişkenlerden ABD reel faiz oranı neredeyse tüm modellerde anlamlı ve katsayıları pozitif işarete sahiptir. GSYİH büyüme oranı tüm modellerde pozitif katsayıya sahip olmasına rağmen sadece 7, 9, 11 nolu modellerde istatistiksel olarak anlamlıdır.

Kredi notlarına ait değişkenlere baktığımızda, tüm değişkenler her modelde negatif katsayıya sahiptirler. Fakat yalnızca 2 nolu modelde yer alan kısa dönem yerli para kredi notu istatistiksel olarak anlamlıdır. Ülke kredi notları esas itibariyle ülkelerin borçlarını geri ödeme riskini yani ülke tahvillerine ait riski ölçmekte kullanılmaktadır. Kredi notlarında yaşanan iyileşmeler ülke riskini ve tahvillerine olan talebi artırabilir. Bu durum ise finansal sermaye yatırımlarının sabit olduğu varsayımı altında hisse senedi yatırımlarını üzerinde bir dışlama etkisi yaratabilir. Artan kredi notu yatırımcıları hisse senetleri yatırımlarından tahvil yatırımlarına yöneltebilir.

Tablo 29 orta gelirli ülkelere ait regresyon sonuçlarını göstermektedir. Düşük gelirli ülkelerin aksine orta gelirli ülke grubunda bağımlı değişkenin gecikmeli değerinin bağımlı değişken üzerinde etkili olduğu yönünde kanıtlar bulunmaktadır. Tüm modeller beklenmedik bir şekilde bağımlı değişkenin gecikmeli değerine ait katsayılar negatif işaretlidir fakat yalnızca 2 ve 4 nolu modellerde istatistiksel olarak anlamlıdır. Faiz oranı değişkeni tüm modellerde negatif katsayıya sahip olmasına rağmen yalnızca 11 nolu modelde anlamlı gözükmektedir. Yine burada da faiz oranı artışının hisse senedi yatırımları üzerinde yarattığı bozucu etkiler dışlama etkisi olarak düşünülebilir. ABD reel faiz oranı ise düşük gelirli ülkelerin aksine tüm modellerde anlamsızdır. Ülkenin dışa açıklık oranını temsil eden değişkene ait sonuçlar ise çelişkilidir. GMM tahminlerine ait katsayılar negatif ve anlamlı iken system-GMM tahminlerine ait katsayılar pozitif ve anlamsızdır. Yine LSDV-C model GMM gibi negatif katsayılar sergilemesine rağmen bu modelden farklı olarak anlamsız sonuçlar vermektedir. Yine kredi notu değişkenlerine ait katsayıların tümü 12 nolu model dışında anlamlı ve katsayıları negatiftir. Sonuçlar ülke kredi notlarında yaşanan iyileşmelerin orta gelir grubuna ait ülkelere hisse senedi yatırımlarını olumsuz yönde etkilediğini göstermektedir.

Tablo 28. Düşük gelirli ülkeler, hisse senedi yatırımları bağımlı değişken

DEĞİŞKENLER	GMM				System - GMM				LSDV - C			
	(1) Model	(2) Model	(3) Model	(4) Model	(5) Model	(6) Model	(7) Model	(8) Model	(9) Model	(10) Model	(11) Model	(12) Model
L.HSY	-0.139 [0.132]	-0.142 [0.130]	-0.131 [0.130]	-0.132 [0.129]	-0.133 [0.153]	-0.134 [0.151]	-0.121 [0.151]	-0.120 [0.150]	-0.032 [0.079]	-0.041 [0.074]	-0.032 [0.072]	-0.036 [0.070]
DK	0.193 [1.127]	-0.262 [1.142]	0.163 [0.811]	0.271 [0.915]	0.032 [0.188]	0.074 [0.177]	0.059 [0.155]	0.052 [0.154]	-0.341 [0.723]	-0.990 [1.084]	-0.238 [0.573]	-0.452 [0.567]
RFO	-0.118 [0.126]	-0.156 [0.125]	-0.091 [0.112]	-0.131 [0.110]	-0.126 [0.174]	-0.144 [0.184]	-0.109 [0.147]	-0.140 [0.151]	-0.047 [0.139]	-0.022 [0.115]	-0.042 [0.119]	-0.045 [0.119]
ENF	-0.134 [0.255]	-0.192 [0.242]	-0.097 [0.225]	-0.091 [0.228]	-0.212 [0.267]	-0.218 [0.258]	-0.125 [0.207]	-0.115 [0.211]	0.009 [0.211]	0.040 [0.192]	0.067 [0.197]	0.090 [0.181]
BO	0.299 [0.229]	0.266 [0.269]	0.284 [0.203]	0.238 [0.228]	0.344 [0.218]	0.303 [0.259]	0.341* [0.197]	0.318 [0.216]	0.255* [0.143]	0.275 [0.181]	0.233* [0.136]	0.238 [0.156]
GSYİH	1.074 [2.021]	1.092 [1.777]	1.151 [1.808]	1.157 [1.723]	-0.154 [0.608]	-0.204 [0.581]	-0.233 [0.540]	-0.184 [0.541]	0.920 [1.081]	0.644 [1.365]	1.010 [1.182]	0.839 [1.216]
DA	-1.058 [1.730]	-0.671 [1.623]	-0.823 [1.892]	-0.755 [1.888]	-0.277 [0.724]	-0.373 [0.740]	-0.789 [0.748]	-0.801 [0.720]	-0.225 [1.534]	0.215 [1.504]	0.119 [1.339]	0.322 [1.075]
DBO	-0.286 [0.307]	-0.267 [0.299]	-0.283 [0.310]	-0.264 [0.316]	-0.371 [0.285]	-0.335 [0.296]	-0.358 [0.289]	-0.354 [0.296]	-0.205 [0.224]	-0.252 [0.298]	-0.162 [0.249]	-0.176 [0.236]
ABD RFO	0.676** [0.317]	0.604* [0.340]	0.642* [0.331]	0.640* [0.340]	0.597* [0.346]	0.591* [0.348]	0.551* [0.324]	0.541* [0.322]	0.498* [0.288]	0.471 [0.335]	0.459 [0.320]	0.450* [0.273]
UDYE	-0.682 [1.081]				-0.915 [0.863]				-0.462 [0.703]			
KDYE		-1.589* [0.915]				-1.024 [0.807]				-0.614 [0.657]		
UDYA			-0.216 [0.209]				-0.143 [0.211]				-0.144 [0.399]	
KDYA				-0.232 [0.294]				-0.120 [0.341]				-0.155 [0.305]
Gözlem Sayısı	215	205	224	217	236	226	245	238	236	226	245	238
Ülke Sayısı	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21
SARGAN Testi	129.155 [0.048]	126.562 [0.057]	133.323 [0.028]	129.494 [0.046]	155.087 [0.012]	152.170 [0.016]	158.774 [0.007]	154.362 [0.014]				
AR1	-2.823 [0.005]	-2.781 [0.005]	-2.822 [0.005]	-2.843 [0.004]	-3.098 [0.002]	-3.074 [0.002]	-3.131 [0.001]	-3.158 [0.002]				
AR2	1.412 [0.158]	1.421 [0.155]	1.353 [0.176]	1.396 [0.162]	1.679 [0.093]	1.690 [0.091]	1.635 [0.102]	1.692 [0.090]				
Chi2	24.24	34.29	44.63	38.68	32.97	26.33	31.79	29.91				

Standart hatalar sağlamdır ve parantez içerisinde verilmiştir. Sargan testi, AR1 ve AR2 istatistiklerine ait p değerleri parantez içerisinde verilmiştir.

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Tablo 29. Orta gelirli ülkeler, hisse senedi yatırımları bağımlı değişken

DEĞİŞKENLER	GMM				System - GMM				LSDV - C			
	(1) Model	(2) Model	(3) Model	(4) Model	(5) Model	(6) Model	(7) Model	(8) Model	(9) Model	(10) Model	(11) Model	(12) Model
L.HSY	-0.119 [0.089]	-0.131* [0.073]	-0.151 [0.094]	-0.133* [0.079]	-0.090 [0.104]	-0.096 [0.092]	-0.127 [0.107]	-0.108 [0.100]	-0.060 [0.082]	-0.022 [0.080]	-0.083 [0.076]	-0.009 [0.087]
DK	-0.406 [1.425]	-0.725 [1.423]	-1.202 [1.241]	-1.276 [1.285]	0.545 [0.376]	0.564 [0.360]	0.518 [0.383]	0.549 [0.380]	0.060 [1.256]	0.182 [1.255]	-1.008 [0.831]	-1.058 [1.046]
RFO	-0.173 [0.231]	-0.160 [0.233]	-0.179 [0.186]	-0.177 [0.187]	-0.238 [0.245]	-0.223 [0.237]	-0.257 [0.200]	-0.253 [0.201]	-0.214 [0.196]	-0.211 [0.166]	-0.294* [0.170]	-0.300 [0.239]
ENF	-0.180 [0.323]	-0.120 [0.316]	-0.170 [0.324]	-0.063 [0.299]	-0.151 [0.320]	-0.098 [0.314]	-0.137 [0.330]	-0.035 [0.316]	-0.151 [0.284]	-0.038 [0.308]	-0.084 [0.273]	0.064 [0.345]
BO	0.099 [0.232]	0.137 [0.236]	-0.056 [0.203]	-0.047 [0.213]	-0.057 [0.260]	-0.045 [0.253]	-0.179 [0.240]	-0.173 [0.242]	-0.078 [0.203]	-0.007 [0.173]	-0.193 [0.219]	-0.119 [0.182]
GSYİH	2.123 [1.800]	2.161 [1.924]	1.543 [2.571]	1.242 [2.605]	-0.697* [0.397]	-0.637 [0.462]	-0.730 [0.487]	-0.762 [0.509]	1.179 [1.820]	0.802 [2.195]	0.850 [2.029]	0.346 [2.039]
DA	-3.634* [1.892]	-3.884** [1.812]	-2.351 [1.766]	-3.314** [1.627]	0.564 [1.569]	0.464 [1.435]	0.727 [1.693]	0.020 [1.568]	-1.158 [2.104]	-0.514 [2.198]	0.485 [1.683]	-0.194 [1.861]
DBO	-0.467 [0.310]	-0.439 [0.325]	-0.376 [0.295]	-0.313 [0.321]	-0.419 [0.342]	-0.368 [0.346]	-0.353 [0.329]	-0.316 [0.360]	-0.285 [0.412]	-0.343 [0.358]	-0.210 [0.401]	-0.287 [0.394]
ABD RFO	0.477 [0.492]	0.510 [0.458]	0.527 [0.466]	0.330 [0.452]	0.030 [0.451]	-0.008 [0.420]	0.173 [0.356]	-0.001 [0.337]	0.169 [0.448]	0.124 [0.575]	0.113 [0.440]	-0.078 [0.477]
UDYE	-3.993** [1.795]				-3.126* [1.616]				-3.587*** [1.391]			
KDYE		-2.779*** [0.800]				-1.963*** [0.612]				-1.467* [0.891]		
UDYA			-4.280** [1.951]				-3.647** [1.651]				-4.690*** [1.741]	
KDYA				-2.403*** [0.705]				-1.804*** [0.597]				-1.475 [0.941]
Gözlem Sayısı	163	161	172	170	186	184	195	193	186	184	195	193
Ülke Sayısı	18	18	18	18	21	21	21	21	21	21	21	21
SARGAN Testi	108.893 [0.140]	108.877 [0.140]	111.546 [0.105]	111.603 [0.104]	123.461 [0.147]	125.436 [0.120]	128.959 [0.083]	128.545 [0.086]				
AR1	-3.340 [0.001]	-3.247 [0.001]	-3.147 [0.002]	-3.146 [0.002]	-3.147 [0.002]	-3.133 [0.002]	-3.083 [0.002]	-3.168 [0.001]				
AR2	-1.532 [0.125]	-1.629 [0.103]	-0.522 [0.601]	-0.419 [0.675]	-1.407 [0.159]	-1.443 [0.149]	-0.335 [0.738]	-0.234 [0.815]				
Chi2	16.11	96.01	9.867	97.84	43.25	50.67	30.59	60.22				

Standart hatalar sağlamdır ve parantez içerisinde verilmiştir. Sargan testi, AR1 ve AR2 istatistiklerine ait p değerleri parantez içerisinde verilmiştir.

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Tablo 30: Yüksek gelirli ülkeler, hisse senedi yatırımları bağımlı değişken

DEĞİŞKENLER	GMM				System - GMM				LSDV - C			
	(1) Model	(2) Model	(3) Model	(4) Model	(5) Model	(6) Model	(7) Model	(8) Model	(9) Model	(10) Model	(11) Model	(12) Model
L.HSY	0.062 [0.132]	0.058 [0.153]	0.065 [0.131]	0.064 [0.131]	0.093 [0.131]	0.086 [0.148]	0.092 [0.135]	0.094 [0.133]	0.123 [0.076]	0.111 [0.070]	0.124 [0.086]	0.125 [0.086]
DK	1.466 [1.114]	1.373 [0.918]	0.741 [1.066]	1.080 [1.055]	0.012 [0.254]	-0.014 [0.246]	-0.013 [0.216]	0.006 [0.233]	2.145* [1.095]	2.114* [1.094]	1.879 [1.211]	1.953 [1.206]
RFO	-0.229 [0.302]	-0.210 [0.312]	-0.254 [0.294]	-0.242 [0.298]	-0.267 [0.257]	-0.247 [0.264]	-0.296 [0.244]	-0.280 [0.252]	-0.165 [0.219]	-0.161 [0.234]	-0.187 [0.193]	-0.176 [0.192]
ENF	-0.168 [0.147]	-0.155 [0.145]	-0.176 [0.144]	-0.174 [0.146]	-0.205 [0.151]	-0.186 [0.147]	-0.221 [0.151]	-0.217 [0.152]	-0.138 [0.162]	-0.126 [0.143]	-0.138 [0.141]	-0.138 [0.140]
BO	0.014 [0.187]	0.006 [0.191]	0.035 [0.184]	0.028 [0.187]	-0.045 [0.212]	-0.043 [0.208]	-0.031 [0.218]	-0.038 [0.217]	0.076 [0.198]	0.084 [0.204]	0.108 [0.187]	0.099 [0.183]
GSYİH	-1.324 [2.262]	-1.504 [1.756]	-1.729 [2.257]	-1.740 [2.307]	0.060 [0.276]	0.142 [0.272]	0.162 [0.313]	0.094 [0.260]	0.119 [1.944]	0.152 [1.462]	0.363 [1.735]	0.085 [1.790]
DA	3.200 [2.715]	3.501 [2.543]	3.770 [2.544]	3.617 [2.597]	1.277 [0.922]	1.338 [0.888]	1.372 [0.838]	1.292 [0.823]	-1.132 [2.106]	-1.089 [1.510]	-1.385 [2.069]	-1.126 [2.196]
DBO	0.184 [0.232]	0.158 [0.213]	0.126 [0.235]	0.151 [0.232]	0.144 [0.236]	0.120 [0.227]	0.123 [0.244]	0.136 [0.240]	0.173 [0.325]	0.162 [0.342]	0.152 [0.301]	0.153 [0.299]
ABD RFO	-0.364 [0.351]	-0.331 [0.352]	-0.331 [0.354]	-0.349 [0.352]	-0.112 [0.294]	-0.064 [0.288]	-0.050 [0.291]	-0.077 [0.289]	-0.179 [0.286]	-0.188 [0.247]	-0.164 [0.293]	-0.177 [0.291]
UDYE	0.518 [0.662]				0.738 [1.016]				0.250 [0.985]			
KDYE		-0.364 [0.745]				0.049 [1.107]				-0.039 [0.999]		
UDYA			-2.732** [1.367]				-1.577 [2.284]				-1.389 [2.830]	
KDYA				-0.799 [0.686]				-0.441 [1.181]				-0.476 [1.568]
Gözlem Sayısı	177	175	178	178	200	198	201	201	200	198	201	201
Ülke Sayısı	22	22	22	22	23	23	23	23	23	23	23	23
SARGAN Testi	103.731 [0.171]	106.352 [0.130]	103.362 [0.177]	104.512 [0.157]	109.224 [0.369]	112.825 [0.283]	109.969 [0.350]	110.435 [0.339]				
AR1	-2.683 [0.007]	-2.480 [0.013]	-2.658 [0.008]	-2.668 [0.008]	-2.760 [0.006]	-2.580 [0.010]	-2.729 [0.006]	-2.748 [0.006]				
AR2	0.138 [0.890]	-0.0850 [0.932]	0.135 [0.893]	0.144 [0.886]	0.314 [0.753]	0.0471 [0.962]	0.281 [0.778]	0.300 [0.764]				
Chi2	12.27	23.80	57.77	18.22	16.28	14.70	23.48	20.10				

Standart hatalar sağlamdır ve parantez içerisinde verilmiştir. Sargan testi, AR1 ve AR2 istatistiklerine ait p değerleri parantez içerisinde verilmiştir.

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Tablo 30 yüksek gelirli ülkelere ait regresyon sonuçlarını göstermektedir. Bağımlı değişkenin gecikmeli değerine ait katsayılara baktığımızda, düşük ve orta gelirli ülkelerin aksine tüm modellerde katsayılar pozitif işaretlidir. Bu durum yüksek gelirli ülkelerde hisse senedi yatırımlarının bir önceki yıla ait değerlerden olumlu bir şekilde etkilendiğini göstermektedir fakat tüm modellerde katsayılar anlamsızdır. Orta ve düşük gelirli ülkelere farklı olarak burada döviz kurundaki yükselmelerin hisse senedi yatırımlarını pozitif etkilediği yönünde kanıtlar bulunmaktadır. 9 ve 10 nolu modellerde döviz kuruna ait katsayılar pozitif ve anlamlıdır. Bunun dışında kullanılan tüm değişkenler istatistiksel olarak anlamsızdır. Kredi notları değişkenlerine bakıldığında uzun dönem yerli para kredi notu dışındaki kredi notu değişkenlerine ait katsayılar negatif işarete sahiptir. Kredi notları değişkenlerinden uzun dönem yabancı para kredi notu yalnızca 3 nolu modelde anlamlı gözükmekte bunun dışındaki değişkenler ise istatistiksel olarak anlamsızdır.

Tablo 31 tüm ülkelerin kullanıldığı regresyon sonuçlarını göstermektedir. Tüm ülkelerin yer aldığı regresyon sonuçlarına bakıldığında kullanılan kontrol değişkenlerinin hiçbiri istatistiksel olarak anlamlı değildir. Kredi notlarına ait değişkenler ise daha önceki ülke gruplamalarına ait sonuçlarla paralellik göstermektedir. Kredi değişkenlerine ait katsayıların tümü negatif işaretlidir. Uzun ve kısa dönem yerli para kredi notları değişkenlerine ait katsayılar system-GMM ve LSDV-C tahminlerinde anlamlı iken kısa dönem yerli ve uzun dönem yabancı para kredi notları ise GMM tahminlerinde anlamlıdır.

Tablo 32 spekülasyon yatırım derecesine sahip ülkelerin kullanıldığı regresyon sonuçlarını göstermektedir. Spekülasyon yatırım derecesi KDK'ların yaptığı sınıflandırma sonucu oluşmaktadır. Spekülasyon yatırım derecesine sahip ülkeler çoğunlukla düşük ve orta gelirli ülkelere oluşmaktadır. Bu gruba ait sonuçların özellikle kredi notları bağlamında düşük ya da orta gelirli ülke grupları ile benzer sonuçlar vermeleri beklenmektedir. Sonuçlar incelendiğinde kredi notları değişkenlerine ait tüm katsayılar negatif işaretlidir. Kısa dönem yerli para kredi notlarına ait katsayılar tüm tahmin sonuçlarında anlamlıdır. Uzun dönem yerli ve yabancı para kredi notları LSDV-C modellerinde anlamlı iken kısa dönem yabancı para kredi notu değişkenine ait katsayılar ise GMM ve system-GMM modellerinde anlamlıdır. Döviz kuru değişkeni yine burada da çelişkili sonuçlar vermektedir. Katsayılar system-GMM modelinde pozitif fakat diğer modellerde negatif işarete sahip

ve yalnızca 11 ve 12 nolu modellerde anlamlıdır. Bir diğer anlamlı değişken enflasyon olmasına rağmen diğer grupların aksine katsayılar pozitif işarete sahiptir. Sonuç olarak spekülasyon ülke gruplarında da kredi notlarının hisse senedi yatırımları üzerinde ki bozucu etkisi devam etmektedir.

Tablo 33 yatırım yapılabilir dereceye sahip ülkelerin kullanıldığı regresyon sonuçlarını göstermektedir. Sonuçlara göre faiz oranı ve enflasyon oranı değişkenlerinin her ikisi de istatistiksel olarak anlamlı ve negatif işarete sahiptir. Faiz ve enflasyonda yaşanan yükselmeler hisse senedi yatırımları üzerinde olumsuz etki yaratmaktadır. GSYİH büyüme oranı ve dışa açıklık oranının ise hisse senedi yatırımları üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğu noktasında kanıtlar bulunmaktadır. Kurulan tüm modeller de bu değişkenlerin katsayıları pozitif olmasına rağmen GSYİH büyüme oranı 5 ve 6 nolu modellerde, dışa açıklık oranı ise 6 ve 7 nolu modellerde anlamlıdır. Kredi notları değişkenlerine ait katsayılar çoğunlukla negatif fakat anlamsızdır. Yatırım yapılabilir dereceye sahip ülke grubunda da kredi notları hisse senedi yatırımları üzerinde olumsuz etkiye sahiptir.

Yapılan ülke sınıflandırmaları sonucunda kullanılan kontrol değişkenleri farklı gruplar için farklı sonuçlar sergilerken, oluşturulan modellerin tümünde ülke kredi notları ile hisse senedi yatırımları arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Kredi notlarının hisse senetleri üzerindeki bu olumsuz etkisini yorumlarken, kredi notlarının toplam sermaye girişi üzerindeki yaratacağı etkileri kestirmek kolay değildir. Kredi notlarında yaşanan iyileşmeler hisse senetleri yatırımlarını azaltırken, hisse senetlerinin ikamesi olan diğer finansal araçlar üzerinde pozitif etki yaratabilir. Diğer finansal araçlara yapılan yatırımlardaki artışın hisse senetleri yatırımlarında yaşanan azalmadan fazla olması durumunda toplam sermaye girişi artabilir.

Tablo 31. Tüm ülkeler, hisse senedi yatırımları bağımlı değişken

DEĞİŞKENLER	GMM				System - GMM				LSDV - C			
	(1) Model	(2) Model	(3) Model	(4) Model	(5) Model	(6) Model	(7) Model	(8) Model	(9) Model	(10) Model	(11) Model	(12) Model
L.HSY	-0.037 [0.075]	-0.059 [0.075]	-0.048 [0.073]	-0.059 [0.073]	-0.033 [0.082]	-0.049 [0.079]	-0.044 [0.081]	-0.051 [0.080]	0.019 [0.041]	0.006 [0.046]	0.022 [0.043]	0.019 [0.046]
DK	-0.795 [0.849]	-0.661 [0.940]	-0.530 [0.734]	0.060 [0.834]	0.232 [0.213]	0.271 [0.230]	0.214 [0.205]	0.259 [0.219]	0.177 [0.439]	0.163 [0.548]	-0.301 [0.326]	-0.381 [0.345]
RFO	-0.108 [0.111]	-0.134 [0.115]	-0.105 [0.099]	-0.122 [0.100]	-0.137 [0.124]	-0.156 [0.131]	-0.133 [0.110]	-0.156 [0.114]	-0.115 [0.088]	-0.119 [0.099]	-0.114 [0.089]	-0.125 [0.082]
ENF	-0.143 [0.123]	-0.123 [0.123]	-0.148 [0.119]	-0.113 [0.124]	-0.142 [0.124]	-0.126 [0.126]	-0.143 [0.118]	-0.111 [0.123]	-0.053 [0.109]	-0.034 [0.117]	-0.008 [0.108]	0.008 [0.107]
BO	0.174 [0.133]	0.170 [0.141]	0.127 [0.117]	0.117 [0.121]	0.196 [0.132]	0.178 [0.143]	0.136 [0.125]	0.118 [0.133]	0.070 [0.096]	0.066 [0.095]	0.016 [0.095]	0.002 [0.106]
GSYİH	1.084 [1.476]	1.264 [1.440]	0.798 [1.463]	0.611 [1.518]	0.124 [0.516]	0.163 [0.462]	0.266 [0.656]	0.252 [0.719]	0.781 [0.803]	0.406 [0.875]	0.441 [0.804]	0.390 [0.817]
DA	-1.130 [1.457]	-0.837 [1.565]	-1.007 [1.382]	-0.759 [1.480]	0.101 [1.003]	0.431 [1.005]	-0.223 [1.115]	-0.035 [1.129]	-0.507 [0.878]	-0.005 [1.020]	0.152 [0.818]	0.180 [0.906]
DBO	-0.161 [0.180]	-0.162 [0.183]	-0.115 [0.185]	-0.101 [0.182]	-0.203 [0.174]	-0.198 [0.177]	-0.140 [0.182]	-0.137 [0.183]	-0.086 [0.198]	-0.121 [0.179]	-0.056 [0.182]	-0.057 [0.186]
ABD RFO	0.169 [0.233]	0.191 [0.245]	0.125 [0.220]	0.116 [0.225]	0.164 [0.241]	0.186 [0.249]	0.150 [0.226]	0.133 [0.235]	0.131 [0.182]	0.169 [0.173]	0.083 [0.159]	0.090 [0.157]
UDYE	-1.756 [1.100]				-1.511* [0.830]				-0.869* [0.444]			
KDYE		-2.292*** [0.674]				-1.888*** [0.557]				-0.870** [0.431]		
UDYA			-0.843* [0.504]				-0.755 [0.546]				-0.473 [0.381]	
KDYA				-0.932 [0.720]				-0.938 [0.683]				-0.502 [0.330]
Gözlem Sayısı	555	541	574	565	622	608	641	632	622	608	641	632
Ülke Sayısı	61	61	61	61	65	65	65	65	65	65	65	65
SARGAN Testi	149.163 [0.002]	148.610 [0.003]	151.825 [0.002]	155.415 [0.001]	162.578 [0.004]	162.698 [0.004]	165.383 [0.003]	166.468 [0.002]				
AR1	-4.720 [0.000]	-4.559 [0.000]	-4.795 [0.000]	-4.875 [0.000]	-4.896 [0.000]	-4.706 [0.000]	-4.995 [0.000]	-5.019 [0.000]				
AR2	0.556 [0.578]	0.325 [0.745]	0.870 [0.384]	0.795 [0.426]	0.652 [0.514]	0.450 [0.653]	1.030 [0.303]	0.980 [0.327]				
Chi2	7.412	19.59	11.32	7.090	10.46	20.34	8.528	7.311				

Standart hatalar sağlamdır ve parantez içerisinde verilmiştir. Sargan testi, AR1 ve AR2 istatistiklerine ait p değerleri parantez içerisinde verilmiştir.

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1



Tablo 32. Spekülatif yatırım derecesine sahip ülkeler, hisse senedi yatırımları bağımlı değişken

DEĞİŞKENLER	GMM				System - GMM				LSDV - C			
	(1) Model	(2) Model	(3) Model	(4) Model	(5) Model	(6) Model	(7) Model	(8) Model	(9) Model	(10) Model	(11) Model	(12) Model
L.HSY	-0.107 [0.111]	-0.138 [0.107]	-0.138 [0.108]	-0.146 [0.100]	-0.075 [0.133]	-0.085 [0.126]	-0.107 [0.127]	-0.108 [0.118]	-0.013 [0.080]	-0.009 [0.065]	-0.029 [0.083]	-0.011 [0.077]
DK	-1.012 [1.106]	-1.503 [1.157]	-0.759 [0.975]	-0.432 [1.011]	0.171 [0.141]	0.198 [0.153]	0.124 [0.155]	0.151 [0.181]	-1.142 [0.801]	-1.203 [1.056]	-1.596** [0.729]	-1.648* [0.886]
RFO	0.091 [0.121]	0.053 [0.131]	0.047 [0.107]	0.029 [0.113]	0.084 [0.145]	0.052 [0.166]	0.031 [0.126]	0.008 [0.143]	-0.013 [0.108]	0.008 [0.162]	-0.025 [0.127]	-0.014 [0.133]
ENF	0.347** [0.174]	0.397** [0.170]	0.342* [0.176]	0.424*** [0.154]	0.215 [0.173]	0.288* [0.171]	0.226 [0.176]	0.297* [0.170]	0.219 [0.261]	0.340 [0.268]	0.290 [0.273]	0.404 [0.276]
BO	0.250 [0.231]	0.247 [0.242]	0.157 [0.196]	0.113 [0.201]	0.304 [0.250]	0.267 [0.275]	0.196 [0.221]	0.146 [0.247]	0.206 [0.218]	0.218 [0.193]	0.108 [0.144]	0.093 [0.185]
GSYİH	1.985 [2.187]	1.791 [2.134]	1.821 [2.617]	1.535 [2.602]	0.048 [0.651]	0.108 [0.624]	0.041 [0.768]	0.126 [0.799]	1.432 [1.307]	0.863 [1.454]	1.205 [1.454]	0.660 [1.519]
DA	-2.043 [1.725]	-1.862 [1.751]	-2.028 [1.703]	-1.322 [1.853]	-1.383 [1.071]	-1.350 [1.110]	-1.571 [1.160]	-1.407 [1.174]	-0.193 [1.211]	0.197 [1.450]	0.744 [1.257]	0.642 [1.386]
DBO	-0.163 [0.295]	-0.134 [0.284]	-0.065 [0.296]	-0.045 [0.293]	-0.259 [0.298]	-0.208 [0.288]	-0.158 [0.301]	-0.121 [0.306]	-0.163 [0.297]	-0.196 [0.368]	-0.077 [0.305]	-0.073 [0.303]
ABD RFO	0.063 [0.366]	0.020 [0.385]	-0.003 [0.345]	0.001 [0.361]	0.139 [0.397]	0.168 [0.419]	0.078 [0.354]	0.082 [0.378]	-0.020 [0.335]	-0.089 [0.484]	-0.202 [0.438]	-0.256 [0.449]
UDYE	-1.480 [1.181]				-1.371 [0.909]				-2.067** [0.897]			
KDYE		-1.819*** [0.544]				-1.316*** [0.439]				-1.168** [0.574]		
UDYA			-1.392 [0.998]				-1.203 [0.911]				-2.147*** [0.806]	
KDYA				-1.277** [0.503]				-1.280** [0.545]				-1.095 [0.734]
Gözlem Sayısı	189	181	196	191	211	203	218	213	211	203	218	213
Ülke Sayısı	20	20	20	20	21	21	21	21	21	21	21	21
SARGAN Testi	118.852 [0.122]	118.786 [0.122]	119.358 [0.115]	119.969 [0.108]	129.383 [0.187]	130.302 [0.172]	131.273 [0.157]	130.388 [0.171]				
AR1	-3.032 [0.002]	-2.895 [0.004]	-3.115 [0.002]	-3.132 [0.002]	-3.240 [0.001]	-3.006 [0.003]	-3.356 [0.001]	-3.342 [0.001]				
AR2	0.515 [0.607]	0.320 [0.749]	0.857 [0.391]	0.754 [0.451]	0.711 [0.477]	0.542 [0.588]	1.118 [0.264]	1.035 [0.301]				
Chi2	14.04	44.40	15.18	28.67	15.42	57.94	14.32	33.89				

Standart hatalar sağlamdır ve parantez içerisinde verilmiştir. Sargan testi, AR1 ve AR2 istatistiklerine ait p değerleri parantez içerisinde verilmiştir.

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Tablo 33. Yatırım yapılabilir dereceye sahip ülkeler, hisse senedi yatırımları bağımlı değişken

DEĞİŞKENLER	GMM				System - GMM				LSDV - C			
	(1) Model	(2) Model	(3) Model	(4) Model	(5) Model	(6) Model	(7) Model	(8) Model	(9) Model	(10) Model	(11) Model	(12) Model
L.HSY	-0.024 [0.089]	-0.033 [0.091]	-0.017 [0.091]	-0.013 [0.092]	-0.003 [0.094]	-0.013 [0.094]	-0.003 [0.095]	0.001 [0.097]	0.008 [0.053]	0.003 [0.052]	0.008 [0.055]	0.013 [0.057]
DK	-0.129 [0.816]	-0.173 [0.872]	-0.244 [0.767]	-0.108 [0.753]	0.060 [0.443]	-0.033 [0.474]	0.036 [0.427]	0.058 [0.424]	0.566 [0.743]	0.593 [0.705]	0.292 [0.538]	0.273 [0.561]
RFO	-0.287** [0.144]	-0.279** [0.141]	-0.289** [0.145]	-0.301** [0.143]	-0.333** [0.154]	-0.318** [0.156]	-0.288* [0.151]	-0.300** [0.150]	-0.238** [0.120]	-0.209 [0.153]	-0.191 [0.137]	-0.190 [0.128]
ENF	-0.246* [0.142]	-0.240* [0.136]	-0.269* [0.139]	-0.268* [0.141]	-0.271** [0.128]	-0.261** [0.122]	-0.268** [0.123]	-0.267** [0.123]	-0.149 [0.111]	-0.141 [0.155]	-0.119 [0.145]	-0.121 [0.124]
BO	0.192 [0.148]	0.204 [0.148]	0.180 [0.141]	0.196 [0.141]	0.290* [0.155]	0.298* [0.162]	0.253 [0.161]	0.270* [0.160]	0.041 [0.151]	0.045 [0.126]	0.011 [0.126]	0.021 [0.111]
GSYİH	-0.431 [1.822]	-0.602 [1.624]	-0.590 [1.861]	-0.673 [1.840]	0.600 [0.460]	0.593 [0.443]	0.541 [0.455]	0.524 [0.462]	0.265 [1.202]	-0.121 [1.222]	0.276 [1.131]	0.370 [1.181]
DA	0.520 [2.269]	0.991 [2.189]	0.933 [2.272]	0.739 [2.236]	1.153 [0.732]	1.648** [0.743]	1.248* [0.734]	1.197 [0.776]	-0.769 [1.371]	0.078 [1.367]	-0.054 [1.262]	-0.227 [1.122]
DBO	-0.138 [0.212]	-0.143 [0.209]	-0.136 [0.216]	-0.149 [0.217]	-0.306 [0.229]	-0.319 [0.229]	-0.266 [0.245]	-0.293 [0.245]	-0.070 [0.211]	-0.096 [0.230]	-0.026 [0.213]	-0.034 [0.261]
ABD RFO	0.197 [0.260]	0.180 [0.265]	0.170 [0.258]	0.170 [0.263]	0.228 [0.258]	0.254 [0.272]	0.228 [0.252]	0.231 [0.256]	0.181 [0.262]	0.216 [0.255]	0.187 [0.256]	0.185 [0.280]
UDYE	-0.141 [1.261]				-1.020 [1.413]				0.198 [0.760]			
KDYE		-0.621 [1.185]				-1.305 [1.247]				-0.187 [0.563]		
UDYA			-0.192 [0.413]				-0.481 [0.567]				0.004 [0.289]	
KDYA				0.018 [0.469]				-0.361 [0.669]				-0.035 [0.396]
Gözlem Sayısı	366	360	378	374	411	405	423	419	411	405	423	419
Ülke Sayısı	41	41	41	41	44	44	44	44	44	44	44	44
SARGAN Testi	130.475 [0.030]	128.238 [0.040]	129.182 [0.036]	126.754 [0.049]	144.044 [0.040]	141.517 [0.054]	145.790 [0.032]	143.088 [0.045]				
AR1	-4.023 [0.000]	-3.901 [0.000]	-4.041 [0.000]	-4.079 [0.000]	-4.117 [0.000]	-3.973 [0.000]	-4.139 [0.000]	-4.183 [0.000]				
AR2	0.128 [0.898]	0.0319 [0.974]	0.196 [0.844]	0.266 [0.790]	0.236 [0.814]	0.112 [0.911]	0.205 [0.838]	0.235 [0.814]				
Chi2	10.75	11.51	16.36	14.37	34.04	29.79	36.09	36.38				

Standart hatalar sağlamdır ve parantez içerisinde verilmiştir. Sargan testi, AR1 ve AR2 istatistiklerine ait p değerleri parantez içerisinde verilmiştir.

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

### 3.5.3. Tahvil yatırımları

Tablo 34 tahvil yatırımlarının bağımlı değişken olarak kullanıldığı regresyon sonuçlarını göstermektedir. Tahvil yatırımları verilerinin yetersizliği nedeniyle, tahvil yatırımlarına ait analizler yapılırken ülke sınıflandırılmasına gidilmemiştir. Yapılan sınıflandırmalar sonucunda bir çok ülke grubu için kaybedilen verilerin miktarındaki fazlalık analiz bu şekilde analiz yapmayı olanaksız hale getirmiştir. Bu sebeple tahvil yatırımları verisine sahip sadece 27 ülke analize dahil edilmiştir.

Analiz sonuçlarını değerlendirdiğimizde bağımlı değişkenin gecikmeli değerleri tüm modellerde pozitif işarete sahip, 6, 9, 10 ve 11 nolu modellerde ise istatistiksel olarak anlamlıdır. Bu sonuçlara göre tahvil yatırımlarının bir önceki yıla ait yatırımlardan etkilendiği sonucuna ulaşabiliriz. Faiz oranına ait katsayılar tüm modellerde negatif işarete sahip, 1, 3, 7 ve 11 nolu modellerde anlamlı seviyededir. Yine GSYİH büyüme oranı modellerin çoğunda anlamlı ve tahvil yatırımlarını pozitif yönde etkilemektedir. Piyasa genişliğini temsil etmek amacıyla kullanılan GSYİH değeri ve ülkenin dışa açıklık oranı anlamlı sonuçlar sergilemesine rağmen katsayıların işaretleri itibariyle çelişkili sonuçlar sunmaktadır. GSYİH değişkenine ait katsayılar system-GMM metodunda negatif değerler alırken, diğer tahmin metodlarında ise pozitif değerler almaktadır. Bir diğer çelişkili sonuca sahip olan dışa açıklık oranı ise system-GMM metodunda pozitif değerler alırken, diğer tahmin metodları ise bu değişkene ait katsayıları negatif olarak tahmin etmektedir. Bu durum bu değişkenler için yorum yapabilme yeteneğimizi kısıtlamaktadır. İstatistiksel olarak anlamlı olan bir diğer değişken dünya milli hasılasındaki büyüme oranıdır. Bu değişkene ait katsayılar tüm modellerde anlamlı ve negatif işarete sahiptir. Küresel ekonomik şartlarda ki olumlu gelişmelerin tahvil yatırımlarında azalmaya neden olması, ekonomik koşullardaki iyi gidişatın yatırımcıları finansal yatırımlar yerine reel yatırımlara teşvik edebileceği çıkarımına dayandırabilir. Ekonomik canlanma ve refah dönemlerinde faiz oranları genellikle azalmakta, reel yatırımların ve hisse senetlerinin getiri oranları artarak daha cazip yatırım fırsatları sunmaktadır.

Kredi notları değişkenlerine ait katsayılara baktığımızda 3 nolu model dışındaki tüm modellerde katsayılar pozitif işarete sahiptir fakat yalnızca 9 nolu modelde tahmin edilen uzun dönem yerli para kredi notu değişkeninin katsayısı anlamsızdır. Kredi notları ile tahvil yatırımları arasında pozitif bir ilişki var olmasına

Tablo 34. Tahvil yatırımları bağımlı değişken

DEĞİŞKENLER	GMM				System - GMM				LSDV - C			
	(1) Model	(2) Model	(3) Model	(4) Model	(5) Model	(6) Model	(7) Model	(8) Model	(9) Model	(10) Model	(11) Model	(12) Model
L.TY	0.032 [0.059]	0.042 [0.056]	0.006 [0.031]	-0.001 [0.030]	0.114 [0.075]	0.131* [0.078]	0.071 [0.047]	0.068 [0.046]	0.155* [0.082]	0.170** [0.070]	0.122* [0.068]	0.113 [0.074]
DK	0.893* [0.525]	0.933 [0.674]	0.284 [0.615]	0.211 [0.732]	-0.278 [0.284]	-0.240 [0.277]	-0.029 [0.264]	-0.038 [0.279]	-0.033 [0.514]	-0.044 [0.722]	-0.168 [0.354]	-0.232 [0.422]
RFO	-0.140* [0.085]	-0.101 [0.086]	-0.131** [0.067]	-0.097 [0.074]	-0.118 [0.073]	-0.093 [0.076]	-0.123* [0.069]	-0.099 [0.081]	-0.124 [0.085]	-0.098 [0.092]	-0.174* [0.096]	-0.144 [0.092]
ENF	0.142 [0.137]	0.101 [0.140]	0.191* [0.108]	0.174 [0.109]	0.251 [0.156]	0.224 [0.161]	0.250* [0.143]	0.239 [0.150]	0.082 [0.171]	0.012 [0.194]	0.057 [0.157]	0.018 [0.148]
BO	0.201** [0.095]	0.234** [0.111]	0.172* [0.091]	0.206** [0.104]	0.185* [0.105]	0.233** [0.114]	0.236* [0.137]	0.271* [0.151]	0.111 [0.101]	0.155 [0.103]	0.113 [0.102]	0.171* [0.100]
GSYİH	1.417 [0.990]	1.789* [1.027]	1.990* [1.032]	2.099** [1.009]	-0.154 [0.252]	-0.258 [0.266]	-0.382 [0.329]	-0.475 [0.369]	-0.012 [0.781]	0.574 [0.713]	0.322 [0.749]	0.916 [0.958]
DA	-2.660* [1.608]	-3.367** [1.579]	-1.365 [1.403]	-1.921 [1.459]	0.313 [0.770]	0.153 [0.811]	0.997 [0.647]	0.757 [0.606]	-1.750 [1.094]	-2.460** [1.173]	-1.226 [0.845]	-1.915* [1.151]
DBO	-0.444* [0.236]	-0.421* [0.237]	-0.384** [0.194]	-0.375* [0.201]	-0.525* [0.268]	-0.526* [0.271]	-0.490* [0.252]	-0.486* [0.253]	-0.419** [0.194]	-0.394* [0.205]	-0.436** [0.210]	-0.418** [0.198]
ABD RFO	0.134 [0.214]	0.142 [0.215]	0.098 [0.245]	0.087 [0.256]	-0.048 [0.184]	-0.078 [0.188]	-0.120 [0.222]	-0.126 [0.221]	0.057 [0.216]	0.059 [0.268]	0.118 [0.239]	0.109 [0.229]
UDYE	0.043 [0.448]				0.155 [0.548]				0.872* [0.513]			
KDYE		0.111 [0.382]				0.211 [0.474]				0.594 [0.585]		
UDYA			-0.596 [0.373]				0.010 [0.642]				0.449 [0.473]	
KDYA				-0.311 [0.501]				0.240 [0.809]				0.268 [0.593]
Gözlem Sayısı	234	223	251	240	267	256	285	274	267	256	285	274
Ülke Sayısı	24	24	24	24	27	27	27	27	27	27	27	27
SARGAN Testi	148.508 [0.003]	144.184 [0.006]	143.081 [0.007]	139.802 [0.011]	158.553 [0.008]	154.311 [0.014]	156.035 [0.011]	151.006 [0.022]				
AR1	-3.313 [0.001]	-3.400 [0.001]	-3.123 [0.002]	-3.049 [0.002]	-3.290 [0.001]	-3.325 [0.001]	-2.906 [0.004]	-2.868 [0.004]				
AR2	-0.892 [0.372]	-0.737 [0.461]	-0.827 [0.408]	-0.901 [0.368]	-0.699 [0.484]	-0.437 [0.662]	-0.682 [0.495]	-0.698 [0.485]				
Chi2	30.60	26.40	41.23	33.97	53.47	64.37	32.56	24.76				

Standart hatalar sağlamdır ve parantez içerisinde verilmiştir. Sargan testi, AR1 ve AR2 istatistiklerine ait p değerleri parantez içerisinde verilmiştir.

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

rağmen sonuçlar uluslararası yatırımcıların tahvil yatırımları sırasında kredi notlarını çok fazla dikkate aldığı söyleyebilme noktasında yetersizdir.

## Sonuç

Bu çalışmada ülke kredi notlarının uluslararası sermaye akışı üzerindeki etkileri sorgulanmıştır. Çalışmada 1995-2010 yılları ve 73 ülkeyi kapsayan veriler panel regresyon yöntemi kullanılarak analiz edilmiştir. Bulgular genel olarak ülke kredi notlarının doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde olumlu fakat çoğunlukla güçsüz bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Ülke kredi notları, hisse senedi yatırımları üzerinde güçlü bir bozucu etkiye sahiptir. Tahvil yatırımları ise pozitif fakat yine zayıf bir şekilde etkilenmektedir.

Sonuçları ayrı ayrı değerlendirdiğimizde, ilk olarak ülke kredi notlarının doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisinin ülke grupları arasında etki gücü bakımından azda olsa farklılıklar görülmektedir. İlk göze çarpan farklılık yüksek gelirli ülkelerde yabancı para kredi notu değişkenlerinin olumsuz etkileridir. Yine orta gelirli ülkelerde ise uzun dönem kredi notlarının bozucu etkileri göze çarpmaktadır. Ülke kredi notları hisse senedi yatırımları üzerinde negatif bir etkiye sahip ve bu etki orta gelirli, spekülasyon yatırım derecesine sahip ve tüm ülkelerin kullanıldığı gruplarda son derece güçlüdür. Diğer ülke gruplarında ise sonuçlar zayıf bir ilişkiyi temsil etmektedir. Son olarak ülke kredi notları tanımı gereği tahvil yatırımları üzerinde olumlu etkiler yaratmakta fakat bu etki yine zayıf kalmaktadır.

Çalışma ülke kredi notlarının uluslararası sermaye girişi üzerindeki etkilerinin yanı sıra uluslararası sermaye girişlerinin belirleyicileri üzerinde de bulgular içermektedir. Sonuçlar doğrudan yabancı yatırımların geçmiş değerlerinin, dışa açıklık oranının ve olumlu küresel koşulların, kullanılan her ülke grubunda doğrudan yabancı yatırımların önemli belirleyicileri olduğunu göstermektedir. Hisse senetleri için büyüme oranının olumlu etkisinden söz edilebilir. Tahvil yatırımları ise küresel ekonomik şartlardaki gelişmelerden ve reel faiz oranlarında yaşanan artışlardan olumsuz bir şekilde etkilenirken büyüme oranı yine burada da güçlü bir pozitif etkiye sahiptir.

Sonuçlar uzun dönemde doğrudan yabancı yatırımlar ve tahvil yatırımlarının ülke kredi notlarındaki gelişmelerle ilişki içerisinde olduğunu göstermektedir. Hisse senetleri ise kredi notu gelişmelerinden olumsuz olarak etkilenmektedir. Hisse senetlerinin genellikle kısa vadeli yatırım araçları olarak görülmektedir. Kısa dönemde farklı dinamikler tarafından belirlenmektedir. Ülke kredi notlarında yaşanan

gelişmelerin genellikle yavaş ve küçük olması, iyi kredi notlarına sahip ülkelerin genellikle gelişmiş ülkeler ve bu ülkelerin düşük büyüme oranlarına sahip olması hisse senetleri ile kredi notu gelişmeleri arasındaki negatif ilişkiyi açıklayabilir. Hisse senedi karlılık oranlarında yaşanan artışlar şirketlerin büyüme oranlarının ve doğal olarak ülkenin büyüme oranlarında yaşanan gelişmeleri yansıtmaktadır. Ülkeler yüksek kredi notlarına sahip oldukça gelişmişlik seviyeleri artarken büyüme oranları ve dolayısıyla hisse senedi getiri oranları azalabilir. Bu durum ise uzun dönemde ülke kredi notlarının hisse senedi yatırımları üzerinde olumsuz etkilerine sebep olabilir.

Sonuçlar ülke kredi notu gelişmelerinin ülkenin tahvillerine güvenin artırdığı, ülke riskinin azalmasında etkili olduğu ve dolayısıyla ülkelerin finansal maliyetlerini azaltarak borçlanma fırsatlarını artırdığı yönündedir. Ayrıca ülke riskinde yaşanan azalma doğrudan yabancı yatırımları olumlu bir şekilde etkilemekte ve büyüme, işsizlik, ihracat gibi temel makro ekonomik göstergelerde düzelmeler yaşanmasına yardımcı olmaktadır.

Kredi derecelendirme kuruluşları ve bu kuruluşlar tarafından verilen kredi notları günümüz finansal sisteminde önemli bir yere sahiptir. Ancak bu önemli konum her geçen gün ve özellikle yaşanan krizler sonrası tartışılmaktadır. Eleştiriler çoğunlukla KDK'ların piyasaya yeterli ve özellikle zamanında bilgi aktaramadığı noktasında yoğunlaşmaktadır. KDK'ların katı bir kredi notu sistemine sahip olmaları, bu kuruluşların son derece esnek bir yapıya sahip olan finansal dünyada ki değişimleri yakalayabilmesini engellemektedir. Bu durumda kuruluşlar geleceğin finansal dünyasında var olabilmek için daha esnek bir kredi notu sistemine sahip olmaları gerekmektedir. Ayrıca ekonomik ve finansal dünyada yaşanan değişim ve ortaya çıkan yenilikler, bu kuruluşların metodolojilerini ve kredi notlarının belirlenmesinde kullanılan göstergelerin ve bu göstergelerin ağırlıklarının sıklıkla yenilenmesi gerekliliğini ortaya koymaktadır.

Bilgi ve iletişim teknolojilerin de son yirmi yılda yaşanan hızlı gelişmeler etkilerini finansal dünyada da göstermiştir. Bilgiye ulaşmanın son derece kolay olduğu çağımızda, yatırımcıların bilgi edinme ve izleme maliyetlerini önemli oran da azalmıştır. Dolayısıyla bu azalış piyasaya bilgi akışı sağladığı düşünülen KDK'lara ihtiyacı belli ölçüde azaltmaktadır. Bilgi edinme noktasında KDK'lara duyulan ihtiyacın

azalması bu kuruluşların finansal sistemde ki önemini azaltmaktadır. Dolayısıyla KDK'lar finansal sistemdeki yerlerini koruyabilmek için ortalama bir piyasa katılımcısının, edinebileceği bilgilerden fazlasını sunmak zorundadır. Bilgi ve iletişim teknolojilerin de yaşanan gelişmeler ve KDK'ların katı bir not sistemine sahip olması gelecekte mevcut yapı ile KDK'ların daha da itibar kaybedeceği yönünde fikir yürütmemizi sağlamaktadır.

KDK'ların ve kredi notlarının her ne kadar gelecekte finansal sistemde daha az ihtiyaç duyulan kurumlar olacaklarını düşünmemize rağmen, bu kurumlar günümüzde finansal piyasalar ve ülkeler ve yatırımcılar açısından önem arz etmektedir. Yapılan spesifik çalışmalar bunu açıkça göstermektedir. Temel makro ekonomik değişkenlerin ülke kredi notları ile pozitif bir ilişkiye sahip olması ülkelerin kredi notlarına önem vermeleri gerektiği sonucunu doğurmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkeler için bu notlar daha da önem kazanmaktadır. Bu ülkelerin kredi notlarını iyileştirmeye yönelik politikalar uygulamaları, o ülkelere uzun dönemde fayda sağlayacaktır. Bu faydalar temel makro ekonomik göstergeler de yaşanan istikrar, sürdürülebilir büyüme oranları ve düzenli bir uluslararası sermaye akışı olarak sıralanabilir.



## Kaynakça

- Afonso, A. P. Gomes, ve Rother, P. (2007). *What 'Hides' Behind Sovereign Debt Ratings?* ECB Working Paper No. 711.
- Altman, E. ve Rijken, H. (2004). How rating agencies achieve rating stability. *Journal of Banking & Finance*, 28(11), 2679-2714.
- Amato, D., J. ve Furfine, H., C. (2004). Are credit ratings procyclical? *Journal of Banking & Finance*, 28(11), 2641-2677.
- Anderson, T. W. ve Hsiao, C. (1981). Estimation of dynamic models with error components. *Journal of the American Statistical Association*, 76: 598–606.
- Anderson, T. W. ve Hsiao, C. (1981). Formulation and estimation of dynamic models using panel data. *Journal of Econometrics*, 18: 47–82.
- Arellano, M. ve Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economic Studies* 58: 277–297.
- Arellano, M. ve Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics*, 68: 29–51.
- Arezki, R., Candelon, B. ve Sy, A. (2010). *Sovereign Ratings News and Financial Markets Spillovers*, IMF Working Paper.
- Baltagi, B. H. (2005), *Econometric Analysis of Panel Data*. 3th ed. New York: Wiley.
- Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), (2005). *Studies on the Validation of the Internal Rating Systems*. BCBS Working Papers No. 14 (Basel: Basel Committee on Banking Supervision).
- Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), (2006). *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework Comprehensive Version*. (Basel: Basel Committee on Banking Supervision).
- Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), (2009). *Stocktaking on the Use of Credit Ratings*. (Basel: Basel Committee on Banking Supervision).
- Basel Committee on Banking Supervision (BCBS). (2009). *Capital flows and emerging market economies*. (Basel: Basel Committee on Banking Supervision).
- Blundell, R. ve Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87: 115–143.

- Boot, Arnoud, W. A., Milbourn, T. ve Schmeits, A. (2006). Credit Ratings as Coordination Mechanisms. *Review of Financial Studies*, 19(1), 81–118.
- Broner, F., Didier, T., Erce, A. ve Schmukler, S. (2011). *Gross Capital Flows: Dynamics and Crises*. CEPR Discussion Papers No:8591.
- Brooks, R., Faff, R., Hillier, D. ve Hillier, J. (2004). The national market impact of sovereign rating changes, *Journal of Banking and Finance*, 28, 233–250.
- Bruno, G. S. F. (2005a) Approximating the bias of the lsdv estimator for dynamic unbalanced panel data models. *Economics Letters*, 87, 361–366.
- Bruno, G. S. F. (2005b). Estimation and inference in dynamic unbalanced panel-data models with a small number of individuals. *Stata Journal* 5: 473–500.
- Bun, B. J. G. ve Kiviet, J. F. (2003) On the diminishing returns of higher order terms in asymptotic expansions of bias. *Economic letters*, (79), 145-152.
- Cantor, R. Ve Packer, F. (1995). “The Credit Rating Industry.” *Journal of Fixed Income*, 5(3): 10–34.
- Cantor, R. ve Packer, F. (1995). Sovereign credit ratings. *Current issues in economics and finance*, 1(3), 1-6.
- Cantor, R. ve Packer, F. (1996). Determinants and impact of sovereign credit ratings. *Economic Policy Review*, 2(2), 37-53.
- Chakrabarti, A. (2001). The determinants of foreign direct investment: Sensitivity analyses of cross-country regressions. *Kyklos*, 54(1), 89-114.
- Chipalkatti, N., Le, V. Q. ve Rishi, M. (2007). Portfolio flows to emerging capital markets: Do corporate transparency and public governance matter? *Business and Society Review*, 112(2), 227-249.
- De Santis, R. A. ve Lührmann, M. (2009). On the determinations of net international portfolio flows: a global perspective. *Journal of International Money and Finance*, 28(5), 880-901.
- Elkhoury, M. (2008). *Credit Rating Agencies and Their Potential Impact on Developing Countries*. United Nations Conference on Trade and Development Discussion Papers, No: 186.

- Ferreira, M. ve Gama, P. (2007). Does sovereign debt ratings news spillover to international stock markets? *Journal of Banking and Finance*, 31(10), 3162-3182.
- Ferri, G., Liu, L. ve Stiglitz, J. (1999). The procyclical role of rating agencies: Evidence from the east asian crisis. *Economic Notes*, 28(3), 335-355.
- Fitch Ratings, (2010). *Definitions of ratings and other forms of opinion*. Fitch Ratings, August.
- Freitag L. (2011). The impact of sovereign rating changes on financial markets in euro-zone. Yayınlanmamış yüksek lisans tezi. Netherland: Maastricht University.
- Gaillard, N. (2009). The determinations of moody's sub-sovereign ratings. *International Research Journal of Finance and Economics*, 31
- Gande, A. ve Parsley, D.C. (2005). News spillovers in the sovereign debt market. *Journal of Financial Economics*, 75, 691-734.
- Haan, J. ve Amtenbrink, F. (2011). Credit Rating Agencies. *DBN Working Paper*, No:278.
- Hill, P. ve Faff, R. (2008). Do Credit Watch Procedures Affect the Information Content of Sovereign Credit Rating Changes? *Financial Management Association European Conference*, Prague, Czech Republic, June.
- Hill, P., Brooks, R. ve Faff R. (2010). Variations in sovereign credit quality assessments across rating agencies. *Journal of Banking and Finance*, 34, 1327-1343.
- Hooper, V., Hume, T., ve Kim, S. (2008). Sovereign rating changes: do they provide new information for stock markets? *Economic Systems*, 32(2), 142-166.
- Hsiao, S. T. F. ve Hsiao, W. M. (2004). The chaotic attractor of foreign direct investment-Why China?: A panel data analysis. *Journal of Asian Economics*, 15(4), 641-670.
- IMF (2010). *The uses and abuses of sovereign credit ratings*. Chapter 3 in the 2010 IMF Global Financial Stability Report.
- IMF (2011). *International capital flows: Reliable or fickle?*. Chapter 4 in the 2011 IMF World Economic Outlook.

- Ismailescu, I. ve Kazemi, H. (2010). The reaction of emerging market credit default swap spreads to sovereign credit rating changes. *Journal of Banking and Finance*, 34, 2861–2873.
- Jaramillo, L. (2010). *Determinants of Investment Grade Status in Emerging Markets*. IMF Working Paper, 10(117),
- Jaramillo, L. ve Tejada, C. M. (2011). *Sovereign Credit Ratings and Spreads in Emerging Markets: Does Investment Grade Matter?*. IMF Working Paper, 11(44).
- Kaminsky, G. ve Schmukler, S. (2002). Emerging market instability: do sovereign ratings affect country risk and stock returns? *The World Bank Economic Review*, 16(2), 171.
- Kim, J. S ve Wu, E. (2008). Sovereign credit ratings, capital flows and financial sector development in emerging markets. *Emerging Market Review*, 9(1), 17-39.
- Kraussl, R. (2005). Do credit rating agencies add to the dynamics of emerging market crises? *Journal of Financial Stability*, 1(3), 355-385.
- Larrain, G., Reisen, H. ve von Maltzan, J. (1997). *Emerging Market Risk and Sovereign Credit Rating*, OECD Development Centre, Working Paper 124.
- Lozovyi, O. ve Kudina, A. (2007). *Determinants of Portfolio Flows into CIS Countries*. CASE Network Studies and Analyses, No:354.
- Miao, Y. ve Pant, M. (2012). *Coincident indicators of capital flows*. IMF Working Paper, 12(55).
- Mileva, E. (2008). *The Impact of Capital Flows on Domestic Investment in Transition Economies*. ECB Working Paper No. 871.
- Mody, A ve Murshid, P. A. (2005). Growing up with capital flows. *Journal of International Economics*, 65(1), 249-266.
- Moody's Investors Service, (2008). *Sovereign bond ratings*. Moody's Investors Service, September.
- Moody's Investors Service, (2010). *Rating symbols and definitions*. Moody's Investors Service, July.
- Mora, N. (2006). Sovereign credit ratings: guilty beyond reasonable doubt? *Journal of Banking & Finance*, 30(7), 2041-2062

- Reinhart, C. M. ve Rogoff, K. S. (2004). Serial default and the ‘paradox’ of rich-to-poor capital flows. *American Economic Review*, 94, 53-58.
- Reinhart, M. C. (2002). *Sovereign credit ratings before and after financial crises*. Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System, New York: Kluwer Academic Press. 251-268.
- Reisen, H. ve Von Maltzan, J. (1999). Boom and bust and sovereign ratings. *International Finance*, 2(2), 273-293.
- Sinclair, Timothy J. (2005). *The new masters of capital: American bond rating agencies and the politics of creditworthiness*. N.Y.: Cornell University Press.
- Standard & Poor’s (S&P), (2009). *Understanding standard & poor's rating definitions*. Standard & Poor’s Ratings Direct, June 3.
- Standard & Poor’s (S&P), (2010a). *Another perspective on rating comparability and performance*. Standard & Poor’s Ratings Direct, April 9.
- Standard & Poor’s (S&P), (2010b). *Methodology: credit stability criteria*. Standard & Poor’s Rating Direct, May 3.
- Standard & Poor’s (S&P), (2011). *Sovereign government rating methodology and assumptions*. Standard & Poor’s Rating Direct, June 30.
- Sy, Amadou N. R. (2002). Emerging Market Bond Spreads and Sovereign Credit Ratings: Reconciling Market Views with Economic Fundamentals. *Emerging Markets Review*, 3(4), 380–408.
- Taylor, P. M. ve Sarno, L. (1997). Capital flows to developing countries: Long and short-term determinants. *The World Bank Economic Review*, 11(3), 451-470.
- Vita, G. ve Kyaw, S. K. (2008). Determinants of FDI and portfolio flows to developing countries: A panel cointegration Analysis. *Journal of Economics Finance and Administrative Sciences*, 13, 161-168.
- Vita, G. ve Kyaw, S. K. (2009). Growth effects of FDI and portfolio investment flows to developing countries: a disaggregated analysis by income levels. *Applied Economics Letters*, 16(3), 277-283.
- White, L. (2010). Markets: The credit rating agencies. *The Journal of Economic Perspectives*, 24(2), 211-226.
- White, Lawrence J. (2009). The credit rating agencies and the subprime debacle. *Critical Review*, 21(2–3), 389–99.