T.C.
TRAKYA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

ULUSLARARASI YATIRIM PORTFÖYLERİNDE KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ ETKİSİ; GELİŞMEKTE OLAN PİYASALAR ÖRNEĞİ

TOLGA ŞEKEROĞLU
1178207101

DANIŞMAN
PROF.DR. ENGİN DEMİREL

EDİRNE, 2020

T.C.

TRAKYA ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETME ANABİLİM DALI

İŞLETME PROGRAMI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Tolga ŞEKEROĞLU tarafından hazırlanan **ULUSLARARASI YATIRIM PORTFÖYLERİNDE KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ ETKİSİ; GELİŞMEKTE OLAN PİYASALAR ÖRNEĞİ** Konulu **Yüksek Lisans** tezinin Sınavı, Trakya Üniversitesi Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliği'nin 19-6 maddeleri uyarınca 23 Ocak Perşembe günü saat **12.30** 'da yapılmış olup, yüksek lisans tezinin *.....Kabul Edilmesine..... **OYBİRLİĞİ/~~OYÇOKLUĞU~~** ile karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYELERİ	KANAAT	İMZA
Prof. Dr. Engin Demirel	Kabul Edilmesine	
Dr. Öğr. Üy. Murat OCAK	Kabul edilmesine	
Dr. Öğr. Üyesi Serdar ARPACI	Kabul edilmesine	

* Jüri üyelerinin, tezle ilgili kanaat açıklaması kısmında "Kabul Edilmesine/Reddine" seçeneklerinden birini tercih etmeleri gerekir.

TRAKYA ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
DOĞRULUK BEYANI

Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, tez yazım kurallarına uygun olarak hazırladığım bu tez çalışmasında, tüm verilerin bilimsel ve akademik kurallar çerçevesinde elde edildiğini, kullanılan verilerde tahrifat yapılmadığını, tezin akademik ve etik kurallara uygun olarak yazıldığını, kullanılan tüm literatür bilgilerinin bilimsel normlara uygun bir şekilde kaynak gösterilerek ilgili tezde yer aldığını ve bu tezin tamamı ya da herhangi bir bölümünün daha önceden Trakya Üniversitesi ya da farklı bir üniversitede tez çalışması olarak sunulmadığını beyan ederim.

23 / 01 / 2020

Tolga ŞEKEROĞLU



Tezin Adı: Uluslararası Yatırım Portföylerinde Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Etkisi; Gelişmekte Olan Piyasalar Örneği

Hazırlayan: Tolga ŞEKEROĞLU

ÖZET

Uluslararası yatırım portföylerine yapılan yatırımlar gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda kaynak/sermaye sağlanabilmesi açısından hayati öneme sahiptir. Ancak söz konusu bu piyasalara yapılan yatırımlar faiz oranları, risk primleri, ekonomik ve siyasi istikrar, kredi derecelendirme kuruluşlarınca verilen kredi notları gibi unsurlar sebebiyle kırılganlık gösterebilmekte yatırımların başka piyasalara kaçması gibi sonuçlara yol açabilmektedir. Uluslararası portföy yatırımlarında meydana gelen kırılganlıklar, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarınca verilen notlar açısından incelendiğinde; Moody's Investors Service, Standart&Poor's Rating ve Fitch Investor Service olmak üzere üç lider derecelendirme kuruluşu tarafından ülkelere verilen kredi notlarının ve söz konusu ülkenin karşılaştığı olumlu veya olumsuz süreçlerde bu kuruluşlarca yapılan not güncellemelerinin uluslararası portföy yatırımları üzerinde etkili olduğu görülmektedir. Bu çalışmada belli dönemlere göre seçilmiş gelişmekte olan piyasalara yapılan portföy yatırımları ve kredi derecelendirme kuruluşlarının ilgili dönemlerdeki notları ve not güncellemeleri Regresyon Analizi yöntemi kullanılarak incelenmiş ve değişimler kıyaslanmıştır.

Bu çalışma Trakya Üniversitesi, İşletme Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi olarak hazırlanmıştır.

Çalışma, dört ana bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın ilk bölümünde genel olarak uluslararası finansal yatırımlar hakkında literatür yapılarak bilgi verilmiştir.

İkinci bölümde, kredi derecelendirme kuruluşlarının gelişimi, amaçları, not belirleme yöntemleri, not skalaları ve verilen notların anlamları, kredi derecelendirme kuruluşlarına yöneltilen eleştiriler konuları hakkında bilgiler verilmiştir.

Üçüncü bölümde, gelişmekte olan piyasalar ve bu piyasaların güncel kredi notu dereceleri ve bu piyasalarda yaşanan krizler, kırılganlıklar hakkında bilgiler verilmiştir.

Dördüncü bölüm ise çalışmanın analiz ve değerlendirme bölümü olarak ele alınmıştır. Bu bölümde Regresyon Analizi Yöntemi kullanılarak kredi derecelendirme notları ve Uluslararası Portföy Yatırımları ve Doğrudan Yabancı yatırımlar ve ekonomik göstergelerdeki değişimler incelenmiş ve değerlendirilmiştir.

Anahtar kelime: Gelişmekte Olan Piyasalar, Uluslararası Finansal Yatırımlar, Uluslararası Portföy Yatırımları, Kredi Derecelendirme, Kredi Derecelendirme Kuruluşları.

Thesis Title: Impact of Credit Rating Agencies on International Investment Portfolios; Emerging Markets Example

Author: Tolga ŞEKEROĞLU

ABSTRACT

Investments in international investment portfolios are vital for providing resources/capital in developed and emerging markets. However, investments in these markets may show fragility due to factors such as interest rates, risk premiums, economic and political stability, and credit ratings given by credit rating agencies, and may lead to consequences such as investments escaping to other markets. When the vulnerabilities in international portfolio investments are examined in terms of the ratings given by international credit rating agencies; It is seen that the credit ratings given to the countries by three leading rating agencies Moody Moods Investors Service, Standart & Poor's Rating and Fitch Investor Service and the revisions made by these institutions in the positive or negative processes faced by these institutions have an impact on international portfolio investments. In this study, portfolio investments made in selected emerging markets and credit rating agencies' ratings and grade updates in related periods were analyzed using Regression Analysis method and changes were compared.

This study was prepared as a Master Thesis in Trakya University, Department of Business Administration.

The study consists of four main sections. In the first part, literature is given about international financial investments in general.

In the second part, the information about the development of credit rating agencies, their objectives, the methods of grading, rating scales and the meaning of the ratings, and the criticisms directed to the credit rating agencies are given.

In the third chapter, information about emerging markets and their current credit ratings and crises and vulnerabilities in these markets are given.

The fourth part is considered as the analysis and evaluation part of the study. In this section, credit ratings and International Portfolio Investments and Foreign Direct Investments and changes in economic indicators are analyzed and evaluated using the Regression Analysis Method.

Keyword: Emerging Markets, İnternational Financial İnvestments, İnternational Portfolio İnvestments, Credit Ratings, Credit Rating Agencies.

ÖNSÖZ

Yüksek Lisans tez çalışmasının temel amacı, uluslararası derecelendirme kuruluşları; Moody's Investor Service, Standart&Poors Ratings ve Fitch Investor Service tarafından yapılan not değerlendirmelerinin gelişmekte olan piyasalardaki uluslararası portföy yatırımlarındaki olumlu ve olumsuz etkilerini incelemek ve böylece gelişmekte olan piyasaların kredi notlarındaki düşüş ve not artışlarından etkilenme düzeylerini ortaya koymak amaçlanmaktadır. Gelişmekte olan piyasalar gelişmiş piyasalara göre riski daha fazla ancak yapılan yatırımlardan beklenen getirisi daha yüksek olan piyasalardır. Bu piyasalara yatırım yapan yatırımcılar gelişmekte olan piyasaları daha kırılgan olan piyasalar olarak adlandırmaktadır. Çalışmada seçilmiş gelişmekte olan piyasalara yapılan portföy yatırımları ve ülkelerin kredi derecelendirme notları temel veri olarak ele alınmıştır. Bu veriler, Regresyon Analizi Yöntemi kullanılarak analiz edilmiştir. Bu çalışmada, kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilen notların gelişmekte olan piyasalardaki portföy yatırımlarına etkisi ortaya konularak literatüre konu hakkında katkı sağlamak amaçlanmaktadır.

Yüksek Lisans tez çalışmasını hazırlarken bütün süreçlerde beni yönlendiren, bilgilerini, kaynaklarını ve zamanını benden esirgemeyen danışmanım Prof. Dr. Engin DEMİREL'e çok teşekkür ederim.

Çalışmanın analiz bölümünde yardımlarını ve zamanını esirgemeyen Dr. Murat Ocak'a teşekkür ederim.

Benim için çok değerli ve her zaman desteğini ve ilgisini eksik etmeyen annem Şenay ŞEKEROĞLU'na, eğitime verdiği önem ve değerlerini örnek aldığım merhum babam İlhan ŞEKEROĞLU'na, sevgilerini her zaman hissettiğim ve sanata ilgi duymamı sağlayan çok değerli merhum abilerim; Oktay ŞEKEROĞLU, Güray ŞEKEROĞLU ve Turgay ŞEKEROĞLU'na teşekkür ederim.

İÇİNDEKİLER

ÖZET i
ABSTRACT iii
TABLOLAR LİSTESİ x
ŞEKİLLER LİSTESİ xii
GRAFİK LİSTESİ xiii
KISALTMALAR xiv
GİRİŞ xv

I. BÖLÜM

1. ULUSLARARASI FİNANSAL YATIRIMLAR 1
1.1 Finansal Yatırım Kavramı ve Temel Kavramlar 1
1.2 Finansal Varlıkların Genel Özellikleri 3
1.3 Finansal Yatırımcı ve Türleri 5
1.3.1 Bireysel Yatırımcılar 6
1.3.2 Kurumsal Yatırımcılar 6
1.3.3 Yabancı Yatırımcılar 7
1.4 Risk Durumda Yatırımcı Davranışları 8
1.4.1 Risk Almayı Sevmeyen Yatırımcılar 9
1.4.2 Risk Almayı Seven Yatırımcılar 10
1.4.3 Risk Karşısında Kayıtsız Kalan Yatırımcılar 10
1.5 Uluslararası Finansal Piyasalar 11
1.5.1 Uluslararası Hisse Senedi Piyasaları 13
1.5.1.1 Uluslararası Hisse Senedi Piyaslarının Gelişimleri 15
1.5.1.2 Gelişmekte Olan Hisse Senedi Piyasaları 16
1.5.2 Uluslararası Tahvil Piyasaları 21
1.5.2.1 Uluslararası Piyasalardaki Tahvil Türleri 22
1.5.2.2 Yabancı Tahviller (Foreign Bonds) 22
1.5.2.3 Küresel Tahviller (Global Bond) 23
1.5.2.4 Euro Tahviller (EuroBond) 24
1.5.3 Uluslararası Emtia Piyasaları 25
1.5.4 Uluslararası Döviz Piyasaları (Forex) 28
1.5.5 Uluslararası Türev Piyasalar 31

1.5.5.1 Forward Sözleşmeler 33
1.5.5.2 Opsiyon Sözleşmeleri 33
1.5.5.3 Futures Sözleşmeler 34
1.5.5.4 Swap Sözleşmeler 35
1.6 Uluslararası Portföy Yatırımları 36
1.6.1 Uluslararası Portföy Kavramı ve Kapsamı 37
1.6.1.1 Çeşitlendirme 39
1.6.1.2 Spekülasyon 39
1.6.1.3 Manipülasyon 40
1.6.1.4 Arbitraj 40
1.6.2 Uluslararası Portföy Yatırımında Oluşabilecek Riskler 41
1.6.2.1 Kur Riski 41
1.6.2.2 Politik Risk 41
1.6.2.3 Yabancı Ülkelerde Vergi, Sermaye Piyasası ve Hukusal Düzenlemelerde Değişiklik Riski 42
1.6.3 Uluslararası Portföy Yatırımlarını Olumsuz Etkileyen Faktörler 43
l.6.4 Uluslararası Portföy Yatırımlarının Belirleyicileri 44
1.6.4.1 Ev Sahibi Ülke İle İlgili Belirleyiciler 44
1.6.4.2 Makroekonomik Durum İle İlgili Nedenler 45
1.6.5 Uluslararası Portföy Yatırımları ile Uluslararası Doğrudan Yatırımlar Arasındaki Farklılıklar 46
1.6.6 Teorik Açıdan Uluslararası Portföy Yönetimi 47
1.6.6.1 Geleneksel Portföy Teorisi 49
1.6.6.2 Modern Portföy Teorisi ve Markowitz Portföy Seçimi 50
1.6.6.3 N Sayıda Menkul Kıymetten Oluşan Portföyler ve Markowitz Çeşitlendirmesi 52
1.6.6.4 Optimum Portföy Seçimi 53

II. BÖLÜM

2. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI 55

2.1 Kredi Derecelendirme Kavramı, Amaç ve Genel Özellikleri 56
2.2 Derecelendirmenin Önemi 58
2.2.1 Kredi Derecelendirmenin Ülkeler Açısından Önemi 58
2.2.2 Kredi Derecelendirmenin Yatırımcılar Açısından Önemi 59
2.2.3 Kredi Derecelendirmenin Finans Kurumları ve Şirketler Açısından Önemi 60
2.2.4 Kredi Derecelendirmenin Sermaye Piyasaları Açısından Önemi 62

2.3 Kredi Derecelendirme ve Kuruluşlarının Tarihçesi 63
2.4 Moody's Investors Service (1909) (ABD) 66
2.4.1 Moody's Puanlama Süreci 71
2.5 Standard and Poor's Rating Service (1923) (ABD) 72
2.5.1 S&P Ülke Notu Belirleme Yöntem ve Süreci 75
2.6 Fitch Investor Service (1922) (ABD, İngiltere) 77
2.6.1 Fitch Ülke Notu Belirleme Yöntem ve Süreci 80
2.7 Japan Credit Rating Agency (Japonya) (1985) 81
2.8 Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına Yönelik Eleştiriler ve Kuruluşların Sebeb Olduğu Skandallar 83

III. BÖLÜM

3. GELİŞMEKTE OLAN PİYASALAR VE KREDİ DERECELENDİRMELERİ 86

3.1 Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Piyasa Ayrımı 86
3.1.1 Dünya Bankası (WB)'na Tarafından Yapılan Ayrım 88
3.1.2 Uluslararası Para Fonu (IMF) Tarafından Yapılan Ayrım 89
3.1.3 Birleşmiş Milletler Kalkınma Programı (UNDP) Tarafından Yapılan Ayrım 89
3.2 Gelişmekte Olan Piyasaların Özellikleri 91
3.3 Gelişmekte Olan Ülkelerde Piyasa Derecelendirmeleri 93
3.4 Uluslararası Denetim Kurumları 95
3.4.1 Uluslararası Muhasebeciler Federasyonu (IFAC) 96
3.4.2 Uluslararası Denetim ve Güvence Standartları Kurulu (IAASB) 98
3.5 Gelişmekte Olan Piyasalarda Finansal Krizler 99
3.5.1 Finansal Krizin Türleri 101
3.5.2 Yaşanan Önemli Finansal Krizler 102
3.6 Gelişmekte Olan Ülkelerde Ekonomik Kırılganlıklar 112

IV. BÖLÜM

4. GELİŞMEKTE OLAN PİYASALARA AİT FİNANSAL ORANLAR VE KREDİ DERECELENDİRMELERİ İLE PANEL VERİ ANALİZİ 117

4.1 Araştırmanın Amacı 117
4.2 Araştırmanın Kapsamı ve Sınırlılıkları 117
4.3 Araştırmanın Yöntemi ve Örneklem 118
4.4 Araştırmanın Bulguları ve Değerlendirilmesi 119

SONUÇ 143
KAYNAKÇA 145

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1: Gelişmekte Olan Ülkelerde Yıllara göre Listelenen Şirket Sayısı 2009-2013.....17
Tablo 2: Gelişmekte Olan Ülkelerde Yıllara Göre Listelenen Şirket Sayısı 2014-2018.....18
Tablo 3: Gelişmekte Olan Ülke Borsaları Yıllık İşlem Hacmi 2009-2013.....19
Tablo 4: Gelişmekte Olan Ülke Borsaları Yıllık İşlem Hacmi 2014-2018.....20
Tablo 5: Forex Piyasası İşlem Hacmi Bakımından Yaygın Kullanılan Para Birimleri 30
Tablo 6: Bazı Önemli Kredi Derecelendirme Kuruluşları 65
Tablo 7: Moody's Uzun Dönem Kredi Notları ve Anlamları.....69
Tablo 8: Moody's Kısa Dönem Kredi Notları ve Anlamları 70
Tablo 9: S&P Uzun Dönemli Kredi Notları ve Anlamları.....74
Tablo 10: S&P Kısa Dönem Kredi Notları ve Anlamları 75
Tablo 11: Fitch Uzun Dönem Kredi Notları ve Anlamları 79
Tablo 12: Fitch Kısa Dönem Kredi Notları ve Anlamları 80
Tablo 13: Dünya Bankası (WB) 2018 Yılı Ülke Sınıflandırması 88
Tablo 14: Birleşmiş Milletler Kalkınma Programı 2018 Yılı İnsani Gelişim Sınıflaması.....91
Tablo 15: S&P, Moody's ve Fitch Şirketlerince 2015-2018 Yılları Arası Gelişmekte Olan Piyasaların Kredi Derecelendirme Notları.....94
Tablo 16: Asya Ülkeleri Özel Sermaye Girişleri.....104
Tablo 17: Beş Asya Ülkesinde Özel Sektöre Yönelik Verilen Krediler.....104
Tablo 18: Rusya 1991-1998 Dönemi Reel GSYİH Büyüme ve Enflasyon Oranları 106
Tablo 19: Arjantin'in Yıllara Göre Makroekonomik Göstergeleri 107
Tablo 20: Türkiye 1990-1994 Yılları Temel Makroekonomik Göstergeleri 108
Tablo 21: Türkiye 2000-2007 Yılları Makroekonomik Göstergeleri 111
Tablo 22: Analizde Kullanılacak Olan Oranlar ve Semboller 119
Tablo 23: Tanımlayıcı İstatistikler.....120
Tablo 24: Korelasyon Tablosu 122

Tablo 25: Analiz Edilen Modellerdeki Bağımlı ve Bağımsız Değişkenler.....124
Tablo 26: Model 1- Çoklu Regresyon Analizi Tablosu.....125
Tablo 27: Model 2- Mevcut Yıldaki GNO' nun Mevcut Yıldaki EO' ya Etkisi.....129
Tablo 28: Model 3- Mevcut Yıldaki GNO' nun Bir Yıl Sonraki EO' ya Etkisi 130
Tablo 29: Model 4- Mevcut Yıldaki GNO' nun M evcut Yıldaki BO' ya Etkisi.....131
Tablo 30: Model 5- Mevcut Yıldaki GNO' nun Bir Yıl Sonraki BO' ya Etkisi 132
Tablo 31: Model 6- Mevcut Yıldaki GNO' nun Mevcut Yıldaki MFO' ya Etkisi....133
Tablo 32: Model 7- Mevcut Yıldaki GNO' nun Bir Yıl Sonraki MFO' ya Etkisi 134
Tablo 33: Model 8- Mevcut Yıldaki GNO' nun Mevcut Yıldaki CAGSYH' ya Etkisi 135
Tablo 34: Model 9- Mevcut Yıldaki GNO' nun Bir Yıl Sonraki CAGSYH' ya Etkisi 136
Tablo 35: Model 10- Mevcut Yıldaki GNO' nun Mevcut Yıldaki STNDDYY' a Etkisi 137
Tablo 36: Model 11- Mevcut Yıldaki GNO'nun Bir Yıl Sonraki STNDDYY' a Etkisi 138
Tablo 37: Model 12- Mevcut Yıldaki GNO' nun Mevcut Yıldaki STNDNPY' a Etkisi 139
Tablo 38: Model 13- Mevcut Yıldaki GNO'nun Bir Yıl Sonraki STNDNPY' a Etkisi 140
Tablo 39: Regresyon Modelleri ve Sonuçlar.....141

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Risk Almayı Sevmeyen Yatırımcılar 9
Şekil 2: Risk Almayı Seven Yatırımcılar 10
Şekil 3: Risk Karşısında Kayıtsız Kalan Yatırımcılar 11
Şekil 4: Etkin Sınır Eğrisi 53
Şekil 5: Fayda Eğrileri ve Etkin Sınır 53
Şekil 6: Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Global Derecelendime Piyasalarında Hakimiyet Oranları 66
Şekil 7: S&P Ülke Kredi Notu Belirleme Metodu 76
Şekil 8: S&P Kredi Derecelendirme Notu Belirleme Süreci 77
Şekil 9: Finansal Kriz Türleri 101

GRAFİK LİSTESİ

Grafik 1: Yıllara Göre Petrol Fiyatlarındaki Değişim (ABD Doları) 26
Grafik 2: Yıllara Göre Doğalgaz Fiyatlarındaki Değişim (ABD Doları) 27
Grafik 3: Kırılgan Sekizli Portföy Yatırımları 116

KISALTMALAR

A.Ş. : Anonim Şirket

BDDK : Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu

BO : Büyüme Oranı

CAGSYH : Cari Açığın Gayri Safi Yurtiçi Hasılaya Oranı

DYY : Doğrudan Yabancı Yatırımlar

EO : Enflasyon Oranı

GNO : Genel Not Ortalaması

GSYH : Gayri Safi Yurtiçi Hasıla

IMF : Uluslararası Para Fonu

IAASB : Uluslararası Denetim ve Güvence Standartları Kurulu

IFAC : Uluslararası Muhasebeciler Federasyonu

İGE : İnsani Gelişmişlik Endeksi

MFO : Mevduat Faizi Oranı

NPY : Net Portföy Yatırımları

STNDDYY : Standartlaştırılmış Doğrudan Yabancı Yatırımlar

STNDNPY : Standartlaştırılmış Net Portföy Yatırımları

TCMB : Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

TÜİK : Türkiye İstatistik Kurumu

UNDP : Birleşmiş Milletler Kalkınma Programı

WB : Dünya Bankası

WEO : Dünya Ekonomik Görünümü

GİRİŞ

Küreselleşme ile birlikte uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki engellerin kalkması, teknoloji, iletişim ve haberleşme imkanlarının gelişmesi ve adeta dünyanın küresel bir köy haline bürünmesine bağlı olarak sermaye sahipleri daha önce ulaşamadıkları, bilgilerinin yetersiz olduğu piyasalara da yatırım imkanı buldular. Bu açıdan bakıldığında sermaye sahipleri küresel pazarda portföylerinin risklerini en aza indirgeyecek ve portföyün beklenen getirisini en yüksek düzeye ulaştıracak yatırım tercihlerinde bulunmak üzere karmaşık ve zaman alan bir süreçle karşıya karşıya kalmışlar. Bu durumda kredi derecelendirme kuruluşları yatırımcıların bu ihtiyaçlarını karşılamak ve bilgi eksikliklerini gidermek üzere önemli işlevler üstlenmektedirler. Bilindiği üzere; Moody's Investor Service, Standart&Poors Ratings ve Fitch Investor Service küresel derecelendirme pazarında lider olan önemli ilk üç derecelendirme kuruluşudur. Kredi derecelendirme kuruluşları ülkelerin, kamu ve özel kuruluşların yükümlülüklerini yerine getirme kapasitelerini üyelik aidatı karşılığında belirli dönemlerde analiz etmekte ve önceden belirlenen tarihlerde kamuoyuna duyurmaktadırlar. Kredi derecelendirme kuruluşlarının bu işlevi uluslararası finans piyasalarındaki asimetrik bilgi ve ters seçim sorununu minimum seviyeye indirgemeyi amaçlamaktadır.

Bu çalışmanın amacı, uluslararası derecelendirme kuruluşları; Moody's Investor Service, Standart&Poors Ratings ve Fitch Investor Service tarafından not değerlendirmelerinin gelişmekte olan piyasalardaki uluslararası portföy yatırımlarındaki olumlu ve olumsuz etkilerini incelemek ve böylece gelişmekte olan piyasaların not düşüş ve artışlarından etkilenme düzeylerini ortaya koymak amaçlanmaktadır.

Bu çalışmada ilk önce genel olarak uluslararası finansal yatırımlar hakkında literatür yapılarak bilgi verilmiştir. İkinci bölümde, kredi derecelendirme kuruluşlarının gelişimi, amaçları, not belirleme yöntemleri, not skalaları ve verilen notların anlamları, kredi derecelendirme kuruluşlarına yöneltilen eleştiriler konuları

hakkında bilgiler verilmiştir. Üçüncü bölümde, gelişmekte olan piyasalar ve bu piyasaların güncel kredi notu dereceleri ve bu piyasalarda yaşanan krizler, kırılganlıklar hakkında bilgiler verilmiştir. Dördüncü bölüm ise çalışmanın analiz ve değerlendirme bölümü olarak ele alınmıştır. Bu bölümde Panal Veri Analizi Yöntemi kullanılarak kredi derecelendirme notları ve uluslararası portföy yatırımlarına yapılan yatırımlardaki değişimler incelenmiş ve değerlendirilmiştir.

Bu çalışmayı literatürdeki diğer çalışmalardan ayıran özellikleri; öncelikle güncel verilerden oluşması, kredi notlarının ülkenin portföy yatırımlarına etkisi incelenirken farklı birçok değişkenin değişiminin de incelenmesi ve konunun analizinde daha uzun bir zaman aralığının incelenmesidir.

I. BÖLÜM

1. ULUSLARARASI FİNANSAL YATIRIMLAR

Uluslararası finansal yatırımlar adlı birinci bölümde; finansal yatırım kavramı ve diğer kavramlar, finansal varlıkların genel özellikleri, uluslararası finansal yatırımcı ve davranışları, uluslararası finansal piyasalar ve uluslararası portföy yatırımları konuları hakkında bilgiler yer almaktadır.

1.1 Finansal Yatırım Kavramı ve Temel Kavramlar

İlk olarak bu başlık altında temel kavramlar olarak; yatırım, ekonomi biliminde yatırım, işletme biliminde yatırım, finansal yatırım, portföy, kavramları açıklanacaktır.

Ekonomi biliminde yatırım, sermaye artışı ile ilgili olmakla birlikte, belli bir dönemde sermaye stokuna yapılan net ilavelere denilmektedir (Keynes, 1964: 62-63).

İşletme biliminde yatırım, belirli bir zaman aralığında bir defaya özgü olarak yapılan ve yatırımı izleyen süreçte kazanç sağlama imkanı veren harcamalardır(İTO, 1990: 1).

Yatırım kavramı, bireysel ve kurumsal anlamda göze alınan risk ile paralel olarak kazanç sağlamak amacıyla, bir kıymet satın alma ve üretme anlamına gelmektedir (Amling, 1989: 7). Para kazanmak amacı güderek belirli tutardaki bir parayı belli bir işe bağlamaktır (Demirel, 2013: 3). Yatırım, sahip olunan paranın değerini korumak veya değer kazandırmak amacıyla, paranın gelir getirici finansal varlıklarda değerlendirilmesidir (Coşkun, 2010: 342). Yapılan bu tanımlamalardan

anlaşılacağı gibi yapılan bir harcamanın yatırım sayılabilmesi için ekonominin sermaye stokunda bir artış meydana getirmesi gerekmektedir.

Yatırımlar genel olarak finansal yatırımlar ve reel yatırımlar olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Finansal yatırımlar, gelecekle ilgili bir alacak veya ortaklık hakkı veren ve fiziksel olmayan varlıklara yönelik yapılan yatırımlardır. Reel yatırımlar ise, fiziksel olan ve arsa, tarla, gayrimenkul gibi mallara yapılan yatırımlardır (Demirel, 2013: 3).

Portföy, sözcük anlamı olarak "*cüzdan*" anlamına gelmektedir. Yatırımcıların ellerinde bulunan yada yatırımcı adına yönetilen menkul kıymetlerin bütününü ifade etmekte ve menkul kıymetler için portföy ise "*menkul kıymetlerden oluşan bir cüzdandır*" (Gürol ve Kılıçoğlu, 1994: 696).

Portföy, "*çeşitli ve birçok menkul kıymetten meydana gelen, daha çok hisse senedi, tahvil gibi menkul kıymetlerden, türev ürünlerden oluşan bir kişi veya gurubun elinde bulunan finansal nitelikteki kıymetlerdir"* (Ceylan, 2003: 423).

Risk kavramı, genel olarak beklenilmeyen durumlarla karşılaşılma olasılığı olarak tanımlanmaktadır. Risk kavramı iktisadi açıdan ele alındığında, bir işleme ilişkin parasal olarak bir kaybın meydana gelmesi veya bir zararın ya da bir giderin ortaya çıkması nedeniyle beklenilen ekonomik faydanın azalma olasılığı olarak tanımlanabilir (İMKB, 1999: 476).

Risk, kısacası beklenen durum ile gerçekleşen durum arasındaki farkı ifade etmektedir. Bu nedenle oluşan bu fark olumlu da olabildiğinden risk olumlu yöndeki sapmaları kapsayan bir unsurdur (Bolak, 2004: 3).

Finansal riskler, bireylerin veya kurumların finansal pozisyonları ve tercihleri sonucu meydana gelen riskleri ifade etmektedir. Finansal riskler, kredi riski, nakit

riski, faiz riski, finansal piyasalar riski, emtia fiyatlarının oluşturduğu riskler finansal risklerin temelini oluşturmaktadır (Güneş, 2009: 9).

1.2 Finansal Varlıkların Genel Özellikleri

Finansal piyasalara fon sunanlar, kişi veya kurumlara sağladıkları bu fon akımı karşılığında fon talep eden kişi veya kurumlardan bir belge almaktadırlar. Bu belgeye finansal varlık veya menkul kıymet adı verilmektedir. Finansal varlıkların birbirlerinden farklı birçok özellikleri vardır. Finansal varlıkların fiyatları ise taşıdıkları farklı özelliklere göre oluşmaktadır. Başlıca özellikleri (Aydın, Şen ve Berk, 2014: 39-40):

- Getiri,
- Riskin tahmin edilebilirliği,
- Vade,
- Paraya çevrilebilirlik,
- Bölünebilirlik özelliği bulunmaktadır.

Getiri, bir finansal varlıktan elde edilecek getiri belirli bir zaman diliminde söz konusu finansal varlıktan sağlanacak nakit girişleriyle hesaplanmaktadır. Finansal varlıkların tümü alacak hakkı veren ve ortaklık hakkı veren finansal varlıklar olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır. Bir alacak hakkı veya borç ifade eden finansal varlıkları ihraç eden firmalar faiz ödemek durumundadırlar. Ödenilecek olan faiz sabit yada değişken oran üzerinden olabilmektedir. Yatırımcıya ortaklık hakkı veren finansal yatırımlarda ise örnek olarak hisse senedi alan yatırımcılar hisse senedi ihraç eden firmadan sabit bir getiri beklentisi olmayıp, yatırımcının firmanın elde edeceği kardan pay alma ve firmanın hisse senetlerinin değerlenmesi durumunda sermaye kazancı elde etmektedir (Üstünel, 2000: 4).

Riskin tahmin edilebilirliği, finansal varlıkların risk düzeyleri finansal varlıkların türüne, finansal varlığı çıkaran kurumun mali özelliklerine, vadeye göre değişim göstermektedir. Örnek olarak çıkarılan tahvilde vade sonunda yatırımcının alacağı faiz ve anapara ödemesinde bir belirlilik olduğundan tahvilin hisse senedine göre riski daha düşüktür. Hisse senedi bir ortaklık ve kardan pay alma hakkı verdiğinden ve bir belirlilik durumu söz konusu olmadığından risk düzeyi daha fazla olacaktır. Yine devlet ve özel firmaların çıkardığı tahvillerin risk düzeyleri farklı olmamaktadır. Bir başka örnek olarak iki devlet tarafından çıkarılan tahvillerin devletlerin birbirlerine göre ekonomik yapı, siyasi istikrar, kredi notları ve buradaki eğilimler gibi faktörler göze alındığından riskleri ve fiyatları birbirlerinden farklı olacaktır. Burada risk unsuru, finansal varlığın fiyatında ve getirisinde değişime sebeb olmaktadır (Gökçe, 2008: 21).

Vade, finansal varlıklar açısından önemli bir faktördür. Bir finansal varlığın vadesi uzadığında nakit akışlarının elde edilmesi azalabilmekte ve böylece risk artmaktadır. Vadesi 3 yıl olan bir tahvil vadesi 5 yıl olan tahvile göre riski daha az olacaktır. Yine hisse senetlerini bir vadeye bağlanmadığından sonsuz süreli finansal varlıklar olarak kabul edildiklerinden dolayı tahvillere kıyasla daha çok riski ifade etmektedirler (https://www.matriksdata.com/website/menkul-kiymetler, E.T: 13.10.2018).

Paraya çevrilebilirlik, finansal varlıkların likiditesi birbirlerinden farklılık göstermektedir. Örnek olarak, güvenilir bir firmanın çıkardığı tahvil ve hisse senetleri ile daha az güvenilir bir firmanın hisse senedi tahvilleri arasında likiditesi farklılık göstermektedir (Yılmaz, 2018: 14).

Bölünebilirlik özelliği, çıkarılan finansal varlıkların en küçük hangi miktarlarda paraya dönüştürülebileceği özelliğidir. Çıkarılan finansal varlıklar ne kadar küçük miktarlarda sunulurlarsa o kadar fazla ve kolayca alınıp satılabileceklerdir. Burada ülkelerin ve piyasaların gelişmişlik özellikleri etkili olmaktadır. Hisse senetleri, finansman bonoları, tahviller, hazine bonoları ne kadar

küçük değerlerle çıkarılırlarsa o kadar çok daha fazla tasarruf sahiplerine ulaşacaklardır (Aydın, Şen ve Berk, 2014: 39-40) .

1.3 Finansal Yatırımcı ve Türleri

Yatırımcı, en sade tanımıyla yatırımı yapan kişi veya kuruluştur. Yatırımcılar, yatırım yapmayı düşündükleri yatırım araçlarının risk düzeylerini göz önünde bulundurarak yatırım kararlarını almaktadırlar. Yatırımcılar sahip oldukları portföylerini oluştururken, tahvil, repo, mevduat faizi gibi risksiz araçları tercih edebilirlerken, riski diğer yatırım araçlarına göre fazla olan hisse senedi ve benzeri yatırım araçlarını da tercih edebilirler. Yatırımcılar, bu yatırım araçlarını tercih ettiklerinde bekledikleri kar oranını, tahmin ettikleri zaman diliminde almayı beklemektedirler. Yatırımcılar açısından yaptıkları yatırımı etkileyen her türlü faktör hakkında bilgi sahibi olmaları kayba uğramamaları ve doğru tahminde bulunmaları açısından önem taşımaktadır (Demir ve Derer, 2012: 13).

Hisse senedi piyasasını incelediğimizde yatırımcılar iki yatırımcı grubundan oluşmaktadır. Bunlar; "boğa tipi yatırımcılar" ve "ayı tipi yatırımcılar" olmak üzere ayrılmaktadırlar. Boğa tipi yatırımcılar, borsayı yükseltmek isteyen yatırımcı grubu olarak ifade edilmektedir. Ayı tipi yatırımcılar ise borsadaki fiyatların düşeceğini tahmin eden ve satış yapmaya eğilim gösteren yatırımcılardır. Tek bireylerden oluşan bir çok yatırımcı, içinde bulundukları psikolojik eğilimlere göre ayı tipi vaya boğa tipi grubun birer doğal üyesi olmaktadırlar. Bu iki grubun varlığı sermaye piyasasında yapılan yatırım faliyetlerinin kuralları çerçevesinde, bir çatışma durumunun var olmasına yol açmaktadır. İki grup arasında meydana gelen çatışma durumu, o anda piyasadaki fiyatların aşağıya doğru veya yukarı doğru hareket ve eğilim göstermesine neden olmaktadır (Barak, 2008: 30).

Yatırımcılar, özellikle hisse senedi piyasasında bireysel yatırımcılar ve kurumsal yatırımcılar olarak ikiye ayrılabilmektedir. Ayrıca küreselleşmenin dünyayı etkisi altına alması ile ülkeler arasında sınırlar kaybolmakta ve küreselleşmenin etkisi

ile dünya insanı olgusu yaygınlaşmakla birlikte ülkeler arası kültür, bilgi, farklılıkları azalmakta yabancı yatırımcılar her piyasada var olabilmekte ve bu piyasalar ile ilgili bilgilere kısa zamanda ulaşabilmekte ve bu piyasalarda varlıklarını sürdürebilmektedirler (Orçun, 2015: 6-14).

1.3.1 Bireysel Yatırımcılar

Bireysel yatırımcı Okur (2014: 30) tarafından, "genel olarak sahip olunan tasarrufları dönemsel getiri sağlamak amacıyla farklı yatırım araçlarına yönlendiren kişi" olarak tanımlanmaktadır. Bireysel yatırımcılar, "kendi nam ve hesapları için işlem yapan kurumsal yatırımcılara göre göreceli olarak daha küçük çapta işlem yapan yatırımcılardır. Bireysel yatırımcılar yatırım kararı alma durumlarında kurumsal yatırımcılardan çok farklıdırlar. Bireysel yatırımcılar, portföy yönetimi açısından daha çok hobi olarak başlamakta ve hiçbir profesyonel destek almadan veya çok az bir destekle fonlarını yönetmektedirler. Bireysel yatırımcılar, yatırım kararlarında kişisel etkenlerden ve psikolojik faktörlerden çok fazla etkilenmektedirler (Karan 2011: 709).

1.3.2 Kurumsal Yatırımcılar

Kurumsal yatırımcı kavramı, "belirli bir amacı gerçekleştirmek için kurulmuş ve üçüncü kişiler adına finansal araçların alım satımı ile uğraşan, tüzel kişilikler" olarak tanımlanmaktadır (Büker ve diğerleri, 2010: 458). Bir başka tanıma göre ise, "sermaye piyasasının gelişmesinde etkin ve önemli bir paya sahip olan ve birçok küçük tasarruf sahiplerinin sınırlı birikimlerini bir araya getirerek verimliliği yüksek yatırımlara yönelten organizasyonlar" olarak ifade edilmektedir (Usul ve Kocabıyık, 2010: 65).

Kurumsal yatırımcıların ülke ekonomisine birçok katkıları bulunmaktadır. Bu katkılar (Usul ve Kocabıyık, 2010: 65-66):

- Ekonomik büyümenin hızlandırılması,
- Yatırım yapma isteği içerisinde bulunan tasarruf sahiplerinin birikimlerini güvenli, ve şeffaf bir ortamda değerlendirmelerine olanak sunması,
- Çok küçük miktarda tasarrufları olan yatırımcıların bu tasarruflarını sisteme dahil edebildikleri için sermayenin tabana yayılmasını sağlamakta,
- Menkul kıymetlerin borsada işlem görebilmesi için şirketlerin belirli koşulları sağlamaları gerekmektedir. Bu şirketler sürekli denetlenmekte ve böylece kayıt dışı ekonominin azaltılmasında katkı sağlamakta,
- Yatırımların vadeli olmasına ve fonlama imkanlarının arttırılmasına katkı sağlamakta,
- Kurumsal yatırımcılar özellikleri itibariyle sahip oldukları uzun vadeli kaynakları sayesinde fon talep eden şirketlere uzun vadeli fon sağlayabilme ve piyasada oluşan dalgalanmaları yumuşatabilme kabiliyetlerine sahiptirler. Bu ve buna benzeyen birçok özellikleri sayesinde ekonomik risklerin ve kırılganlıkların azaltılmasında katkı sağlamaktadırlar (Barak 2008: 42).

1.3.3 Yabancı Yatırımcılar

Yabancı yatırımcılar, gelişmekte olan ülkelerin fon bulma ihiyaçlarını karşılayabilmeleri açısından büyük önem arz etmektedir. Gelişmekte olan piyasalarda, yabancı yatırımcıların yerel yatırımcılara göre daha ileri analitik becerileri ve yüksek sermayeleri ve yüksek endüstri bilgileri bakımından bu piyasalar açısından hem çok önemli hemde daha fazla avantajlı durumda oldukları görüşü hakim olmaktadır (Döm, 2003: 164).

Gelişmekte olan ülkeler sermaye ve fon ihtiyaçları nedeniyle yabancı yatırımcıların varlığına ihtiyaç duymaktadırlar. Yabancı yatırımcılar küreselleşmenin etkisiyle hemen her piyasada faaliyet gösterebilmektedirler. Fakat bir ülkenin yabancı yatırımcıları çekebilmesi için söz konusu ülkedeki siyasi istikrar, güven düzeyi, hukuk kurallarının işlerliği ve adalete olan güven, ekonomik güç ve ekonomik dalgalanmalar karşısındaki tutumu, döviz kurları, kredi derecelendirme

kuruluşlarını tarafından ülkenin aldığı yatırım yapilabilirlik notu ve bunun pozitif veya negatif yönündeki seyri yabancı yatırımcıların karar alma, davranış ve hareketlerinde önemli faktörler olarak karşımıza çıkmaktadır (Çavusgil, Ghauri ve Akcal, 2013).

1.4 Risk Durumda Yatırımcı Davranışları

Bazı yatırımcılar risk almayı severken, bazı yatırımcılar riskten kaçınmakta ve bunun yanında bazı yatırımcılar ise risk karşısında kayıtsız kalmaktadırlar. Bir yatırımcının risk karşısında nasıl bir tavır alması gerektiğini belirleyen çok farklı değişkenler bulunmaktadır.Yatırımcıların risk almasındaki belirleyici unsur, denetim algısıdır. Burada korkan ve öfkeli olmak üzere iki yatırımcı tipi görülmektedir. Korkan yatırımcılar, denetimin kendilerinde olmadığı korkusu yaşayarak kendilerini güvensiz hissetmekte ve piyasalarda düşme eğilimleri gözlemlenirken satmaya daha meyilli olmaktadırlar. Öfkeli yatırımcılar piyasaların düşme eğiliminde olsa dahi kendilerinden emin bir halde yükselmeyi beklemektedirler. Öfkeli yatırımcılar, durumlarından daha emin oldukları için düşen hisseleri ellerinde tutmaktadırlar (Peterson, 2012: 133).

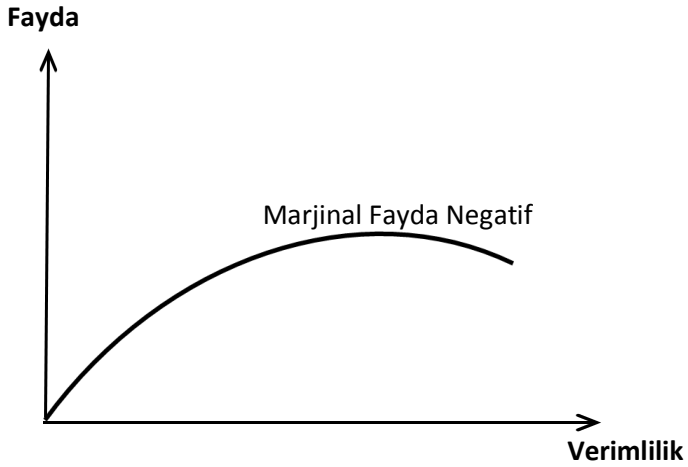
Saraç ve Kahyaoğlu (2011)'nun yaptıkları çalışmaya göre, yaşlı yatırımcılar genç yatırımcılara göre risk almaya daha meyillidir. Emekli olmuş yatırımcılar çalışan işçilere göre daha fazla risk almaya meyillidirler. Eğitim durumu göze alındığında ise eğitim durumu lise olan yatırımcılar, lisans ve lisansüstü yatırımcılara oranla daha fazla risk alma eğilimindedirler. Lisans ve lisansüstü eğitim almış yatırımcılar karşılaştırıldığında ise lisansüstü eğitim almış yatırımcılar daha fazla risk alma eğilimindedir. Cinsiyete göre yapılan karşılaştırmada ise kadınların risk alma eğilimi erkeklere göre daha düşüktür (Saraç ve Kahyaoğlu, 2011: 153-154).

1.4.1 Risk Almayı Sevmeyen Yatırımcılar

Risk almayı sevmeyen yatırımcılar, risk almaktan kaçınır ve zarar etmekten korkan yatırımcılar olarak ifade edilmektedir. Bu yatırımcılar gelirleri belirli olan birçok yatırımdan en risksiz olanını tercih etmektedirler. Riski sevmeyen yatırımcılar tasarruflarını borsa gibi riskli yerlere yatırım yapmaktan ziyade vadeli mevduat veya tahviller gibi riski çok az olan getirisi düşük enstrümanlara yapmaktadırlar (Civan, 2010: 318).

Risk düzeyini en aza indirgemek isteyen riskten kaçınmak isteyen yatırımcıların kullanabilecekleri birçok farklı türev enstrümanları bulunmaktadır. Risk düzeyini en aza indirgemek isteyen yatırımcılar portföylerini türev piyasalardan yatırım yapabilecekleri varlıklar ile çeşitlendirme yoluna gitmektedirler. Aşağıdaki şekilde riskten kaçınan yatırımcının marjinal faydası gösterilmektedir (Civan, 2010: 319):

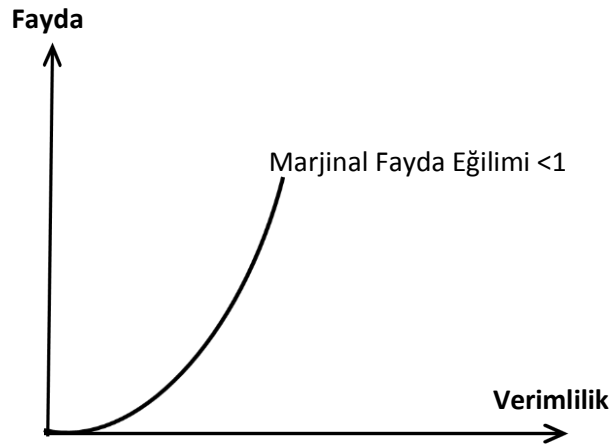
Şekil 1: Risk Almayı Sevmeyen Yatırımcılar



Kaynak: Başoğlu ve diğerleri, 2009: 192

1.4.2 Risk Almayı Seven Yatırımcılar

Risk almayı seven yatırımcılar, yaptıkları yatırım sonucunda katlandıkları risk dü**Şekil 2:** Risk Almayı Seven Yatırımcılar ahi yatırımdan çekilmeyi tercih etmezler aksine rısk alma eğılımı içerısınde olurlar. Bu tip yatırımcıların marjinal faydası, risk almayı sevmeyen yatırımcıların aksine pozitif eğilimli olmaktadır. Aşağıda riski seven yatırımcıların marjinal fayda eğilimi gösterilmektedir (Orçun, 2015: 28):



Kaynak: Başoğlu ve diğerleri, 2009: 192

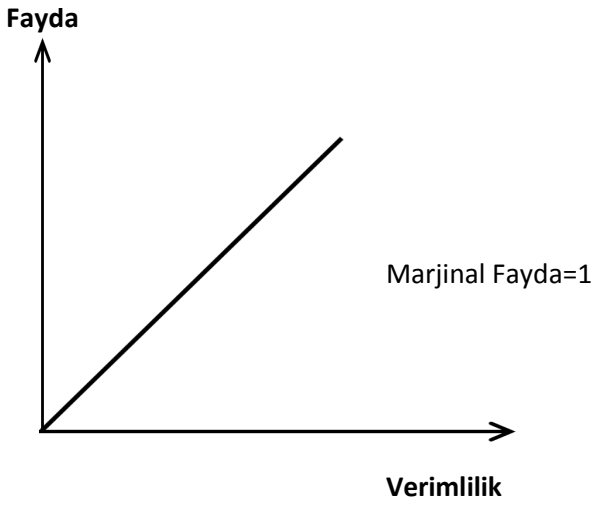
Riski seven yatırımcılar sabit getirili veya getirisi düşük bir yatırım yapmak yerine riski yüksek olan ve daha fazla getiri vadeden hisse senedi vaya enstrümanlara yatırım yapmayı tercih etmektedirler. Burada riski seven yatırımcılar daha fazla kayıp veya zarar göze alarak daha yüksek kazanç elde etmek istemektedirler.

1.4.3 Risk Karşısında Kayıtsız Kalan Yatırımcılar

Risk karşısında tepkisiz kalan yatırımcılar için yatırımlarını hangi yatırım enstrümanına yapacakları ve buradaki katlanacakları risk düzeyi önem taşımamaktadır. Burada katlanacakları risk düzeyi getiri ile paralel arttığı sürece risk almaktan kaçınmamaktadırlar. Riske karşı kayıtsız kalan yatırımcılar açısından

paranın marjinal faydası 1 olmaktadır. Aşağıdaki şekilde riske karşı tepkisiz kalan yatırımcıların marjinal faydası gösterilmektedir (Bekçi, 2001: 34):

Şekil 3: Risk Karşısında Kayıtsız Kalan Yatırımcılar



Kaynak: Güler, 2005: 50

1.5 Uluslararası Finansal Piyasalar

Uluslararası finansal piyasalar sınır ötesi fon akımlarına olanak sağlamaktadırlar. Çeşitli birçok nedenler nedeniyle ülke dışı finansal piyasalardan finansman sağlamayı amaçlayan kişi ve kuruluşlar ile, tasarruflarını kendi ülke sınırları dışındaki finansal piyasalarda değerlendirmek veya kullandırmak isteyen kişi ve kuruluşlar, kısacası fon talep edenler ile fon arz edenler bir araya gelerek "Uluslararası Finansal Piyasaları" oluşturmaktadırlar (Seyidoğlu, 1997:253).

Uluslararası finansal piyasalar genel kabul görmüş birkaç farkı sınıflandırmaya göre incelenebilmektedir. Finans piyasaları, alınan satılan fonların vadesi göz önüne alındığında, kısa vadeli fonların alınıp satıldığı para piyasaları ve vadesi orta-uzun olan fonların aktarıldığı sermaye piyasası olarak bir ayrıma tabii

tutulmaktadır. Finansal piyasalar, diğer bir sınıflandırmaya göre birincil ve ikincil piyasa olarak ayrıma tabii olmaktadır. Bir varlığın ilk kez alınıp satıldığı piyasaya birincil piyasa denilmektedir. Birincil piyasada işlem satış görmüş bir varlığın daha sonra alınıp satıldığı piyasalara ise ikincil piyasa denilmektedir (Uluçay, 2008: 2).

Ulusal fonların yabancı yatırımcılara ve yabancı fonların ise yerli yatırımcılara yatırım imkanı sağladığı durumlarda finans piyasaları uluslararası nitelik kazanmaktadır. Uluslararası finans piyasalarında, uluslararası para ve sermaye piyasalarına yönelik tahvil, hisse senedi, döviz, bono yatırımları diğer yatırım enstrümanlarına göre daha fazla tercih edilmektedir (Alkin ve diğerleri, 1995: 4).

Yabancılar arasında fon aktarım işlemi gerçekleşen piyasalara ise "kıyı ötesi" finans merkezleri denilmektedir. Londra, New York, Tokyo piyasaları yukarıda açıklanan piyasalar açısından en gelişmiş merkezler olarak kabul edilmektedir. Zürih, Cenevre, Paris, Frankfurt, Singapur, Hong Kong ve Amsterdam piyasaları da oldukça gelişmiş merkezlerdir. Kıyı ötesi merkezlere ise Cayman adaları, Hollanda Antilleri, Bahamalar, Lüksemburg örnek gösterilebilir.

Kurumsal yatırımcıların hızla çoğalması, yeni finansman araçların geliştirilmesi, portföy çeşitlendirmenin giderek artması, küreselleşme ile dünyanın küçük bir köy haline gelmesi, haberleşme ve teknolojik imkanların artması, özellikle 1980 ve sonrasında uluslararası finans piyaslarının büyümesinde ve gelişmesinde etkili olmuştur. Uluslararası finansal piyasalar konusunda "borsa" kavramı önemli bir yere sahiptir. Borsalar, hisse senetlerinin, ticarı enstrümanların ve diğer enstrümanların ticaretinin yapıldığı yerlerdir. Borsalar, yapılan işlemin türüne göre, "Sermaye Borsaları", Döviz Borsaları (foreign exchange market) ve " Emtia Borsaları (commodiyt exchange)" olarak isimlendirilmektedir (Uluçay, 2008: 2-3).

1.5.1 Uluslararası Hisse Senedi Piyasaları

Genellikle çok uluslu firmalar, ihraç edecekleri yeni hisse senetlerini uluslararası piyasalarda gerçekleştirmeyi tercih etmektedirler. Firmalar yeni ihraç edecekleri hisse senetlerini uygun miktar ve maliyetlerle kaynak bulabilmek amacıyla ve faaliyetlerini sürdürdükleri ülkenin hisse senedi piyasasında var olmak gibi nedenlerle uluslararası hisse senedi piyasalarında satışa sunmaktadırlar. Son yıllara baktığımızda kendi ülkelerinin dışındaki hisse senedi borsalarına kote olmuş firmalar sayısal olarak artmakta olduğu görülmektedir (Brigham ve Houston, 2004: 742-742).

Hisse senetleri anonim ortaklıklar tarafından çıkarıldığında, ortaklık sermayesine katılma payını temsil etmekle birlikte hisse senedi sahibine şirket payından kar alma hakkı, şirket yönetimine katılmaya ve oy kullanma hakkı gibi haklar sağlarlar. İşletmeler faaliyetlerini devam ettikleri süre boyunca kısacası sonsuz kabul edilen ömürleri boyunca sürekli bir kaynak gereksinimine ihtiyaç duymaktadırlar. Bu kaynak ihtiyaçlarını sağlamak amacıyla hisse senedi çıkarmaktadırlar. Şirketler için hisse senedi çıkarmak ve böylece şirkete finansman sağlamak şirkete mali yük getirmemekle birlikte şirketin öz sermayesi artmasıyla birlikte itibarı da artmaktadır. Kurumsal itibarın artması şirketin yeni kaynak bulmalarını da kolaylaştırmaktadır (İşler, 2013: 51).

Hisse senetlerinin avantajlı yönlerinin yanı sıra dezavantajları da bulunmaktadır. Hisse senedi çıkaran firmalar açısından, hisse senedi çıkarmanın maliyeti borçlanma maliyetinden yüksek olmakla birlikte tahviller hisse senetlerine göre daha az riskli bir yatırım araçlarıdır. Yatırımcılar açısından ise fon sağladıkları işletme kar elde etmemesi durumda kar dağıtmayabilir. Bu durumda yatırımcı dönem sonunda kardan pay alamamaktadır. Yatırımcılar açısından bir diğer risk unsuru ise işletmenin iflas etmesi durumunda hisse senedi sahiplerinin göze aldıkları riskler de büyük olmaktadır. İşletmenin iflası durumunda işletmenin borçları ödendikten sonra geriye kalan kısım hisse sahipleri arasında pay edilmektedir. Hisse senedi sahipleri

yüklendikleri yüksek riskler nedeniyle yaptıkları yatırım sonucunda yüksek getiri beklemektedirler (Akgüç, 1998: 754-760).

Hisse senedi sahiplerinin rüçhan hakları bulunmaktadır. Rüçhan hakkı, işletme tarafından çıkarılacak yeni hisse senetlerini öncelikli olarak satın alma hakkı olarak tanımlanabilir. Firmalar açısından çıkardıkları hisse senetlerini yurtdışına arz ederek fon elde etmelerinin faydaları şöyle özetlenmektedir (Seyidoğlu, 1994: 212):

- Çok çeşitli ülkelerden hissedarlara sahip olma firmayı birtek ulusal piyasadan kaynaklanan tehdit ve kısıtlamalardan soyutlamaktadır.
- Hisse senedi ihraç eden firmanın kendi ülkesinde kurumsallaşma zayıf olabilir böyle bir durumda kurumsallaşmanın daha iyi olduğu piyasa avantajlarından faydalanmaktadırlar.
- Ulusal bir firmanın yurtdışına hisse senedi ihraç etmesi, ulusal ve uluslararası düzeyde firmaların hisse senetlerine olan ilgiyi arttırmaktadır.
- Bir firma uluslararası piyasalar bakımından tanınma aracı olarak hisse senedi ihracını kullanabilmektedir.

Tüm dünya ülkelerinde ekonomik, politik, sosyal gelişmeler ve sorunlar ortaya çıkabilmektedir. Bu durumda hisse senedi piyasaları ekonomik yaşamın en önemli göstergelerinden biri olarak kabul edilmektedir. Hisse senedi piyasalarında alım satım yapanlar, şirketin durumu, beklentileri ve değerleri gibi etmenleri göz önüne alarak bu konular hakkındaki yargıları hisse senedi değerini belirlemekte ve sürekli değişime sebep olmaktadırlar. Menkul kıymet borsalarının çalışma şeklinden dolayı hisse senedi fiyatları göreceli olarak daha istikrarlı olarak kabul edilmekte ve fiyat değişimleri bakımından daha kabul edilebilir iniş çıkış göstermektedirler (Weston ve Copeland, 1992: 92).

1.5.1.1 Uluslararası Hisse Senedi Piyaslarının Gelişimleri

Avrupa'da borsa ilk olarak Anvers'te 1487 yılında kurulmuştur. Hollanda' 16. yüzyılda Amsterdam Borsası kurulmuş ve borsalar gelişmeye başlamıştır. Yine 16. yüzyılda Paris ve Londra borsası kurulmuştur. 17 yüzyıla gelindiğinde Berlin ve Basel borsaları kurulmuştur. 18. yüzyılda Viyana ve New York borsaları, 19. Yüzyılda Brüksel, Milano, Roma, Tokyo, Madrid, İstanbul borsaları kurulmuştur (Parasız, 1994: 251).

Tüm dünyada 1950 yıllarından itibaren menkul kıymet borsaları gelişmeye başlamıştır. Bu gelişmenin temel kaynağı küreselleşme, dünya pazarının küreselleşmesi, iletişimin ve haberleşmenin artması, teknolojik imkanların artması ve bilgiye ulaşmanın kolay hale gelmesi, finansal kurumların pazara girişlerinin kolay hale gelmesidir. Dünyada New York Borsası, Tokyo Borsası ve Londra Borsası, "Süper Borsa" olarak nitelendirilmektedirler. Bu borsalar, dünya borsalarının %60 iş hacmini oluşturmaktadırlar (Karan, 2001: 33).

1990'lı yıllar itibariyle hem uluslararası hisse senedi piyasaları hemde gelişmekte olan ülkelerdeki borsaların gelişim ve iş hacimleri artmaya başlamıştır. Bu borsaların ilgi görmelerinin nedeni uluslararası piyasalarda faizlerin ve enflasyonun düşmesi olarak gösterilmektedir. Gelişmekte olan piyasalardaki avantajlar nedeniyle gelişmiş ülkelerden fon sağlanmıştı. Gelişmiş ülkelerin büyük fonları bu piyasalarda önemli tutarda para kazanmış, gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerine döviz sağlamışlardır (Karan, 2001: 41).

Yabancı yatırımcıların büyük bir çoğunluğu çeşitlendirmenin faydalarından dolayı gelişmekte olan piyasalara eğilim göstermektedirler. Piyasalarda yatırımcıların önündeki engellerin kaldırılması, ekonomik ve finansal serbestleşmenin sağlanması yatırımcıların hareket alanını geliştirmiştir. Buna bağlı olarak yatırımcılar ulusal ve uluslararası piyasalarda teknolojik alanlardaki gelişmeden ve bilgiye ulaşmanın kolaylığı gibi nedenlerle yatırımcılar, uluslararası

bütünleşmeye katkı sağlamışlardır. Uluslararası bütünleşmenin sonucu olarak, dünyada farklı ülkelerdeki borsaların getirileri birbirine yaklaşmıştır (Bekaert-Harvey, 2000: 601).

1.5.1.2 Gelişmekte Olan Hisse Senedi Piyasaları

Son yıllarda, kişi ve kurumsal yatırımlar açısından hisse senedi, tahvil ve diğer finansal varlıklara yapılan yatırımlar hızlı bir artış göstermiştir. "*Hisse senedi, anonim ve hisseli komandit şirketler tarafından payları temsil etmek üzere düzenlenen ve şekil şartlarına tabi kıymetli evrak niteliğindeki belgelerdir*" (Domaniç, 1978: 884). Son yıllarda dikkat çeken gelişmelerden bir tanesi de son 30 yılda gelişen hisse senedi piyasalarının gösterdiği performanstır. Hem işlem hacmi açısından hemde diğer göstergeler açısından bu durum aşağıdaki tablolar aracılığıyla değerlendirilecektir. Aşağıdaki tabloda yıllara göre gelişmekte olan ülkelerdeki borsalarda faaliyet gösteren şirket sayıları toplam ve yabancı olarak listelenmektedir.

Tablo 1: Gelişmekte Olan Ülkelerde Yıllara göre Listelenen Şirket Sayısı 2009-2013

Gelişmekte Olan Ülkelerde Yıllara Göre Listelenen Şirket Sayısı											
	YIL	2009	Eylül	2010	Eylül	2011	Eylül	2012	Eylül	2013	Eylül
SIRA	ÜLKE	Toplam	Yb	Toplam	Yb	Toplam	Yb	Toplam	Yb	Toplam	Yb
1	Hindistan	6380	-	6509	1	6714	1	6820	1	6939	1
2	Çin	2917	10	3341	14	3761	22	4022	88	4074	88
3	Güney Kore	1771	8	1784	16	1806	19	1791	16	1770	17
4	Tayvan	736	6	764	20	806	43	1458	70	1491	77
5	Malezya	956	6	957	6	951	8	929	9	909	10
6	Polonya	473	6	547	14	736	18	855	21	888	25
7	Tayland	531	-	538	-	546	-	549	-	577	-
8	Endonezya	401	-	409	-	432	-	454	-	479	-
9	İsrail	627	13	612	15	609	18	556	17	514	17
10	Türkiye	247	-	257	-	264	1	242	1	235	1
11	Brezilya	387	9	377	9	377	7	367	11	364	11
12	Şili	236	3	231	4	232	4	248	20	305	79
13	Filipinler	248	2	250	2	250	2	254	2	253	3
14	Mısır	326	1	229	1	233	1	235	1	232	1
15	Peru	238	43	246	48	252	51	269	57	270	59
16	Meksika	130	5	133	5	136	5	136	5	141	5
17	Arjantin	108	5	105	5	105	6	104	6	105	6
18	Kolombiya	85	-	84	2	83	3	85	6	81	6
19	Macaristan	44	3	48	4	54	3	52	1	52	-

Kaynak: WFE-Dünya Borsalar Federesyonu, http://www.world-exchanges.org/home/index. php /members, E.T: 27.11.2018.

Tablo 2: Gelişmekte Olan Ülkelerde Yıllara Göre Listelenen Şirket Sayısı 2014-2018

Gelişmekte Olan Ülkelerde Yıllara Göre Listelenen Şirket Sayısı											
	YIL	2014	Eylül	2015	Eylül	2016	Eylül	2017	Eylül	2018	Eylül
SIRA	ÜLKE	Toplam	Yb	Toplam	Yb	Toplam	Yb	Toplam	Yb	Toplam	Yb
1	Hindistan	7176	2	7543	2	7666	2	7503	2	6983	2
2	Çin	4290	90	4616	93	4882	97	5468	119	5825	148
3	Güney Kore	1825	15	1889	14	2013	16	2103	19	2170	20
4	Tayvan	1547	89	1587	95	1634	109	1665	117	1700	121
5	Malezya	905	10	903	10	904	10	901	10	910	10
6	Polonya	898	28	907	31	892	32	886	29	864	28
7	Tayland	599	-	631	-	648	-	670	-	693	-
8	Endonezya	501	-	517	-	535	-	556	-	600	-
9	İsrail	473	14	461	18	453	23	459	26	452	26
10	Türkiye	225	1	227	1	386	1	380	1	379	1
11	Brezilya	366	11	359	11	351	11	343	9	339	6
12	Şili	303	78	312	88	307	86	293	81	288	82
13	Filipinler	261	3	263	3	265	3	269	3	268	3
14	Mısır	240	1	251	2	254	3	257	3	253	2
15	Peru	263	53	276	67	263	48	257	36	229	16
16	Meksika	136	6	141	6	144	7	148	7	146	6
17	Arjantin	102	6	99	6	99	6	102	6	99	6
18	Kolombiya	74	4	73	4	70	4	69	2	68	2
19	Macaristan	49	-	45	-	43	-	41	-	42	-

Kaynak: WFE-Dünya Borsalar Federesyonu, http://www.world-exchanges.org/home/index. php /members, E.T: 27.11.2018.

Gelişmekte olan ondokuz ülke 2018 yılına göre sıralanmıştır. Yukarıdaki tablo incelendiğinde Hindistan, Çin ve Güney Kore yine ilk üç sırada konumlanmıştır. Türkiye listelenen şirket sayısı bakımından onuncu sırada konumlanmıştır. On yıllık süreç incelendiğinde gelişmekte olan ülkelerde genel bir artışın olduğu gözlemlenmekle birlikte 2002-2008 tarihlerindeki verilere göre kıyas edildiğinde Brezilya, İsrail, Şili, Meksika, Mısır, Malezya ülkelerinde listelenen şirket sayısında azalma görülmüş ve genel sıralamada bu ülkeler sıra gerilemişlerdir. Türkiye, Polonya, Tayvan, Şili ve Polonya'da şirket sayıları artarak bu ülkeler sıralamada eskiye nazaran üst sıralara yükselmişlerdir.

Aşağıdaki tabloda gelişmekte olan ülkelerin yıllık toplam işlem hacmi ve bu ülkelerin bir toplam olarak yıllara göre toplam işlem hacimleri görülmektedir. Gelişmekte olan ülkeler 2017 yılı verilerine göre sıralanmıştır.

Tablo 3: Gelişmekte Olan Ülke Borsaları Yıllık İşlem Hacmi 2009-2013

Gelişmekte Olan Ülke Borsaları Yıllık İşlem Hacmi (Milyon ABD Doları)						
SIRA	**ÜLKELER/YIL**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**
1	**Çin**	14.299.815	9.565.155	7.940.641	6.073.953	8.913.011
2	**Güney Kore**	1.569.779	1.607.243	2.029.097	1.517.896	1.284.599
3	**Hindistan**	1.055.834	1.059.712	773.331,40	636.508,60	563.507,30
4	**Tayvan**	904.583,20	903.061,70	889.903,70	778.355,10	758.842,70
5	**Brezilya**	644.732,40	868.813,00	930.698,30	875.417,50	810.596,00
6	**Türkiye**	305.030,60	411.203,40	412.911,30	357.779,20	419.361,80
7	**Tayland**	124.083,10	214.086,00	222.605,20	236.024,90	376.024,40
8	**Malezya**	80.283,40	112.291,70	135.949,40	124.332,90	147.872,80
9	**Meksika**	84.909,00	119.119,40	121.640,30	126.139,00	177.355,80
10	**Endonezya**	80.119,10	103.842,50	109.420,80	94.585,70	115.972,00
11	**İsrail**	77.434,40	102.694,30	82.042,70	49.365,10	53.703,40
12	**Polonya**	54.634,80	69.236,20	86.517,70	58.363,80	69.952,20
13	**Şili**	34.323,50	53.818,20	55.259,70	45.653,00	43.677,10
14	**Filipinler**	13.864,90	21.778,00	27.765,40	34.783,10	46.666,90
15	**Mısır**	73.651,90	38.397,40	16.132,90	17.855,70	12.920,40
16	**Kolombiya**	19.168,50	28.269,00	36.815,70	39.432,90	25.942,60
17	**Macaristan**	25.951,20	26.274,60	19.172,30	10.883,10	10.428,80
18	**Arjantin**	2.983,40	3.805,50	3.284,30	2.190,60	3.342,30
19	**Peru**	3.968,70	5.011,50	6.220,20	6.102,30	4.051,10
	TOPLAM	19.455.151	15.313.813	13.899.410	11.085.622	13.837.828

Kaynak: WFE-Dünya Borsalar Federesyonu, http://www.world-exchanges.org/home/index.php/members, E.T: 2.12. 2018.

Tablo 4: Gelişmekte Olan Ülke Borsaları Yıllık İşlem Hacmi 2014-2018

Gelişmekte Olan Ülke Borsaları Yıllık İşlem Hacmi (Milyon ABD Doları)					
SIRA	**ÜLKELER/YIL**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**
1	**Çin**	13.547.028	43.079.982	20.448.319,20	18.632.568
2	**Güney Kore**	1.350.370,10	1.929.558,10	1.672.917,70	1.919.974,20
3	**Hindistan**	756.169,60	797.399,90	798.642,60	1.166.283,20
4	**Tayvan**	920.573,50	807.228,90	669.870,60	1.030.632,40
5	**Brezilya**	728.403,40	498.335,80	535.163,20	663.882,40
6	**Türkiye**	393.975,60	374.449,20	327.117,60	391.157,50
7	**Tayland**	314.190,30	285.754,90	330.367,40	328.325,20
8	**Malezya**	153.074,90	124.113,00	106.965,00	130.400,80
9	**Meksika**	156.573,80	127.412,00	122.988,60	114.028,50
10	**Endonezya**	94.967,70	77.674,30	92.162,00	93.653,22
11	**İsrail**	51.209,10	56.442,20	51.969,60	66.970,40
12	**Polonya**	65.273,70	54.090,90	48.187,70	63.313,50
13	**Şili**	28.833,70	21.350,10	23.683,50	36.331,10
14	**Filipinler**	42.552,20	39.682,70	37.425,00	33.494,00
15	**Mısır**	26.846,80	15.209,40	17.015,50	14.426,00
16	**Kolombiya**	24.490,50	14.868,10	13.966,80	13.989,00
17	**Macaristan**	7.971,50	7.605,40	8.130,30	9.886,40
18	**Arjantin**	4.803,20	5.091,20	4.623,70	7.401,60
19	**Peru**	3.818,20	1.887,40	2.682,70	6.355,10
	TOPLAM	18.671.126	48.318.136	25.312.198,70	24.723.073

Kaynak: WFE-Dünya Borsalar Federesyonu, http://www.world-exchanges.org/home/index.php/members, E.T: 2.12. 2018.

İlk olarak gelişmekte olan ülke borsalarının toplam olarak 2009'dan 2017 yılına dek işlem hacmi büyüklüklerine bakıldığında 2009 yılından 19.45 Trilyon ABD doları seviyesinde iken, 2017 yılında 24.72 Trilyon ABD doları seviyesine ulaştığı gözlenmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde işlem hacmi bakımından 2009-2013 yılları arasında bir düşüş eğilimi olduğu ve 2014 yine yükselen bir eğiim olduğu, 2015 yılının yükselme eğilimi açısından zirve yılı olduğu ve bu durumun azalarak devam ettiği görülmektedir.

Gelişmekte olan ülkeler işlem hacmi büyüklüğü açısından incelendiğinde İsrail, Kolombiya, Macaristan ülke borsaları işlem hacimlerinin yıllar itibariyle küçüldüğü görülmektedir. Çin, Güney Kore, Hindistan, Tayvan ve Türkiye'nin

yıllara göre işlem hacimlerinin büyüdüğü görülmektedir. Türkiye. 2017 yılını esas alarak yapılan işlem hacmi sıralamasında altıncı olarak yerini koruduğu görülmektedir.

1.5.2 Uluslararası Tahvil Piyasaları

Bir hükümet kuruluşu veya özel şirketler tarafından ülke dışında satışa sunulmak üzere çıkarılan uzun vadeli borçlanma araçlarına uluslararası tahviller denir. Uluslararası tahvil piyasaları; ulusal tahvil piyasaları, yabancı tahvil piyasaları ve euro tahvil piyasaları olmak üzere üçe ayrılmaktadırlar (İşler, 2013: 40).

Ulusal tahviller, ülkenin kendi para birimi cinsinden ulusal şirket ve kurumlar tarafından çıkarılmakta ve çoğunlukla ülke sınırları içerisindeki yerleşiklere satılmaktadır. Yabancı tahviller, şirket veya hükümet kuruluşları tarafından yabancı piyasa para birimiyle yabancı piyasada satılmak üzere çıkarılan, yükleniciler grubu tarafından piyasaya sürülen borçlanma araçlarıdır. Yabancı tahviller, yabancı paraya bağımlı olmaları ve çıkarıldıkları yabancı paranın dolaşımda bulunduğu ülkelerde satışa sunulmaları yabancı tahvillerin iki önemli özelliğidir (İşler, 2013: 42). Euro tahviller ise bir ulusal para birimi ile çıkarılan fakat o ülke parasının kullanıldığı ülke piyasaları dışındaki piyasalara ihraç edilen tahviller olarak adlandırılmaktadırlar. Euro tahvillere örnek olarak, Türkiye'nin Amerikan doları cinsinden çıkarıp Almanya, Fransa ve Japonya'daki piyasalara bu ülkedeki yerleşik bankalar tarafından satılan tahviller Eurotahvile örnek teşkil etmektedir.

Uluslararası tahvil piyasaları, yaşanan mali libarelleşmeden faydalanarak hızla gelişmiştir. Hükümetler sermaye ihracı üzerindeki kısıtlamaları gevşetmişler, yabancıların faiz gelirleri üzerindeki stopajı azaltmışlardır. Hükümetler bütçe açıklarını kapatmak için önemli hacimlerdeki devlet tahvillerini yabancılara satmaları uyguladıkları yöntemlerden biri olmuş bu durumda uluslararası tahvil piyasalarının gelişmesine fayda sağlamıştır. Uluslararası tahvil piyasalarını pozitif yönde etkiyen politikalar iletişim teknolojisi ile desteklenerek günümüzdeki duruma

gelmiştir. 1982 yılında yaşanan borç krizinden sonra eurokredilerin durması sonucuna bağlı olarak bu piyasaların gelişimi başlamıştır (Doğukanlı, 2001: 278).

Yatırımcıların uluslararası tahvillere yönelmelerinin nedeni portfolyo teorisi ile açıklanmaktadır. Uluslararası tahvillere yönelimin en temel nedeni riski azaltmaktır. Uluslararası tahviller ile ulusal tahviller arasında korelasyonun düşük olması nedeniyle yatırımcılar portföylerine uluslararası tahvilleri ekleyerek risklerini azaltmak isterler (Seyidoğlu, 2003: 290-293).

1.5.2.1 Uluslararası Piyasalardaki Tahvil Türleri

Uluslararası tahvil piyasaları, borç alan bir kurumun kendi ülkesinin sınırları dışındaki piyasalara satılan sunduğu tahvillerin alım satımının yapıldığı piyasalardır. Uluslararası piyasalarda işleme tabi olan tahvillerin türleri ile çeşitli sınıflandırmalar vardır. Bazı kaynaklara göre uluslararası tahvillerin iki, diğer bazı kaynaklara göre ise üç temel türü vardır. İkili sınıflandırmada, yabancı tahviller ve euro tahviller olarak sınıflandırılmaktadır. Üçlü sınıflandırmada ise yabancı tahviller, euro tahviller ve küresel tahviller olarak sınıflandırılmaktadır. Konu itibariyle üçlü sınıflandırma esas alınacaktır.

1.5.2.2 Yabancı Tahviller (Foreign Bonds)

Yabancı tahviller, şirket veya hükümet kuruluşları tarafından yabancı piyasa para birimiyle yabancı piyasada satılmak üzere çıkarılan, yükleniciler grubu tarafından piyasaya sürülen borçlanma araçlarıdır. Yabancı tahviller, yabancı paraya bağımlı olmaları ve çıkarıldıkları yabancı paranın dolaşımda bulunduğu ülkelerde satışa sunulmaları yabancı tahvillerin iki önemli özelliğidir (İşler, 2013: 40).

Yabancı tahviller, diğer ülkelere oranla İsviçre ve Japonya gibi faiz oranlarının çok düşük olduğu ülke piyasalarında ihraç edilmiştir. Hükümetler

ekonomiye aşırı likiditenin çekilmesi amacına bağlı olarak ayrıca yabancı tahvilleri özendirici politikalar uygulamışlardır. Ayrıca yabancı tahvillerin işlem gördükleri ülke piyasalarına göre çeşitli takma adları bulunmaktadır. Bunlara örnek olarak, Amerikan piyasalarında satılanlara "Yankee", Japonya piyasalarında satılanlara "Samurai", İngiltere'de ise "Bulldog" ismi verilmiştir. Yine Hollandada ihraç edilen yabancı tahvillere "Rembrandt", İspanyadaki yabancı tahvillere "Matador" adı verilmektedir. Bu ülkelerde ihraç edilen yabancı tahviller sadece bu ülkelerde isim almakla kalmaz, bu ülkelerdeki düzenlemelere göre işlem görmektedirler. Yabancı tahvil piyasalarında 1960 yılına kadar sadece hükümetler fayda sağlamaktayken bu yıllardan sonra Amerikan çok uluslu şirketlerin öncülüğü ile birlikte tüm dünyaya yayılmıştır (Seyidoğlu, 2003: 290-293).

1.5.2.3 Küresel Tahviller (Global Bond)

Uluslararası arası tahviller olarak da adlandırılan küresel tahviller, diğer uluslararası tahvil türleri gibi birden fazla finans piyasasında satışa sunulurlar. Küresel tahviller, euro tahviller gibi bir çok ülke tahvil piyasalarında satış görmeleri açısından benzerlik göstermekte fakat borsaya kote olmaları bakımından da euro tahvillerle farklılık göstermektedirler (Yalçıner, 2008: 404).

İhraç miktarı büyüklüğü açısından diğer tahviller ile kıyas edildiğinde küresel tahviller çok daha fazla ihraç edilmektedir. Bu nedene bağlı olarak hükümetler, kamu kuruluşları, çok uluslu şirketler ve büyük organizasyonlar tarafından tercih edilmektedir. Küresel tahviller, yatırımcıya daha geniş bir piyasa alanı sunması ve ikincil piyasada da taleplerinin fazla olması yatırımcılar tarafından tercih edilmesini arttırmıştır (Vurucu, 2006).

1989 yılında Dünya Bankası tarafından ilk küresel tahvil ihracı eş zamanlı olarak hem Amerikan Yankee tahvil piyasasında hemde eurotahvil piyasasında ihracın gerçekleşmesiyle olmuştur. Söz konusu bu ihraç ile 10 yıl vadeli 1.5 milyar ABD doları tutarında ihraç gerçekleşmiştir (Karacaer, 2009: 109).

1.5.2.4 Euro Tahviller (EuroBond)

Euro tahviller önceden belirlenen bir euro para birimi üzerinden çıkarılan, özel bir vergi yapısıyla, uluslararası bankalar konsorsiyumu tarafından ihraç edilen ve hamiline alacak hakkı tanıyan tahvil türüdür. Eurotahviller satılmak üzere belirlendikleri para biriminin kullanılmadığı finansal merkezlerde işlem görürler (Bankalar Birliği Yayını, 2004: 63-64).

Avrupa Birliği Prospektüs Direktifin euro tahvili aşağıdaki gibi tanımlamaktadır:

"*Ciro edilebilir menkul değerler olarak; en az iki üyesi farklı ülkelerde kayıtlı bulunan bir sendikasyon tarafından üstlenilmesi (Underwriting) ve dağıtılması, ihraççının ülkesi haricinde ve asgari bir veya daha fazla ülkede, önemli tutarda arz edilmesi gereken tahvillerdir. Ayrıca, ancak bir kredi müessesi veya mali kuruluş tarafından başlangıçta edinilebilir*".

Eurotahvil piyasaları, europara piyasalarının uzun vadeli karşılıklarıdır. Eurotahvil borçları uzun vadeli olmaları nedeniyle europara piyasalarından ve bu borçların tahvil ihraç edilerek elde edilerek sağlanması eurotahvili orta vadeli euro banka kredilerinden farklılaştırmaktadır. Eurotahvil piyasasından hükümetler, çok uluslu şirketler, yurtiçindeki büyük işletmeler, kamu iktisadi kuruluşları, uluslararası kalkınma bankaları yararlanmaktadır (İşler, 2013: 43-46).

Eurotahvil piyasalarındaki "euro" özelliği, tahvilin satışa sunulduğu para birimini göstermemekte, tahvilin satışa sunulduğu piyasayı tanımlamaktadır. Eurotahviller, çıkarıldıkları ülkenin para birimi dışında uluslararası düzeyde itibar gören bir para birimine bağlı olması anlamına gelmektedir. Bu tahvillerde genellikle kullanılan para birimi ABD Doları'dır. ABD Dolarının dışında, Euro, Sterlin, Yen, Kanada Doları en fazla kullanılan para birimleridir (Özbakan, 1991: 57).

Euro tahvillerin temel özellikleri (Özbakan, 1991: 53):

- Tahvillerin kuponları ihraç edilen ülkenin faiz oranlarından farklıdır.
- Tahvillerden elde edilen gelirlerden stopaj indirimi yoktur.
- Belirli bir ulusal piyasanın vergi mevzuatına bağlı değillerdir.
- Tahvilin ihraç edildiği para birimi tahvilin satılmakta olduğu ülkede kullanılmamaktadır. Ayrıca, eurotahvillerin sahiplerine yapılacak ödemelerde tahvilin para biriminin ait olduğu ülkenin vergi mevzuatına tabi olunmaz.
- Eurotahviller eş zamanlı olarak birçok ülkede satışa sunulmaktadırlar.
- Eurotahviller birçok farklı ülkenin finans kuruluşunun bulunduğu uluslararası kredi sendikasyonunun yükümlülüğünde çıkarılmaktadır. Konsorsiyumda bulunan finans kuruluşlarından her birisi, eurotahvil ihracını kendi ulusal piyasasında kendi payı oranında satışa sunarak gerçekleştirmektedir.

Eurotahvil piyasasında tahvil arz edenler, kamu kuruluşları ve özel şirketlerdir. Bu kuruluş ve şirketler kredi derecelendirme kuruluşları tarafından kredi notları belirli süreler dahilinde güncellenmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilen notlar yatırımcılara yapılacak yatırımın riski konusunda da fikir vermektedir. Konumuzun ikinci bölümünde "Kredi Derecelendirme Kuruluşları" başlığı altında hem kuruluşlar ve alınan notlar hemde yatırımcı değerlendirmeleri hususu ile ilgili daha ayrıntılı bilgiye yer verilecektir.

1.5.3 Uluslararası Emtia Piyasaları

Emtia borsaları, uluslararası ticarete konu olan malların alım-satımının gerçekleştiği piyasalardır. Enerji, maden ve besin ürünleri bu piyasalarda ticarete konu olmaktadır. Bu ürünlere örnek olarak, ham petrol, doğal gaz, altın, gümüş, buğday, şeker, ayçiçeği, pirinç, alüminyum, kömür örnektir. Bu maddelerin kontratlarla alınıp satılabilmesi yani bu piyasalarda işlem görebilmesi için, çok sayıda üreticisinin olmasına rağmen, standart bir form ve kalitede olmaları

gerekmektedir. Emtia piyasaları talep ve arza son derece duyarlı piyasalardır (Uluçay, 2008: 19).

Grafik 1: Yıllara Göre Petrol Fiyatlarındaki Değişim (ABD Doları)



Kaynak: https://www.macrotrends.net/2516/wti-crude-oil-prices-10-year daily-chart, E.T: 9.12.2018.

Petrol, bir emtia olarak uluslararası piyasalarda son derece önemli bir role sahiptir. Petrol fiyatları tüm dünya ekonomisinin gidişatı açısından da bir referans göstergesi olma özelliğine sahiptir. Yukarıdaki grafikte son 10 yılda West Texas Intermediate (NYMEX) yıllara göre ham petrol fiyatları değişimi gösterilmiştir. Petrol fiyatlarının 2011 yılına dek düzenli olarak yükseldiği 2011 en yüksek fiyata ulaştığı, 2014 yılı ortalarına kadar belirsiz bir tutum içinde sürekli fiyat dalgalanmalarının olduğu görülmektedir. 2016 yılına gelindiğinde ise dip yaptığı ve bunun sonucunda 30 doların altına gerilediği bu yıl itibariyle yine kademeli olarak fiyatın yükseldiği görülmektedir.

Grafik 2: Yıllara Göre Doğalgaz Fiyatlarındaki Değişim (ABD Doları)



Kaynak: https://www.macrotrends.net/2478/natural-gas-prices-historical-chart, E.T: 10.12.2018.

Emtia piyasaları açısından bir diğer önemli madde doğalgazdır. Yukarıdaki grafik yıl aralıklarına göre doğalgaz fiyatlarındaki fiyat değişimlerini göstermektedir. Yukarıdaki grafikte görüldüğü üzere 2000-2010 aralığı arasında doğalgazda bir resesyon dönemi yaşanmıştır. 2010 yılı ve sonrasında doğalgaz fiyatlarının düşüş seyri izlediği görülmektedir.

Dünyada emtia piyasalarına örnek olarak, Chicago Board of Trade, New York Mercantilite Exchange, London Metal Exchange borsaları, ülkemizde ise bünyesindeki pamuk işlemleriyle İzmir Ticaret borsası örnek verilebilmektedir (Swiss Bank Corparation, 1987: 5).

1.5.4 Uluslararası Döviz Piyasaları (Forex)

Döviz, en kısa tanımıyla yabancı paralara verilen isimdir. Uluslararası döviz piyasaları, döviz ticaretinin gerçekleştirilebilmesi için kurumsal ve fiziksel ortam sağlayan piyasalardır. Global anlamda döviz piyasalarındaki gerçekleştirilen işlem hacmi dünyada gerçekleştirilen hisse senedi işlem hacminden daha büyüktür. Döviz piyasalarındaki bir günde gerçekleştirilen işlem hacmi dünyanın en büyük hisse borsası olan New York Hisse Borsasının hemen hemen iki aylık işlem hacmine eşittir (Doğukanlı, 2001: 56).

Bilindiği üzere sonradan bazı Avrupa ülkeleri para birimi olarak Euro'ya geçmişlerdir. Bu durumlar göz önüne alınarak, genellikle çoğu ülkenin siyasal egemenliğinin sonucu olarak kendi milli para birimi bulunmaktadır. Dolayısıyla her ülkenin kendi para biriminin olması bu paraların birbirlerine dönüştürülmesi işlemleri açısından döviz piyasalarının oluşumunu gerekli kılmış ve gelişimine etki etmiştir. Uluslararası döviz piyasalarında bankaların yanı sıra banka dışı kurumlarda işlev görmektedirler. Bu piyasalarda genellikle bir ülke parası dolar cinsinden tanımlanmakta ve dolar olmayan iki para ise çapraz kur ile değişim oranını hesaplamak mümkün olmaktadır (İşler, 2013: 49-50).

Arbitraj, fiyat farklılıklarından yararlanmak amacıyla "*paranın ucuz olduğu piyasadan alınıp pahalı piyasaya satılmasıdır"* (www.qnbfi.com, E.T: 10.12.2018). Arbitraj işlemi ile bu piyasalarda sıkça karşılaşılmaktadır. Arbitraj ile sattığı dövizden daha fazlasını alması (long position) veya bu işlemin tam tersi olarak (short position), kurumu kur riski ile başbaşa bırakmaktadır. Spot işlemleri ile birlikte özellikle kur riskinden korunmak üzere geleceğe dönük olarak yapılan vadeli işlemlerle bu piyasalarda karşılaşılmaktadır (www.investopedia.com, E.T: 10.12.2018).

Uluslararası döviz piyasalarında yatırım, hedging, spekülasyon amacıyla yapılan hareketleri ile ilgili döviz işlemleri gün içindeki açılışı Sidney ve Tokyoda

olmaktadır. Takiben Hong Kong, Singapur ve Bahreyn ile devam etmekte ve sonrasında Avrupa piyasaları ile devam etmektedir. Frankfurt, Zürih, Londra, New York, Chicago, Los Angeles ve San Francsisco ile devam etmektedir. Uluslararası döviz piyasalarının işlem hacmi dünya ticaretinin 50 katından daha fazlasına denk gelmektedir. Bu piyasalarda yapılan döviz işlemlerinde ağırlıklı olarak ABD doları, Euro ve Japon yeni işleme tabi olmaktadır. Uluslararası döviz piyasalarında milyar dolar temelinde işlem hacmi olarak İngiltere, ABD, Japonya, Singapur başta gelmektedir. Uluslararası döviz piyasalarında yapılan işlemlerin temelinde aracı olarak ticari bankalar bulunmaktadır. Burada Merkez bankaları döviz kuru ve faiz istikrarını sağlamakla görevlidirler. Bankalar direkt interbank ile aracılarla ve brokerlar ile merkez bankaları ile ve Hazine ile birlikte çalışmaktadırlar. Bankaların bu piyasalardaki riskleri, sistematik risk içerisinde yer alan politik risk ve transfer riskleri olabilir. Ayrıca riskler finansal da olabilir. Bunun yanında kur ve faiz riskleri spot, forward, swap, opsiyon pozisyonlarını içermektedir. Ayrıca bankalarda çalışanların riskleride işlemleri etkileyebilmektedir. Çalışanların, performans, zayıflık, stres, dikkatsizlik, yazım hataları, çalışanın takım ile uyumsuzluğu, hırs, eğitimsizlik gibi faktörlerde işlemleri etkilemektedir (Uluçay, 2008: 7-8).

Döviz piyasaları, döviz kurunda meydana gelen hareketlenmelere karşı korunma sağlayarak, uluslararası işlemlerde kredi sağlama ve satın alma gücünün transferi işlevlerini yerine getirmektedirler. Bu piyasalarda işlem yapanlar; merkez bankası, bankalar ve şirketlerden oluşmaktadır. Merkez bankasının döviz piyasasındaki işlevleri şunlardan oluşmaktadır (TCMB, 2005: 12-16):

- İç para arzının düzenlenmesi,
- Milli para birimini korumak,
- Döviz rezervi bulundurma ve yönetme,
- Milli para biriminin faiz oranlarını kontrol ve yönetimini sağlar.

Bankalar ise çeşitli dövizleri kullanarak portföy yönetimini gerçekleştirmekte, pozisyon alma veya arbitraj yaparak kar sağlarlar ve korumak amaçlı işlemleri

gerçekleştirmektedirler. Bu piyasalarda şirketler ise hem döviz riskini ve maliyetini minimize ederler hemde fon hareketlerinin optimizasyonunu sağlamakta ve spekülasyon yaratmaktadırlar. Uluslararası döviz piyasalarının faaliyetlerini ve işleyişini etkileyen önemli faktörler; faiz artışı ve beklentisi, ekonomik faktörler, uluslararası sermaye hareketleri, spekülasyon ve politik etkenler en önemli etkenleri oluşturmaktadır (İşler, 2013: 49-51).

Tablo 3'te görüldüğü üzere Forex piyasasında işlem hacminin yoğunlaştığı para birimleri yer almaktadır. Görüldüğü gibi Dolar, Euro, Yen ve Pound işlem hacmi bakımından en çok kullanılan para birimleridir (Ünal, 2018: 124);

Tablo 5: Forex Piyasası İşlem Hacmi Bakımından Yaygın Kullanılan Para Birimleri

Sembol	**Ülke**	**Para Birimi**
USD	ABD	DOLAR
EUR	EURO BÖLGESİ	EURO
JPY	JAPONYA	YEN
GBP	BİRLEŞİK KRALLIK	PAUND
CAD	KANADA	DOLAR
CHF	İSVİÇRE	FRANGI
AUD	AVUSTRALYA	DOLAR

Forex piyasası işlemleri dünyada finansal piyasalar arasında işlem hacmi bakımından en büyük finansal piyasadır. Forex piyasasını diğer piyasalardan üstün kılan özellikleri (Ünal, 2018: 127-128):

- Küresel bir piyasadır.
- Aşırı likiditeye sahiptir.
- Kaldıraç imkanından yararlanılarak düşük teminat ile yüksek pozisyon açılabilir.
- Kur riskinden korunma imkanı sağlanır.
- Her zaman heryerde erişim ve takip edebilme imkanı sağlar.
- Anlık olarak alım satım işlemleri gerçekleştirilir. Valör yoktur.

- Yüksek işlem hacmi ile faaliyet göstermektedir.
- Masraf, vergi, komisyon ödenmeden işlem yapılmaktadır.
- Risk kontrol edilebilinmektedir.
- Yapılan işlemlerin tümü online platformlarda gerçekleştirilmektedir.
- Tam rekabet piyasasına çok yakın bir piyasadır.
- Güvenilir bir denetim mekanizmasına sahiptir.
- Pazarda bulunan tacirlerin çok ve çeşitli olması,
- Tacirlerin coğrafi dağılımı,
- İş günlerinde 24 saat işlem yapabilme imkanı,
- Kurları etkileyen faktörlerin çok ve çeşitli olması,
- Deneme hesabı ile başlayıp hiçbir risk üstlenilmeden hem eğitim hemde deneyim kazanma imkanı sağlamaktadır.

1.5.5 Uluslararası Türev Piyasalar

Finansal piyasalarda gerçekleşen alım-satım işlemleri sonucu değişime konu olan kıymetler vadelerine bağlı olarak spot ve türev piyasalar olarak ikiye ayrılmaktadırlar. Belli miktardaki kıymetin veya malın belli bir para karşılığında değişiminin işlem günü el değiştirdiği piyasalara spot piyasalar denilmektedir. Spot piyasalara örnek olarak Hisse Senedi Piyasası, Tahvil Piyasası ve Döviz Piyasası örnek olarak gösterilebilir. Türev piyasalar ise bugünden nakit uzlaşması yapılan herhangi bir malın yada finansal aracın alım satımının bugünden yapıldığı ancak teslimatın ileri bir tarihte yapıldığı piyasalara türev piyasalar denilmektedir. Türev piyasalarda işlem gören sözleşmeler spot piyasalara göre daha karmaşık olduğundan türev piyasalar daha çok profesyonel olan yatırımcılara hitap etmektedir (Aslan ve Terzi, 2013: 225).

Türev piyasalar ve borsalar menkul kıymet piyasalarının gelişimini tamamlayan unsurlardan biridir. Gelişmekte olan menkul kıymet piyasalarına sahip 78 ülkenin kapitalizasyonları 1990 yılına kadar gerçekleşen miktardan hem on kat artmış hemde yerel şirketlerinin sayısının iki katına çıkmıştır. Bu süreçte türev borsa

ve piyasalar kaynakların dağılımına katkıda bulunmuşlar, bulundukları ülke içerisinde ve ülkeler arasında riskin dağılımını gerçekleştirmişlerdir. Genellikle türev piyasaların olağanüstü büyüklüklere ulaşması endişe yaratsada uygulandıkları borsada iş miktarı artmakta borsalar büyümekte ve yeni ürünler sunmaya devam etmektedirler (Tseksekos ve Varangis, 2000: 85-98).

Türev piyasaların var olmasının temel koşulu, piyasada işlem gören finansal varlık veya mal fiyatlarının risk transferini gerekli kılacak kadar değişken olması gerekmektedir (Özalp, 2013: 13). Temelde, türev piyasalarda işlem yapan üç kesim bulunmaktadır. Bunlar; hedgarlar, spekülatörler ve arbitrajcılardan oluşmaktadır (Hull, 2000: 1). Piyasadaki işlem yapan hedgerlar, türev ürünleri asıl kullanım amacı doğrultusunda kullanarak bireylerin ve kurumların risk transferiyle uğraşan kesimdir. Spekülatörler, türev ürünlerin spekülasyona oldukça açık olması nedeniyle, bir varlığın gelecekteki fiyatını önceden tahmin edip geleceğe yönelik yatırımda bulunup kar veya zararla karşılaşmayı beklemektedirler. Spekülatörlerin asıl amacı türev ürünlerin kaldıraç etkisinden yararlanmaktır. Ancak spekülatörlerin tahminleri umdukları gibi olmadıklarında ise kayıpları da kaldıraç etkisinde olmaktadır. Son kesim olan arbitrajcılar, bir ürünü farklı piyasalar arasındaki fiyat farklılıklarından faydalanarak kazanç sağlayan yatırımcılardır. Finansal kurum ve firmaların türev ürünleri kullanma nedenleri aşağıdaki gibidir (Aşıkoğlu ve Kayahan, 2008: 159-161):

- Kaynak maliyetlerini düşürmek amacıyla dünyadaki farklı finans piyasaları arasındaki arbitraj fırsatlarından yararlanmak
- Faiz ve döviz kurundaki tahmin edilemeyen değişimlerin sebep olduğu riski önlemek veya azaltmak
- Mevcut varlık ve yerine getirilmesi gereken yükümlülükleri ve kesin döviz taahhütlerini oluşabilecek risklerden korumak,
- Borçlanma kapasitesi ve likidite düzeyini arttırmak,
- Bağlı şirketlerdeki net yatırımları riskten korumak amacıyla kullanmaktadırlar.

Türev piyasaların tanımı içerisinde forward, futures, swap ve opsiyon işlemleri yer almaktadır. Bu işlemler ile ilgili bilgiler alt başlıklar halinde açıklanacaktır.

1.5.5.1 Forward Sözleşmeler

Forward sözleşmeler, alıcı ve satıcı olmak üzere iki taraf arasında imzalanır. Fiyatı bugünden belirlenen bir mal veya varlığın ileriki bir tarihte teslimini içeren bir anlaşmadır. Forward sözleşmeler herhangi bir mal veya hizmetle ilgili olarak düzenlemektedir. Ayrıca bunların yanı sıra hisse senedi, para, endeks, borç gibi finansal varlıklar ile ilgilide hazırlanabilmektedir (Chambers, 2012: 41).

Forward sözleşmeler iki türe ayrılmaktadır. Forward sözleşmelerinin türleri; yabancı para forward sözleşmeleri ve forward faiz sözleşmeleri olmak üzere iki türe ayrılmaktadır (Ünal, 2018: 88).

1.5.5.2 Opsiyon Sözleşmeleri

Opsiyon, alıcı ve satıcı olmak üzere iki taraf arasında yapılan bir anlaşmadır. Yapılan opsiyon sözleşmesiyle, opsiyonu satın alan taraf sözleşme süresi içerisinde anlaşmada belirlenen fiyat üzerinden sözleşmeye konu olan varlığı alma yada satma hakkına sahip olmaktadır. Alıcı bu hakka sahip olabilmek için satıcıya prim ödemektedir. Ödenen bu prime opsiyon fiyatı denilmektedir. Opsiyon anlaşmasına satıcı açısından bakıldığında ise alıcı talep ettiğinde satıcı önceden belirlenen fiyattan varlığı satma veya satınalma yükümlülüğü bulunmaktadır (Karatepe, 2013:73).

Opsiyon sözleşmelerinde temelde, alım (call options) ve satım opsiyonu (put options) olmak üzere iki tür opsiyon anlaşması bulunmaktadır. Alım opsiyonu, önceden belirlenen bir fiyat üzerinden sözleşmeye konu olan mal ve kıymeti sözleşme süresi içerisinde satın alma hakkı sağlayan opsiyonlardır (Chambers,

2012:60). Satım opsiyonları ise önceden belirlenen bir fiyat üzerinden sözleşmeye konu olan mal veya kıymeti sözleşme süresi içinde satma hakkı veren opsiyonlardır. (Chambers, 2012:63). Opsiyon sözleşmelerinin diğer türleri; yabancı para opsiyonları, borsa endeks opsiyonları, faiz opsiyonları ve futures opsiyonlarıdır. Yatırımcıların opsiyon işlemlerinde varolmalarının amacı; risk yönetimini sağlamak, riskten kaçınma, spekülasyon, arbitraj ve getiri sağlamaktır (Ünal: 2018:89).

1.5.5.3 Futures Sözleşmeler

Futures sözleşmesi, bir mal veya kıymeti standartlaştırılmış bir miktar ve kalitede belirlenen ileri bir tarihte sözleşmenin taraflarına alma veya satma yükümlülüğüne sokan sözleşmedir. Futures sözleşmenin genel özellikleri şunlardır (Kartepe, 2013: 11):

- Organize olmuş borsalarda alınıp satılmaktadırlar.
- Sözleşmeye konu olan mal veya varlığın nitelikleri, miktarı ve uygulanacak vade gibi özellikler standartlaştırılmıştır.
- Futures sözleşmeler sadece borsaların tespit ettiği varlıklar ve standartlar üzerinden yapılır.
- Sözleşmeye konu olan varlığın fiyatı futures sözleşmenin yapıldığı tarihte belli edilmektedir.
- Futures sözleşmeler hem alan hemde satan tarafı yükümlülük altına sokmaktadır.

Futures sözleşmeler, riskten korunma, arbitraj ve spekülasyon yapmak amacıyla kullanılmaktadır. Ayrıca futures sözleşmelerde iki şekilde arbitraj imkanı doğmaktadır. Aynı özelliklere sahip bir varlığın aynı anda farklı piyasalarda oluşan fiyatları arasındaki farklılık oluşması ve aynı ürünün spot fiyatlar ile vadeli fiyatlar arasında taşıma maliyeti modeline göre olması gereken ve mevcut fiyat arasında farklılık oluşması iki şekilde arbitraj imkanını doğurmaktadır (İşler, 2013:60).

Futures sözleşmelerin; faiz futures sözleşmeleri, yabancı para futures sözleşmeler ve borsa endeks futures sözleşmeler olmak üzere türleri bulunmaktadır. Bu sözleşmelerde, pamuk, buğday, kakao, gümüş gibi fiziksel emtialar ve hisse senedi, tahvil gibi finansal varlıklar işleme konu olabilmektedir (Ünal, 2018:87).

1.5.5.4 Swap Sözleşmeler

Swap, sözcük anlamıyla takas anlamına gelmektedir. Swap sözleşmelerinde, belirli bir finansal varlık ile ilgili gelecekteki nakit akışlarının önceden sözleşmede belirlenen maddeler dahilinde değiştirilmesi üzerine yapılan özel bir anlaşmadır. Tarafların bu özel anlaşmadaki asıl amaçları içinde bulundukları finansal koşulları kendi çıkarlarına fayda gösterecek şekilde değiştirmektir (Chambers, 2012: 123).

Swap piyasası katılımcıları iki kategoriden oluşmaktadır. Bunlar; son kullanıcılar (end-users) ve aracılardır (intermediaries). Burada son kullanıcılar risklerini azaltmak istedikleri için, swap sözleşmelerinin bir tarafı olurlar. Aracılar ise sözleşme sonucunda komisyon alan büyük kuruluşlardan oluşmaktadır. Son kullanıcılara örnek olarak şirketler, bankalar, uluslararası kuruluşlar, devletler gösterilebilir. Aracılar burada swapların gerçekleştirilebilmesi için karşılıklı ihtiyaçları tespit etmekte ve tarafları bir araya getirmektedirler. Aracılar genellikle büyük ticari ve yatırım bankaları olup faaliyetleri karşılığında anaparaya göre komisyon almaktadırlar (Gümüşeli, 1994: 70).

Swap sözleşmelerinin türleri; faiz swapları, para swapları, para ve faiz swapları, swap opsiyonları, kokteyl swaplar, varlık swapları, paralel borçlar, karşılıklı borçlar, uzun vadeli forward döviz anlaşmalarından oluşmaktadır (Ünal, 2018: 89-90). Swap işlemlerinin tercih edilme nedenleri şunlardır (İşler, 2013: 62):

- Belirli dövizlere erişebilme imkanı sağlaması,
- Sabit faizli fon sağlama amacı,

- Belirli bir döviz üzerinden ihracat yapabilme ve fon sağlama yeteneğine karşın farklı bir döviz türünden fon sağlayabilme güçlüğü,
- Bazı piyasalarda vadelerin kısalığı nedeniyle uzun vade alma amacı,
- Swap piyasaları iki taraf arasında borçların takas edilebilmesine imkan sağlar,
- Gelişmekte olan ülke firmalarının uluslararası finansal piyasalara girebilmelerine imkan sağlar,
- Firmaların arbitraj açısından karşılaştırmalı üstünlüklerden yararlanmalarını sağlar,
- Swap piyasaları bürokrasiyi azaltır ve döviz kısıtlamalarından kurtulmayı sağlar,
- Farklı ülke firmaları arasında yapılan swaplar tarafların kısıtlamalardan ve vergi düzenlemelerinden kaçınmalarına olanak sunması,
- Şirketlerin farklı finans piyasalarında farklı kredi değerliklerine sahip olmaları,
- Farklı finans piyasalarının farklı kurumsal ve yapısal farklılıklarının bulunması swap piyasalarına olan ilgiyi arttırmaktadır.

1.6 Uluslararası Portföy Yatırımları

Uluslararası portföy yatırımları, "*yabancı tahvil, hisse senedi, hazine bonosu, gibi araçlara yapılan yatırımları tanımlayan finansal yatırımlardır"* (Solnik, 1974: 48-54). Son yıllardaki ekonomik faaliyetlerde uluslararası anlamda yoğunlaşma önem kazanmış, bilgi ve iletişim teknolojilerindeki gelişim ve ilerlemenin hızla arttığı ekonomilerde hem ülkeler hemde firmalar açısından yeni gelişme ve ilerleme fırsatları ortaya çıkmıştır. Bu fırsatlar küreselleşmeninde desteğini alarak gelişmiş ülkelerde kendini daha da göstermektedir (Karabıçak, 2009: 2). Son yıllarda fonlar oldukça büyük hacimlere ulaşmış ve buna bağlı olarak gelişmekte olan ülkelere de yönelmiştir. Gelişmekte olan ülkeler söz konusu fonlardan gerektiği gibi faydalanabilirlerse, kısacası finansal piyasaların yönü gelişmekte olan ülkelere döndürülebilirse, küreselleşme süreci bu ülkeler için bir fırsata dönüşeceği açıktır (Canikli, 2010: 36).

Uluslararası düzeyde yaşanan finansal serbestleşme ile birlikte uluslararası anlamda sermaye akımının gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere kaydığı görülmektedir. Sermayenin gelişmekte olan ülkelere kaymaya başlaması bu ülkelerin hem ekonomik hemde kurumsal yapılarının gelişimini olumlu yönde etkilemektedir (Karabıçak, 2009: 3).

1.6.1 Uluslararası Portföy Kavramı ve Kapsamı

Portföy sözlük anlamı olarak cüzdan olarak ifade edilmektedir. Ulusal yatırım portföyü, ülke içerisinde kullanılabilecek finansal yatırım enstrümanlarının tasarruf sahipleri tarafından bir portföyün yani cüzdanın içerisinde değerlendirilmesi olarak tanımlanabilmektedir. Uluslararası yatırım portföyü ise, uluslararası finansal piyasalarda işlem görebilen finansal yatırım enstrümanlarının devlet, özel kuruluşlar veya kişiler tarafından bir portföyde değerlendirilmesi olarak ifade edilmektedir (Gürol ve Kılıçoğlu, 1994: 696).

Uluslararası portföy yatırımları, yatırımcıların uluslararası finansal piyasalarda uluslararası politik risk, döviz kuru dalgalanmalarından kaynaklanan risk, bilgi edinebilme riski gibi ek riskler üstlenerek sermaye kazancı sağlama ile faiz ve kar payı geliri gibi kazançlar elde edebilmek için hisse senedi, tahvil ve diğer uluslararası yatırım araçlarına yatırım yapmalarıdır. Yerli veya yabancı yatırımcıların uluslararası yatırım enstrümanlarını portföylerine eklemelerinde ki asıl amaç portföy çeşitlendirmesi sağlayarak riski minimize etme ve yatırımlarının beklenen getirisini düşürmeden yüksek getiriden faydalanmak amaçlarına bağlı olarak gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde portföy yatırımı yapmaktadırlar (Ceylan, 2004: 423).

Yatırım amacı ile portföye eklenen eklenen menkul değerler (hisse senedi, tahvil vb.) yabancı ülkelerdeki özel şirketler veya devlet kuruluşları tarafından çıkırılmışlarsa bu durumda bir ülkeden diğerine uluslararası portföy yatırımları şeklinde transferi söz konusudur.

Portföy yatırımları da kendi içerisinde “piyasalar arası portföy yatırımları” ve “uluslararası portföy yatırımları olarak” ikiye ayrıştırılmaktadır. Bir şirketin veya devlet kuruluşunun çıkardığı, uluslararası yatırımcılar tarafından alınan hisse senedi, tahvil ve bunun gibi finansal yatırım araçlarının sadece çıkarılan ülke piyasalarında alınıp satılması uluslararası portföy yatırımları olarak ifade edilirken, aynı işlemin ülke dışındaki bir merkezde gerçekleştirilmesi piyasalar arası portföy yatırımı olarak ifade edilmektedir (Doğukanlı, 2005:219).

Uluslararası portföy yatırımları sık sık değişim gösteren yatırım aracı olmaları nedeniyle iyi düzenlenmiş olan organize finansal piyasalara ihtiyaç duymaktadırlar. Gelişmekte olan ülkelerin 1990’lı yıllardan itibaren liberalleşme çabaları ile birlikte uluslararası çeşitlendirme konusu diğer ülkelerinde ilgi odağı olmuştur. Küreselleşme, bilgi ve iletişim teknolojisindeki gelişmeler, liberalizasyon, gelişmekte olan ülke piyasalarındaki ekonomik büyüme ile birlikte bilginin çok hızlı ve eş zamanlı olarak yayılabilmesi, işlenebilmesi ile birlikte piyasalar küresel bir yapıya bürünmüştür. Tıpkı dünyanın küresel bir köy haline gelmesi gibi piyasalarda böyle bir yapıya bürünmüştür.

Gelişmekte olan ülkelere portföy yatırımlarının artması sonucunda, yerel piyasaların likiditesi yükselmekte ve piyasaların etkinliklerinin arttığı görülmektedir. Piyasalarda meydana gelen likiditenin artması piyasa derinliğini beraberinde getirerek yatırımların çeşitlendirilmesini sağlamaktadır. Portföy yatırımları ülkenin ekonomik anlamda kalkınması ve ülke refahının artması açısından ülkelere olumlu yönde etki göstermektedir (Canikli, 2010: 37-39).

Uluslararası portföy yatırımları denildiğinde, çeşitlendirme, spekülasyon, manupülasyon ve arbitraj kavramları akla gelmektedir.

1.6.1.1 Çeşitlendirme

Genel olarak finans teorisinde çeşitlendirme, yatırımda kullanılacak olan paranın tamamını tek bir varlığa değil, birden çok varlığa yatırım yaparak riski azaltmak anlamına gelmektedir. Tek bir menkul kıymete yatırım yapmanın aksine portföyde birden fazla menkul kıymet olması daha üstün "bir risk-ortalama getiri bileşimini" sağlamaktadır. Günümüzde yapılan portföy çeşitlendirmelerinin temelinde Modern Portföy Teorisi yer almaktadır (Demirtaş ve Güngör, 2004: 104).

Modern portföy teorisine göre yatırımcı servetini, yatırım yapılacak menkul kıymetlerin beklenen getiri oranlarına ve menkul kıymetlerin getiri oranlarının arasındaki korelasyona göre dağıtılması sonucunda, belirli bir beklenen getiri düzeyinde portföy riski azaltılabilir veya belirli bir risk düzeyindeki beklenen getiri arttırılabilir (Markowitz, 1952: 89). Yatırımcının birden fazla menkul kıymete yatırım yapması ile tek bir menkul kıymetten oluşabilecek riskten kurtularak risk dağıtılmış olmaktadır. Bireysel getirilerde farklı yönlerde ve derecelerde oluşabilecek olası durumlar dengelenerek daha istikrarlı bir getiriye ulaşılmaktadır (Aydın, 2008: 24).

1.6.1.2 Spekülasyon

Spekülasyon, oluşabilecek fiyat dalgalanmalarından faydalanarak kazanç sağlama olarak tanımlanabilir. Ekonomilerde spekülasyon hareketlerinin çok sık bir şekilde meydana geldiği yerler borsalardır. Örnek olarak vadeli borsa işlemleri geniş bir çapta spekülasyon yapmaya imkan hazırlayan bir araç niteliğindedir (Aytekin, T.Y: 191).

Spekülasyon yapanlara spekülatör denilmektedir. Spekülatörler işlemlerinde risk alırlar. Bunun nedeni ilk olarak spekülatörler piyasadaki mevcut yapıyı değerlendirerek kendi beklentilerini oluştururlar ve bu duruma bağlı olarak alım

satım yapmaktadırlar. Dolayısıyla spekülatörler piyasada yaşanabilecek önemli olaylar gerçekleşmeden önceden tahminde bulunup harekete geçmektedirler. Spekülatörler piyasada yaşanabilecek olayları doğru tahmin edemezlerse kayıp yaşamaları kaçınılmazdır. Spekülatörler sahip oldukları finansal güce bağlı olarak piyasayı istedikleri yöne hareket ettirebilme yeteneğine sahiptirler. Piyasada büyük fonları ile büyük hisselerde alım satım yapmaktadırlar. Piyasa ile ilgili haberlere herkesten önce ulaşıp belli bir süre sonra açıklamaktadırlar. Bazı spekülatörler belli bir şirketin hisselerini satın alarak söz konusu şirketleri ele geçirebilmektedirler (Seymen ve Bilman, T.Y, 29-30).

1.6.1.3 Manipülasyon

Manipülasyon kişilerin veya kitlelerin fikirlerini, algılarını ve davranışlarını kişi ve kitlelere fark ettirmeden aldatma yoluyla ve bazı taktikler kullanarak değiştirmeyi amaç edinen sosyal bir etkidir (https://univerlist.com, E.T: 15.12.2018). Manipülasyon yapanlar, üzerinde oynadıkları varlığın fiyatını istedikleri kadar yükselterek veya düşürerek haksız kazanç sağlamalarının yanında üzerinde oynadıkları varlıktan aşırı miktarda alım satım yaparak söz konusu varlığın fiyatını etkilemektedirler. Manipülasyonlar, ekonomiler ve piyasalar açısından son derece zararlı olmalarının yanında yanlış yönlendirmelere sebebiyet vermektedirler. Manipülasyonların önlenmesi amacına bağlı olarak bütün ülkelerde manipülasyon önleyici kanunlar vardır. Ancak düzenlenen bu kanunlar hem manipülasyonların tespit edilmesinin zorluğu nedeniyle hemde çoğunlukla manipülasyonun yapılmasından sonra geç kalınmış olunması nedeniyle pek fazla uygulanamamaktadırlar (Çıtak, 2007: 20).

1.6.1.4 Arbitraj

Arbitraj, bir varlığın ucuz olan piyasadan alınıp fiyatının yüksek olan piyasaya satılması ve bu aradaki farktan kazanç sağlama işlemi olarak tanımlanabilir. Farklı piyasalarda oluşan fiyat farklılıklarından faydalanmak amacıyla yatırım

yapılan hisse senedi, kıymetli maden, döviz, ve evrak işleri arbitrajın kapsamına girmektedir (Bilgin, 2011: 9-10).

1.6.2 Uluslararası Portföy Yatırımında Oluşabilecek Riskler

Uluslararası portföy yatırımlarında, portföyün performansı, risk ve maliyet bileşenlerini içine alarak ifade edilmektedir. Uluslararası risk üç bileşenden oluşmaktadır. Bunlar; kur riski, politik risk ve yatırım yapılacak olan ülkedeki vergi, sermaye piyasası ve benzeri mevzuat değişiklikleri yatırımcılar açısından risk faktörlerini oluşturmaktadır.

1.6.2.1 Kur Riski

Kur riski, yabancı para birimi ile yapılan yatırımlarda para biriminin değerinin değişmesi sonucu ortaya çıkabilecek bir risktir. Kur riski, döviz riski olarakda ifade edilmektedir. Yatırımların ülke sınırlarını aştığı günümüzde kur riskinin de değeri artmaktadır. Kurlardaki değişikliğe bağlı olarak farklı ülkelerde yapılan yatırımların karlılıkları da farklı olmaktadır. Kurlardaki değişkenlikle, değişik ülkelerdeki verilen faizler arasında sıkı bir ilişki bulunmaktadır. Döviz kurlarının sürekli değişkenlik göstermesi, servetini uluslararası portföyde değerlendiren bir yatırımcının sürekli kazanması veya sürekli kaybetmesi anlamına gelmemektedir. Bu durumda portföyde yer alan bazı ülke menkul kıymetlerinin değerinin düşeceği bazı ülke portföylerinin ise değer kazanması mümkündür (Akmut, 1989: 229).

1.6.2.2 Politik Risk

Politik risk, yatırım yapılacak ülkenin veya uluslararası politik koşullardaki değişimlerin menkul kıymetin getirisindeki meydana getireceği değişimler politik risk kavramı ile ifade edilmektedir. Politik risk, ulusal ve uluslararası siyasi

gelişmeler sonucu ortaya çıkabilmektedir. Dünyada yaşanmış olan birçok ekonomik ve siyasi krizler, savaşlar, yatırımcıların tercihleri ve davranışları üzerinde etkili olmuştur. Politik riskin bir başka boyutu ise uluslararası ticaretin hacmiyle ilgilidir. Ticarete konulan kotalar, koruma girişimleri, döviz kurundaki iniş-çıkışlar veya yabancı sermaye yatırımları bu riskin unsurlarını oluşturmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2000: 276).

1.6.2.3 Yabancı Ülkelerde Vergi, Sermaye Piyasası ve Hukusal Düzenlemelerde Değişiklik Riski

Son zamanlarda meydana gelen birçok önemli gelişme ve likidite bolluğu yatırımları gelişmekte olan ülkelere yönelimini hem hızlandırmış hemde geliştirmiştir. Artık gelişmekte olan piyasalara yatırılan fonlar geçmiş dönemlere oranla dünya piyasalarındaki toplam fonların önemli bir kısmını oluşturduğu görülmektedir. Fakat gelişmekte olan ülkelerin hem ekonomilerinin hemde menkul kıymet piyasalarının daha küçük olması nedeniyle kısa vadeli spekülatif amaçlı döviz girişi ve çıkışı gelişmekte olan ülkelerin makroekonomik dengelerini derinden sarsabilmektedir. Örnek olarak, yurtdışı kaynaklardan portföy yatırımı amaçlı yoğun para girişi sağlandığı dönemlerde yerel para birimi değerlenmekte ve ülkenin ihracat performansını olumsuz etkileyerek gelecek dönemlerde cari denge sorununa sebep olabilmektedir. Yoğun fon girişi gelişmekte olan ülklerde faaliyet gösteren şirketlerin değerlerini aşırı yükseltip gerçekçi olmayan noktalara çekebilmekte bu da piyasada bir balon oluşturabilmektedir. Bunu takip eden dönemlerde beklentiler herhangi bir sebepten ötürü bozulduğunda ve ülkeye yatırım yapan aynı yabancı fonlar ülkeyi terk etmek istediklerinde bu defada ülkenin ani oluşan döviz çıkışını karşılamakta zorlanabilmektedir.

Sıcak para akımlarını sterileze etmekte zorlanan gelişmekte olan ülkeler, söz konusu bu akışları azaltmak veya kısıtlamak istediklerinde, yabancı yatırımcıların gözünde ülkenin cazibesini azaltacak önlemler alabilmektedirler. Yerel yönetimler için sıcak para çıkışını caydırmak amaçlı alınan önlemler sadece geleceğe yönelik

yapılmazlar. Örnek olarak Türkiye'de 2000 yılında devlet tahvilleri ve hazine bonoları getirilerine getirilen geçmişe yönelik vergi uygulamaları bunun en somut örneğidir. Halihazırda var olan kısıtlamaların sürdürülmesi portföy yatırımcıları açısından çok büyük bir sorun oluşturmamaktadır. Çünkü yabancı yatırımcılar yatırımlarını her koşulda risk getiri analizi yaparak tatmin olabilecekleri bir getiri düzeyi gördüklerinde ülkeye yatırım kararı almaktadırlar. Ancak sonradan getirilen kısıtlamalar ülkenin yatırım sicilinde onarılmaz hasarlar bırakabilmektedir (Aksoy, 2007: 54-55).

1.6.3 Uluslararası Portföy Yatırımlarını Olumsuz Etkileyen Faktörler

Uluslararası portföy yatırımlarının önündeki engellerin başında kurumsal engeller ve işlem bilgi, yönetimsel maliyetler ve yatırım yapılan piyasanın özellikleri uluslararası portföy yatırımlarını olumsuz yönde etkilemektedir. Kurumsal sınırlamalar, alınan vergiler, yerel hükümetler tarafından yabancı para ve sermaye piyasasına getirilen önlemler, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları tarafından ülkenin kredi notuna yapılan olumsuz not güncellemeleri, yatırımcıların haklarını koruyan yasaların zayıflığı, içerden öğrenenler ticaretini engelleyen hukuksal düzenlemelerin olmaması ve yatırımcılara bilginin zamanında ve uygun olarak açıklanması ile ilgili kuralların zayıflığı ve eksikliği uluslararası portföy yatırımlarını olumsuz etkileyen etmenlerin başında gelmektedir. Uluslararası portföy yatırımlarını olumsuz yönde etkileyen etmenleri sıralayacak olursak (Aydın, 2008: 42-52);

- Uluslararası portföy yatırımları ile ilgili vergiler,
- Sermaye akımlarının ve döviz giriş çıkışını düzenleyen uygulamalar,
- Yerel finansal piyasalardaki düzenlemeler,
- Ülkenin güncel yatırım yapılabilirlik notu,
- Uluslararası yatırımlara ilişkin işlem maliyetleri,
- Uluslararası yatırımlara ilişkin bilgi maliyetleri,

- Uluslararası portföye ilişkin yönetim maliyetleri,
- Yerel sermaye piyasalarının özelliklerinden oluşmaktadır.

l.6.4 Uluslararası Portföy Yatırımlarının Belirleyicileri

Küresel ekonomide portföy yatırımlarının karakteri ve yapısı her geçen gün giderek değişmekle birlikte entelektüel sermayenin her türünün kullanımı daha önemli bir hale gelmiştir. Uluslararası portföy yatırımları, bir ülkede yerleşik vaziyette olan yatırımcıların, diğer bir ülkede sadece kar elde etmek amacıyla, şirketin büyük oranda sermayesine sahip olmadan hisse senedi, bono, para piyasası enstrümanları, türev araçlara yatırım yapmasıdır (Sarılı, 2014: 46-47).

Her yatırımcının uluslararası portföy yatırımlarından beklentisi farklı olmaktadır. Yatırımcı tiplerine bu açıdan bakıldığında bireysel yatırımcıların amacı, getiri sağlama, çeşitlendirme, piyasa bilgisine erişim olarak görülmektedir. Kurumsal yatırımcılar açısından ise; getiri, sermaye kazancı, çeşitlendirme, spekülasyon, piyasa bilgisine erişim olarak ifade edilmektedir. Bankalar ve finansal olmayan kuruluşlar açısından bakıldığında, getiri, sermaye kazancı, piyasa bilgisine erişim, çeşitlendirme olarak görülmektedir (UNCTAD, 1999:19).

1.6.4.1 Ev Sahibi Ülke İle İlgili Belirleyiciler

Uluslararası portföy yatırımlarını etkileyen ev sahibi ülke ile ilgili faktörleri ekonomik faktörler ve politik faktörler olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır. Ekonomik faktörler direkt olarak portföy yatırımları ile ilgili olmamakla birlikte ekonominin genel seyri ve yatırımcının kar sağlayabileceği bir ortamın sunulmuş olması önemli bir durumdur. Uluslararası yatırımcılar portföy yatırım kararı alırlarken literatürde itici ve çekici faktörler olarak bilinen aşağıdaki ekonomik faktörlere göre yatırım stratejilerini belirlemektedirler:

- Yüksek oranlarda ekonomik büyüme,
- Döviz kuru seyrindeki istikrar,
- Makroekonomik istikrarın devamlılığı,
- Ülkedeki yabancı döviz rezervlerinin durumu,
- Ülkenin bankacılık sisteminin sağlıklı işlerlik durumu,
- Hisse senedi ve bono piyasalarının yüksek likiditeyle işliyor olması,
- Ülkedeki reel faiz oranı, ekonomik faktörler olarak önemlilik göstermektedir.

Yatırımcı uluslararası portföy yatırımı tercihinde bulunurken ev sahibi ülke açısından göz önünde bulundurulan politik faktörler şunlardır (UNCTAD, 1999: 17):

- Sermaye ve temettü ödemelerinin geri çekilebilmesi,
- Sermaye kazancı sebebiyle hesaplanacak vergi oranı,
- Hisse senedi ve diğer piyasalardaki hukuki düzenlemeler,
- Bürokratik sistemin karmaşıklığı,
- Ülkedeki denetim ve muhasebe standartları,
- Yatırımcıların haklarının korunması ile ilgili hukuksal düzenlemelerin varlığıdır.

1.6.4.2 Makroekonomik Durum İle İlgili Nedenler

Uluslararası portföy yatırımlarının veya sermaye hareketlerinin makroekonomik etkileri konusunda dünyada üç görüş hakim olmaktadır (Keskin, 2008:154):

- Uluslararası sermaye hareketlerinin makroekonomik istikrarsızlığa sebebiyet verdiğini ve bu nedenle sıkı bir şekilde denetlenmesi gerektiği görüşü,
- Yabancı sermayenin kontrollü olarak girişinin sağlanması gerektiği görüşü,
- Yabancı sermayenin üzerindeki tüm engellerin kaldırılması gerektiği görüşüdür.

Gelişmekte olan ülkelerde ekonomik kalkınmayı sağlamak açısından üçüncü görüş kabul edilmekte ve benimsenmektedir. Burada ülkeler açısından döviz kuru, faiz oranları, döviz rezervleri, para arzı önemli olmaktadır. Döviz, gelişmekte olan piyasalara sermaye hareketleri ile birlikte giriş sağlamaktadır. Yabancı sermaye girişi ile birlikte ev sahibi ülkenin parası değer kazanmaktadır. Faiz oranları açısından gelişmekte olan piyasalarda verilen faizler ile sermaye hareketleri arasında sıkı bir ilişki vardır. Ülkeler arasında faiz oranlarının bulunması sermaye hareketlerini daha yüksek getiri sağlanabilen piyasalara yönlendirmektedir. Gelişmekte olan ülkeler sermayeyi çekebilmek için verilen faiz oranlarını sürekli güncellemektedirler. Döviz rezervleri açısından ise uluslararası sermaye hareketleri ve dolayısıyla portföy yatırımları sayesinde ülkeye döviz girişi sağlanacak ve buna bağlı olarak ülkenin döviz rezerv düzeyi artacak ve böylelikle ani ve önceden tahmin edilemeyen bir kaos ortamında döviz rezervlerinin kullanılması açısından yatırımcının gözünde ülkeye olan güven tahsis edilecektir. Para arzı açısından ülkeye yapılan yatırımlar sonucu döviz girmekte ve bu girişler kontrol edilmediğinde para arzı ile birlikte enflasyon tehlikesinin de artması söz konusu olmaktadır. Bu sebeple merkez bankaları aktif bir tutum sergileyerek sermaye hareketlerinin etkilerini nötralize etmelidirler.

1.6.5 Uluslararası Portföy Yatırımları ile Uluslararası Doğrudan Yatırımlar Arasındaki Farklılıklar

Uluslararası doğrudan yatırımlar ile uluslararası portföy yatırımları arasında bazı farklılıklar bulunmakla birlikte en önemli fark yabancı ülkeye yapılan yatırımın denetimi ve yönetimidir. Uluslararası doğrudan yatırımın tarafı olan yatırımcı doğrudan yatırımda bulunduğunda direkt olarak şirketin denetimi ve yönetiminde etkili olmaktadır. Fakat uluslararası portföy yatırımı yapan yatırımcıların şirket üzerinde yönetim ve denetim hakkı bulunmamaktadır. Uluslararası portföy yatırımlarında şirket üzerinde yönetim ve denetime katılma hedeflenmemektedir. Bu nedenle şirket hisselerinin %10'una kadar portföy yatırımı %10'unu aşan yatırımlar ise doğrudan yatırım olarak kabul edildiğinden yatırımcı şirket yönetimine ve denetimine katılma hakkına sahip olmaktadır. Uluslararası portföy yatırımlarında,

ülkeye yatırımda bulunan yabancı yatırımcı sadece kar elde etme amacı gütme ve sadece sermaye olarak katkıda bulunmaktadır. Uluslararası doğrudan yatırımlarda ise finansal varlıkların yanında ek olarak finansal olmayan varlıklar da teknoloji ve entellektüel sermaye transferi de yapılmaktadır (Sauvant, 1999: 12).

Uluslararası portföy yatırımları kısımlar halinde portföyden çıkarılıp başka yatırımcılara deviredilebilirler fakat uluslararası doğrudan yatırımlar bölünemezler. Bir diğer temel fark ise uluslararası doğrudan yatırımlar genellikle şirketler tarafından yapılmakta, portföy yatırımları ise hem şirketler hemde bireyler tarafından yapılabilmektedir. Yatırımın ülkeye giriş çıkış hızı açısından uluslararası portföy yatırımları ülkeye daha hızlı girmekte, ev sahibi ülkede yaşanan bir kriz portföy yatırımlarının başka ülkelere kaçmasına sebeb olmaktadır. Kısacası portföy yatırımlarının likiditesi çok yüksek olması nedeniyle en riskli yatırım türüdür. Uluslararası doğrudan yatırımlarda ise yatırımların ülkeden kaçması ve el değiştirmesi daha uzun süreli bir zaman içerisinde olabilmektedir (Canikli, 2010: 45-47).

1.6.6 Teorik Açıdan Uluslararası Portföy Yönetimi

Teorik açıdan bakıldığında yatırımcılar en yüksek faydayı sağlayabilecekleri portföyleri oluştururlar iken risk ile getiri arasında bir denge oluşturarak getiriyi maximum riski ise minimum düzeye düşürme gayreti içerisindedirler (Bozkurt, 2008: 32).

1950'li yıllara kadar portföy yönetiminde risk faktöründen söz edilmesine rağmen riski ölçebilecek özellikte bir araç bulunmamaktaydı. İlk kez Markowitz, portföyün sağlayabiceği getirideki değişimlerinin (portföyün standart sapması veya varyansının), portföyün risk düzeyini ölçmekte kullanabileceğini ortaya sürmüştür. Bilindiği üzere geleneksel ve modern portföy teorisi olmak üzere iki adet portföy teorisi yaklaşımı vardır (Aksoy, 2007: 65).

Geleneksel portföy teorisi, portföyde yer alan menkul kıymetlerin sayısının arttırılması ile portföyün riskinin düşürülebileceğini savunmaktadır. Geleneksel portföy teorisinde her menkul kıymetin getirisinin aynı düzeyde ve yönde olmayacağı varsayıldığından portföyün toplam riskinin de düşük olması beklenmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 1995: 116).

Harry Markowitz tarafından 1952 yılında yayınlanan "Portföy Seçimi (Portfolio Selection)" adlı makalesinde ve 1959 yılında yayımladığı "Portföy Seçimi: Verimli Çeşitlendirme (Portfolio Selection: Efficient Diversification)" adlı kitabında portföy teorisindeki geleneksel yaklaşımı geliştirerek modern portföy teorisini oluşturmuştur. Markowitz geleneksel portföy teorsi yaklaşımının aksine portföye eklenen menkul kıymetlerin arasındaki korelasyonun önemli olduğu ve porföye eklenen aralarında negatif korelasyona sahip olan olabildiğince menkul kıymetin eklendiğinde hem portföydeki riskin minimuma ineceğini ve beklenen yüksek getirideki portföylerin oluşturulabilineceğini göstermiştir (Bengitöz, 2017:5).

Markowitz yaklaşımı riskli varlıklarla portföy oluşturan bir yatırımcının portföyün nasıl oluşturması gerektiği hakkında tercihte bulunurken alternatif portföyleri beklenen getiri ve standart sapması kriterlerini göz önünde bulundurarak seçilmesi gerektiğini öngörmektedir. Markowitz, geleneksel portföy teorisine üç önemli noktada katkısı bulunmuştur (Markowitz, 1959: 37-52).

- Üstünlük prensibine göre, yatırımcıların aynı getiriyi sağmakla birlikte daha riskli oldukları için bazı portföyler ise aynı risk düzeyine sahip olmakla birlikte daha yüksek getiriye sahip olduklarından tercih edilmektedir.
- Markowitz, uygun yapılan bir çeşitlendirmeyle portföyün riskinin portföyü oluşturan varlıkların riskinden daha az olabileceğini ve belirli koşullar altında sistematik olmayan riskin sıfıra indirilebileceğini göstermiştir.
- Markowitz kuadratik programlama ile, her risk seviyesinde en fazla getiriyi sağlayan "etkin sınır" kavramını kavramını ortaya sürmüştür.

William Sharpe, Markowitzin yöntemini geliştirerek basit ve kolay uygulanabilir hale getirmiştir. Tekli İndeks Yönetimi ismindeki bu model, genellikle birbirinin yerine alternatif olabilecek hisse senetlerinin getirilerini maksimize etmek için kullanılmaktadır. Markowitz'in modeli ise tahvil, hisse senedi, menkullere ve gayrimenkullere yapılmakta olan yatırımların analizinde daha yaygın tercih edilmektedir (Sharpe, 1989: 110-144).

1.6.6.1 Geleneksel Portföy Teorisi

Geleneksel portföy teorisi sezgi gibi subjektif yaklaşımlara dayanan kendine özgü kuralları olan bir sanattır. Geleneksel portföy teorisinde amaç yapılan portföy yatırımının getirisini maksimize etmektir. Bu durumu sağlamak için bilindiği üzere birden çok varlığı bir araya getirerek bir portföy oluşturulmaktadır. Oluşturulan portföyde birden çok menkul kıymetin olması nedeniyle sadece bir tek menkul kıymete yatırım yapmaktan daha az riskli olmakla birlikte birden çok varlığa yatırım yapılması nedeniyle risk göreceli olarak düşürülmüş olmaktadır. Bu teoriye göre portföyün getirisi, portföyü oluşturan menkul kıymetlerin kazançları ve belirli bir dönemdeki oluşacak değer artışları toplamıdır. Bu nedenle teoriye göre yatırımcıların gelecekte menkul kıymetlerin değer artışlarını kontrol etmeleri gerekmektedir. Diğer taraftan portföyde bulunan varlıklar açısından oluşabilecek risklerinde tahmin edilmesi gerekmektedir. Oluşturulan portföyün riski, portföye alınan menkul kıymetlerin getirileri aynı yönde değişim göstermeyeceğinden tek bir menkul kıymetin riskinden daha düşük olacaktır (Ceylan ve Korkmaz, 2004: 459).

Geleneksel portföy teorisinde, portföyde bulunan menkul kıymetlerin getirileri açısından arasındaki ilişkilere bakılmaksızın portföydeki menkul kıymet sayısı arttırılarak riskin azaltılacağı öngörülmektedir. Bu teoriye göre örneğin hisse senedi yatırımlarında çok sayıda ve birçok farklı endüstrilere ait hisse senetlerine, tahvil yatırımları açısından ise aynı vadeye sahip tahvillerin portföy içerisindeki ağırlığının azaltılması ve farklı vadelere sahip tahvillerin portföye eklenmesi tercih edilmektedir. Geleneksel portföy teorisi 1950'li yıllara dek teoride ve uygulamada

yaygın olarak kullanıma sahip olmuştur. Geleneksel portföy teorisinin başarısız olduğu söylenemez ve hala birçok yatırımcı tarafından kullanılmaktadır. Fakat kuram, aşırı çeşitlendirmeye önem vermekle birlikte portföydeki varlıklar arasında ilişkiyi dikkate almamakta ve portföy oluşturma sürecinde nicel ölçümlere gerekli önemi vermemekte daha çok sezgi ve öngörü ile tercih yapılmaktadır (Birkan, 2006: 16).

1.6.6.2 Modern Portföy Teorisi ve Markowitz Portföy Seçimi

Geleneksel portföy teorisinde, portföyde yer alan finansal varlıkların getirileri arasındaki ilişkiye dikkat edilmeksizin portföyde bulunan finansal varlıkların sayısını arttırarak risk faktörünün azaltılabileceği öngörülmüştür. Fakat modern portföy teorisinde portföyü oluşturan finansal varlıkların aralarındaki ilişkinin yönüne kuvvetine bakılarak risk faktörünün düşürülebileceği ortaya atılmıştır (Sarılı, 2014: 71).

Harry Markowitz tarafından 1952 yılında yayınlanan "Portföy Seçimi (Portfolio Selection)" adlı makalesinde ve 1959 yılında yayımladığı "Portföy Seçimi: Verimli Çeşitlendirme (Portfolio Selection: Efficient Diversification)" adlı kitabında portföy teorisindeki geleneksel yaklaşımı geliştirerek modern portföy teorisini oluşturmuştur. Markowitz geleneksel portföy teorisi yaklaşımının aksine portföye eklenenen menkul kıymetlerin arasındaki korelasyonun önemli olduğu ve porföye eklenen aralarında negatif korelasyona sahip olan olabildiğince menkul kıymetin eklendiğinde hem portföydeki riskin minimuma ineceğini ve beklenen yüksek getirideki portföylerin oluşturulabilineceğini göstermiştir (Bengitöz, 2017: 5). Modern portföy teorisine göre, yatırımcı tercihleri doğrultusunda riski en aza indirgeyecek şekilde tercihlerde bulunup getiriyi maksimize etmeyi amaçlamaktadır. Kısacası tüm yumurtaları aynı sepete koymayıp, çeşitlendirme yaparak portföy riski azaltılmaktadır. Modern portföy teorisinde tüm yatırımcılar açısından iki temel esas alınmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 1998: 149):

- Aynı risk seviyesinde tüm yatırımcılar maksimum getiri sağlayan yatırımı tercih etmektedirler.
- Aynı getiri seviyesinde tüm yatırımcılar en düşük riskli yatırımı tercih etmektedirler.

Modern portföy teorisinin varsayımları aşağıdaki başlıklardan oluşmaktadır (Brealey ve Myers, 2003: 196):

- Fayda fonksiyonunu maksimize etmek yatırımcının en temel amacıdır. Yatırımcılar, beklenen faydayı her dönemde maksimize etmek isterler.
- Yatırımcılar, beklenen getiri ve öngörülen riske göre yatırım tercihlerinde bulunurlar. Potföyün getirisinin belirlenmesindeki ölçüt portföydeki tüm varlıkların beklenen getirilerinin ortalamasıdır. Oluşabilecek riskin belirlenmesindeki ölçüt ise portföy getirisinin varyansıdır.
- Yatırımcıların risk ve getiri açısından beklentileri homojendir. Tüm yatırımcılar kısacası aynı risk düzeyinden en yüksek getiri düzeyini sağlayan yatırımı daha azına tercih etmektedirler.
- Yatırımcılar eşit zaman ufkuna sahiptirler.
- Sermaye piyasasının etkin olduğu varsayılmaktadır. Bilgiler hızlı ve doğru bir şekilde menkul kıymet fiyatlarına yansıdığı varsayılmaktadır. Piyasanın her zaman dengede olduğu varsayılmakta ve bilgi akışında hiçbir engel olmadığı yatırımcıların bilgilere eş zamanlı olarak ulaşabildiği varsayılmaktadır.

Markowitz'in portföy seçim modelinde yatırımcıların her zaman için aynı risk düzeyindeki portföyler arasında tercihte bulunurken getrisi yüksek olanı tercih etme eğiliminde olduklarını ve getirilerini maksimize etmeye çalıştıkları geçerli bir varsayım olarak kabul edilse de yatırım getirilerinin normal dağıldığını varsayımı gerçek hayata pek uyduğu söylenemez. Fakat yapılan çalışmalarla anlaşılan yatırımcıların küresel veya kuadratik bir fayda fonksiyonuna sahip oldukları varsayımı altında dahi ortalama-varyans ölçütü geçerliliğini korumaktadır

Markowitz'in portföy seçim modeli üç temel varsayımdan oluşmaktadır (Sharpe, 1989: 110-144):

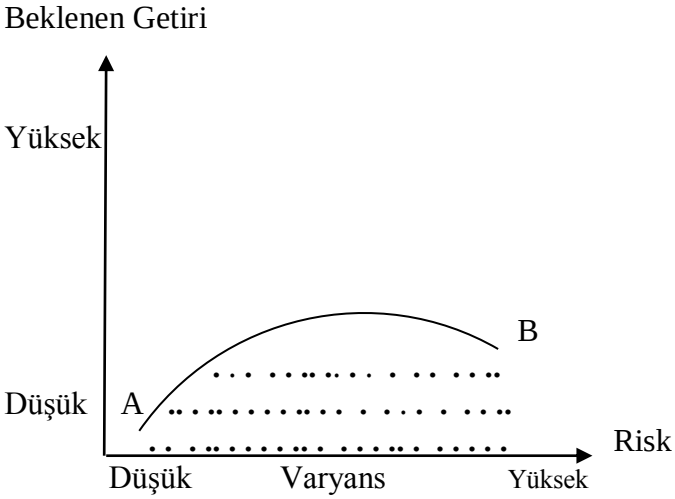
- Yatırımcılar riskten kaçınmakta ve aynı getiriye sahip iki portföy üzerinde tercihte bulunurken varyansı düşük olanı diğerine tercih edeceklerdir.
- Yatırımcılar aynı varyansa sahip iki portföy arasında tercihte bulunurken getirisi daha yüksek olanı diğerine tercih edeceklerdir.
- Yatırımların olasılık dağılımı yaklaşık normaldir.

1.6.6.3 N Sayıda Menkul Kıymetten Oluşan Portföyler ve Markowitz Çeşitlendirmesi

Günümüz dünyasında yatırımcıların portföylerine etkileyeceği ve hakkında bilgi sahibi olması gereken birçok finansal varlık bulunmaktadır. Bu sebeple N sayıda menkul kıymetten oluşan portföyün beklenen getirisinin ve portföy riskinin hesaplanması gerekmektedir. Fakat hesaplamada kullanılan değişkenler arttıkça işlemlerin yapılması da zorlaşmaktadır. Portföyde N sayıda bulunan menkul kıymetlere değişik ağırlıklar verilmek suretiyle sınırsız portföy oluşturulabilir. Fakat yatırımcının sonsuz sayıdaki olası portföy seçeneklerinin değerlendirmesini yaparak kendisine en uygun olanını seçmesi mümkün değildir. Markowitz'in "etkin set" teorisi ile birlikte yatırımcı sadece belli bir olası portföyler alt setine bakarak kendi optimum portföyünü oluşturma şansı vermektedir. Burada, değişen her risk seviyesinde en yüksek getiri sağlayabilen ve değişen her getiri seviyesinde de en düşük riski veren portföyler yatırımcının değerlendirmeye alacağı portföyler olmaktadır (Demir, 2013: 14).

Markowitz, farklı risk ve getiri seviyelerinde etkin portföyleri birleştiren eğriyi "Etkin Sınır" olarak isimlendirmiş ve portföy yöneticilerinin amacını ise "etkin sınır üzerindeki noktaları belirlemek" olduğunu ifade etmektedir. Aşağıdaki şekilde etkin sınır A-B doğrusu üzerindeki portföylerden oluştuğu gösterilmektedir (Temizkaya, 2006: 25).

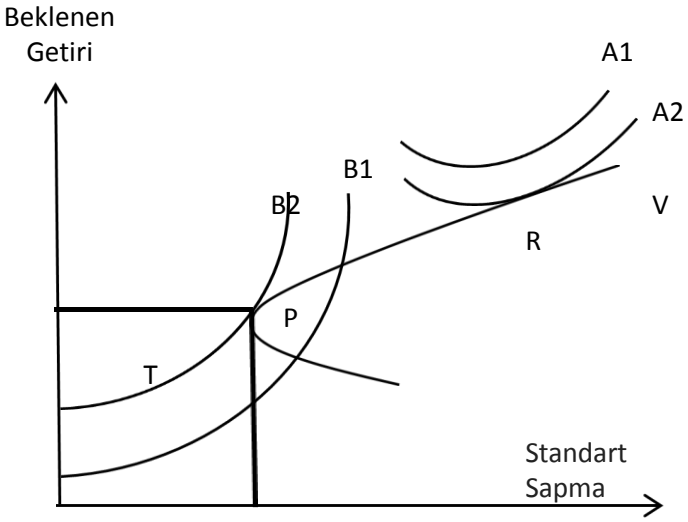
Şekil 4: Etkin Sınır Eğrisi



Kaynak: Bulut, 2009: 24

1.6.6.4 Optimum Portföy Seçimi

Optimum portföy seçiminde aşağıdaki şekle göre çeşitli risk koşullarında yatırımcıya yatırım yapılabilecek en etkin seçenekler sunulmaktadır. Etkin sınır üzerinde yer alan hangi portföyün tercih edileceği yatırımcının kişisel özelliklerine bağlıdır. Ortalama ve varyans ölçütlerine bağlı olarak etkin sınırın dışında kalan portföyler alternatiflerin dışına çıkarılsa da, sınır üzerinde yer alan hangi portföyün seçileceği yatırımcının riske karşı tutumunu gösteren fayda fonksiyonu ile belirlenmektedir (Karan, 2011: 176).



Şekil 5: Fayda Eğrileri ve Etkin Sınır

Kaynak: Aksoy, 2007: 78

Yatırımcıların fayda eğrileri, beklenen getiri ve standart sapmanın bir fonksiyonu olması nedeniyle etkin sınırın oluşturulduğu grafiğe kolaylıkla yerleştirilebilmektedir. Grafiği incelediğimizde fayda fonksiyonu etkin sınıra teğet olan sol üst paraleli almaktadır. Grafikteki gibi fayda eğrileri sol yukarıya doğru ne kadar kayarsa yatırımcının faydası da o denli artmaktadır. Görüldüğü gibi etkin sınır eğrisi ile fayda eğrisinin kesiştiği nokta yatırımcının faydasını maksimize eden optimum portföyü vermektedir. Yatırımcının kayıtsızlık eğrisinin içerdiği risk miktarı optimum portföy seçim sürecini etkileyecektir. Buradaki A yatırımcısının kayıtsızlık eğrisi daha yüksek bir risk düzeyinin içermektedir. Bu nedenle A yatırımcısı açısından daha yüksek getiri sağlama potansiyeline sahip olan R portföyü optimal seçim olmaktadır. iki yatırımcı arasında kıyaslama yapıldığında, A yatırımcısına göre riskten daha fazla kaçınan B yatırımcısı için optimum portföy seçimi daha düşük standart sapma ve daha düşük potansiyel kazanç vadeden P portföyü olmaktadır (Aksoy, 2007: 78-79).

II. BÖLÜM

2. KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI

Kredi derecelendirme kuruluşları var olma nedenleri itibariyle borçunun ödeme gücünü ölçmekte ve yapılan ölçüm sonrasında borçluyu puanlandırarak borç ödeyebilme gücünü ortaya koymaktadır. Bu kuruluşlar borçlunun ödeme gücünü ortaya koymalarının yanı sıra borçlunun bu borcu ödemedeki isteğininin olup olmadığını da araştırmaktadırlar. Burada borç ödeme isteği ve ödeme yeteneği kredi derecelendirme kuruluşlarının en önemli iki unsurunu oluşturmaktadır (Cantor ve Packer, 1994: 1)

Yatırım açısından menkul kıymetlere verilen kredi notları yatırımcılar açısından menkul kıymetin risk düzeyini göstermektedir. Bu sebeple verilmiş olan kredi notları ve not güncellemeleri, hükümetler, şirketler, bankalar, sigorta şirketleri açısından karşılaşacakları faiz oranlarının belirlenmesi açısından önemlilik arz etmektedir (Alfonzo ve diğerleri, 2007: 7).

Dünya geneline bakıldığında yaklaşık olarak 150 kredi derecelendirme kuruluşunun faaliyette bulunduğu görülsede derecelendirme piyasasında hakimiyeti oldukça yüksek olan ve dünya derecelendirme piyasasının yaklaşık %95'ine, ABD derecelendirme piyasasının yaklaşık %97'sine hakim olan global çapta üç büyük derecelendirme kuruluşu hakim olmaktadır. Bunlar; Moody's, Standart&Poors ve Fitch Ratings olmak üzere üç derecelendirme kuruluşundan oluşmaktadır. Bu kuruluşlardan Moody's ve Standart&Poors'un görüşü yatırımcılar açısından öncelikli olarak göz önüne alınmaktadır. Bu iki kuruluş derecelendirme faaliyetinde anlaşmazlığa düştüklerinde ise üçüncü bir görüş olarak Fitch Ratings'i göz önüne alınmaktadır (Tekin, 2016: 184-186).

Derecelendirme kuruluşları faaliyetleri sonucunda oluşan derece değişikliklerini, değerlendirme ve yorumlarını işaretlerle (watclist) ifade

etmektedirler. İşaretlerin oluşabilmesi açısından en az üç aylık bir inceleme süresi gerekmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının faaliyette bulundukları ülkeler bakımından Standart&Poors 125 ülkede, Moody's 110 ülkede, Fitch ise 107 ülkede faaliyet göstermektedir. Moody's ve Standart&Poors'un farklı görüşte bulundukları değerlendirmeler açısından %50,6'lık oran, Moody's ve Fitch'in ise %49'luk oran bulunmakla birlikte Standart&Poors ve Fitch'in ise %35,9 oranında anlaşmazlığa düştükleri bilinmektedir (Haan ve Amtenbrink, 2011: 4-5).

Genel olarak ülkelerin ve kuruluşların amacı yüksek kredi derecesine sahip olmak ve yatırımcıların gözünde yatırım yapılabilmesi açısından güvenilir ülke veya şirket olabilmektir. Bölümün ilerleyen kısımlarında kredi derecelendirme piyasasının yaklaşık %95'lik bir kısmına sahip olan üç kuruluş: Moody's, Standart&Poors ve Fitch kredi derecelendirme kuruluşları üzerinde durulacaktır.

2.1 Kredi Derecelendirme Kavramı, Amaç ve Genel Özellikleri

Kredi derecelendirme, yatırımda bulunacak olan sermaye sahiplerinin yatırım yapmayı düşündükleri ülke veya sektör ile ilgili risk düzeyinin ortaya koyulması sonucunda kredi derecelendirme kuruluşları tarafından o ülkeyi ve firmayı "yatırım yapılabilir", "spekülatif", veya "yatırım yapılamaz" seviyede belirlenen kriterler ışığında notlandırması faaliyeti sonucunda ortaya çıkan bir kavramdır. En basit tanımıyla kredi derecelendirmesi, derecelendirme sürecine konu olan bir tarafın devlet, sektör, finansal kuruluş, şirket, ihraç edilen finansal varlık olduğu, borçlu tarafın kredi riski ile ilgili kredi derecelendirme kuruluşları tarafından oluşturulan, bağımsız ve derecelendirme işlemine konu olan tarafın kredi değerliliği hakkında nisbi bir görüşü ifade etmektedir (Seval, 2014: 7).

Kredi derecelendirme, borçlu olan tarafın ödemekle yükümlü olduğu anapara ve faiz tutarını ödeme isteğini ve ödemeyi zamanında ve tam olarak yerine getirip getirmediğini ölçmeyi sağlayan bir araçtır. Kısacası bir ekonomik birimin kredi

geçmişi incelenerek ekonomik birimin kullandığı kredileri geri ödeme kapasitesinin tespit edilmesi amacıyla yapılan sistematik bir ölçümdür (Cantor ve Packer, 1994: 1).

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanan "*Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliğinin 5. Maddesine göre kredi derecelendirmesi; işletmelerin risk durumu ve ödeyebilirliklerinin veya borçluluğu temsil eden sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz ve benzeri yükümlülüklerinin vadelerinde karşılanabilirliğinin derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız tarafsız ve adil olarak değerlendirmesi ve sınıflandırılması faaliyeti olarak tanımlanmaktadır*" (SPK, 2007).

Kredi derecelendirme işlemi yatırımcıların, kamu menfaatçilerinin ve ihraççıların korunması amacıyla kurum veya ülkelerin şu kapasitelerini ölçmektedir (Akbulak, 2012: 171-172):

- İhraç edilen hisse senedi, tahvil, bono gibi borçlanma araçlarıyla sağlanan kredilerin anapara ve faiz getirilinin zamanında ve tam olarak geri ödenip ödenememe risklerini ölçmek,
- Yönetimsel veya finansal yapıları nedeniyle oluşabilecek riskleri ölçmek,
- Özel olarak ayrıca finansal yapılardaki oluşabilecek risklerin ölçülmesi ve derecelendirilmesi faaliyetidir.

Kredi derecelendirme faaliyeti, işleme konu olan taraflara (Seval, 2014: 12):

- Anapara ve faiz getirisinin geri ödenebilirliği açısından bilgi kaynağı olma özelliği teşkil etmekte,
- Taraflar arasında eşit bilgiye sahip olmamaları sebebiyle oluşan temsil maliyetlerini azaltmakta,
- Piyasaların daha etkin ve verimli çalışmasına katkıda bulunmaktadır.

2.2 Derecelendirmenin Önemi

Derecelendirme faaliyeti önemi itibariyle hem yatırımcılar hemde fon arzında bulunan kuruluşlar ve ülkeler açısından ayrıca bu tarafların muhattab oldukları ülkeleri ekonomik, idari, siyasi, yapısal olarak tanımak ve yüklenebilecekleri risklerin farkında olmak istemektedirler.

Uluslararası kredi derecelendirme faaliyeti gelişmekte olan ülkelerin global sermaye hareketlerinden pay almaları açısından önemi büyüktür. Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları tarafından gelişmekte olan piyasalar için verilen kredi notları ve not güncellemeleri yatırımcıların tercihlerinde önemli bir faktör olduğu bilinmektedir. Derecelendirme sadece ülkeler açısından değil aynı zamanda yatırımcılar, finans kurumları, firmalar ve sermaye piyasaları açısından da önemli bir kavramdır. Bu nedenle çalışmanın bu bölümünde derecelendirmenin önemi farklı açılardan ele alınacaktır.

2.2.1 Kredi Derecelendirmenin Ülkeler Açısından Önemi

1970'li yıllarda yaşanan petrol krizleri ile birlikte ilk defa "ülke risk analizi" gündeme gelmiştir. Yaşanan petrol krizlerini takiben 1980 yılı başlarına gelindiğinde birçok gelişmekte olan ülke dış borçlarını ödeyemez hale gelmiştir. Özellikle 1982 yılında Meksika'nın borçlarını erteleme talebi sonrası meydana gelen borç krizi ile birlikte uluslararası piyasalarda ülke riskinin analizinin önemi daha da artmıştır (Şen, 2014: 8-9).

Gelişmekte olan piyasaların yatırımcılar tarafından tercih edilebilmesi ve uluslararası sermaye hareketlerinden pay alabilmeleri açısından alınan kredi derecelendirme notlarının önemi büyüktür. Çünkü bir ülkeye gelebilecek dış yatırımların niteliği ve büyüklüğü ile söz konusu ülkenin kredi derecelendirme kuruluşları tarafından aldığı kredi notları arasında bir ilişki vardır. Ayrıca ülkelerce

alınan kredi notlarına göre ülkelerce yatırımcılara sunulan faiz oranları farklılaşmaktadır. Derecelendirme faaliyetinin ülke ekonomilerine şu katkıları bulunmaktadır (Babuşçu ve Hazar, 2008: 357):

- Derecelendirme ekonomiye, güvenilir ve istikrarla gelişen mali piyasalar kazandırır,
- Derecelendirme ülke ekonomisine dış kaynak ve ulusal piyasaların uluslararası piyasalarla bütünleşmesini sağlamakta,
- Derecelendirme ekonominin genel risk düzeyini sınırlandırır, mali işlemlerin etkinliğini arttırır ve büyümede daha etkin finansman sağlamaktadır.

Kredi derecelendirmesi faaliyetinin ülkelere yukarda sayılan birçok faydası bulunmaktadır. Ancak bu faydalar derecelendirmeye konu olan ülkelerdeki hukuki altyapının geliştiği, etkin olarak çalışan, sistematik bir biçimde düzenlenen ve denetlenen piyasalarda geçerli olabilmektedir.

2.2.2 Kredi Derecelendirmenin Yatırımcılar Açısından Önemi

Derecelendirme kuruluşları, incelenen şirketlerin finansal güçlerini, şirketin finansal ve yönetsel yapısını ortaya koyarak daha net anlaşılmasını sağlamakta bu sebeple yatırımcılar için daha güvenli bir yatırım imkanı sunmaktadırlar.

Yatırımcılar, ülkelere ve şirketlere yapacakları yatırım tercihlerinde bulunurken ülke ve şirketler hakkında bilgi sahibi olma, ihraççıları karşılaştırma ve riski öngörmek istemektedirler. Kredi derecelendirme kuruluşları şirket ve ülke değerlendirmesinde bu konuları incelediğinden yatırımcı böylece bilgi sahibi olmaktadır. Böylece yatırımcı hem yatırıma konu olan ülke ve şirket hakkında bilgi sahibi olmakta hemde bilgiye ulaşma ve sağlama maliyetlerinden tasarruf etmektedir. Finansal yatırımlarını sağlam ve güvenilir bir ortamda gerçekleştiren yatırımcılar böylelikle sermaye piyasasının daha sağlam temeller üzerinde faaliyet göstermesine katkıda bulunmuş olurlar (Kedikli, 2015: 6).

Yatırımcılar kredi derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme faaliyetleri ile birlikte katlanacakları risk ve kar oranlarını karşılaştırma imkanı sağlamakta ve geleceğe yönelik belirsizliklerini önlemiş olmaktadırlar. Bu sayede hem taraflar arasında eşit bilgi edinme imkanı doğmakta hemde karlarını maksimum düzeye çıkarma imkanı bulmaktadırlar (Seval, 2014: 8).

Kurumsal yatırımcılar, çeşitli emeklilik ve yatırım fonları, bankalar ve sigorta şirketleri kendi yaptıkları analizlerini desteklemek amacıyla kredi derecelendirmeyi kullanmaktadırlar (Kedikli, 2015: 6).

2.2.3 Kredi Derecelendirmenin Finans Kurumları ve Şirketler Açısından Önemi

Küreselleşme süreci ile birlikte başta bankalar olmak üzere finans kurumları ülke ekonomilerinin önemli bir aktörü haline gelmişlerdir. Ülke ekonomilerinin istikrarlı ve sağlıklı bir yapıya sahip olması ve işleyebilmesi için iyi bir finansal altyapının kurulması gerekmektedir. Derecelendirme faaliyetleri sağlıklı bir finansal altyapının kurulması ve işletmesi açısından önemli bir işlevi yerine getirmektedir (Gürel, 2012: 16-17).

Bilindiği üzere finansal piyasaların en önemli kurumları bankalardır. Derecelendirme faaliyetleri ile birlikte bankaların kaynak maliyetlerinde tasarruf sağlanmaktadır. Bankalar derecelendirme faaliyetleri ile aşağıdaki imkanlara kavuşmaktadırlar (Alıcı, 2005: 65):

- Sermaye piyasalarına ulaşabilme ve işlem yapabilme esneklikleri,
- Bankalar arası yapılan işlemlerde kredi maliyetlerinin en aza indirilmesi,
- Gerekli finansmanın daha kolay sağlanabilmesi,
- Uluslararası alanda faaliyette bulunabilmesi,
- Ülke içi ve dışındaki bankalarla kıyas edilme imkanına sahip olmaktadırlar.

Yukarda sayılan imkanların yanında derecelendirmenin finans kurumlarına, firmaların risk düzeylerini ölçülmesi ile birlikte banka portföyündeki riskin optimum düzeyde tutulması ve sorunlu olan kredileri minimuma indirgenmesi, farklı dönemlerde firmaların risk analizini izlemek ve analiz etmek, firmaların birbirleriyle risk faktörü açısından karşılaştırılması ve böylece bireysel karar ve psikolojik yorumları minimuma indirmek, risk getiri karşılaştırması yaparak fiyatlamaya yardımcı olmak gibi bir çok faydası bulunmaktadır. Şirketler açısından gerçekleştirilen kredi derecelendirmenin en temel amacı, borç yükümlülüklerini zamanında ödeme yeteneğininin tespit edilmesidir. Yapılan derecelendirme faaliyetiyle birlikte firmanın genel durumunu, borçlarını, varlıklarını ve yeteneklerini tespit edilmesi amaçlanmaktadır. Derecelendirme kuruluşları bu durumların tespitlerini yapabilmek için yönetim şekli, ortaklık yapısı, faaliyetler ve pazar payı gibi niteliksel unsurlar ile birlikte şirketin durumunu ve geleceğini tespit etmek üzere mali tablolar başta olmak üzere niceliksel göstergeleri de incelemektedirler (Meydan, 2010: 74).

Derecelendirme faaliyeti kapsamında yapılan analizin genel amaçları şunlardır (Babuşçu ve diğerleri, 2011: 383):

- Mali tabloların düzenlendiği tarihte varlık ve kaynak yapılarının incelenmesi,
- Borç ödeme gücünün gelecekteki devamlılığının tespit edilmesi,
- Firmanın geçmiş dönemlerdeki fon yaratma gelişimi ve gelecek dönemlerdeki krediyi ödeyebilecek ölçüde fon yaratılıp yaratılamayacağının tespit edilmesi amaçlanmaktadır.

Hem şirket yöneticileri hemde pay sahipleri açısından derecelendirme faaliyetinin önemi şu unsurları içermektedir (Kab, 2015: 14):

- Bağımsız bir kuruluş tarafından işletmenin içerisinde bulunduğu durum objektif olarak belirlenmekte,

- Derecelendirme çalışmaları öncesinde işletme iyileştirme çabalarına başlamakta,
- Derecelendirme faaliyeti sonucunda alınan notlar karşılaştırılabilmekte,
- Şirketlerin emsal şirketlere göre durumu kıyas edilebilmekte,
- Şirket kalitesi ve işletmenin yapısı hakkında yatırımcılar bilgi sahibi olmakta,
- Derecelendirme ile birlikte kurumsal yatırımcılar ülkeye çekilebilmekte ve böylece hem piyasa derinleştirilmekte hemde şirketin borçlanma olanakları genişletilebilmektedir.

2.2.4 Kredi Derecelendirmenin Sermaye Piyasaları Açısından Önemi

Kredi derecelendirme faaliyeti, sermaye piyasalarına derinlik kazandırmakta ve gelişimine katkıda bulunmaktadır. Çünkü derecelendirme tam anlamıyla doğru, adil, tarafsız, eksiksiz bir şekilde gerçekleştirildiğinde yatırımcının rahat ve güvenilir bir ortamda yatırım yapmasına imkan sağlamaktadır. Bu durum sağlandığı takdirde sermaye piyasalarının derinleşmesini sağlanmakta ve spekülatif hareketlerin azalmasına olumlu yönde fayda sağlamaktadır. Kredi derecelendirme faaliyetinin sermaye piyasaları açısından diğer önemli hususları şunlardan oluşmaktadır (Babuşçu ve diğerleri, 2012: 56-65):

- Derecelendirme işlemi ile menkul kıymetlerin alınıp satılması veya elde tutulması gibi kararların alınmasında ve risk değerlendirmesinde hazır ve kolay bir referans olma işlevi görmektedir.
- Menkul kıymetlerin ikincil piyasalarda işlem görmesi açısından önemli bir gösterge olma vazifesi görmektedir.
- Bilgilerin geniş kitlelere yayılması açısından finansman kaynaklarını arttırmaktadır.
- Kurumsal yatırımcıları çekerek sermaye piyasasının derinleşmesini sağlamaktadır.

- Yatırım kararlarının daha güvenilir ve nesnel bir temele dayandırılmasını sağlamaktadır.
- Menkul kıymet fiyatlarının daha istikrarlı seyretmesini sağlamaktadır.
- Şirketler tarafından tahvil ve finansman bonosu gibi araçlara verilecek faiz oranlarının daha kolay ve güvenilir bir ortamda belirlenmesini sağlamaktadır.
- Derecelendirme ile uluslararası piyasalar ile entegrasyon daha kolay hale gelmektedir.

2.3 Kredi Derecelendirme ve Kuruluşlarının Tarihçesi

Derecelendirme veya diğer bir adıyla kredi notu ilk olarak 1937 yılında ABD'de yaşanan mali kriz sonrasında tüccarların taahhütlerini yerine getirememeleri ve borçlarını ödeyemez hale gelmeleri sonucunda ortaya çıkan bir kavram olmuştur. Bu kriz süreci içerisinde birçok yatırımcı ve Amerikan ekonomisi olumsuz anlamda etkilenmiştir. Yaşanan mali kriz süreci ile birlikte fon talep edenler ile fon sağlayan yatırımcılar arasındaki ilişkiler gelişmiş ve bu sürecin doğal bir sonucu olarak derecelendirme kavramı ve işlemleri kullanılmaya ve yaygınlaşmaya başlamıştır (Eren, 2010: 44).

İlk derecelendirme işlemi 1829 yılında "Baring Brothers&Company" şirketinin kredi riskini tespit etmek amacıyla Boston'lu Thomas Wren Ward isminde emekli olmuş bir tüccarı gezici muhabir olarak işe alınmasıyla başlamış olmaktadır (Akçayır, 2013: 6).

Kredi derecelendirme kavramı kurumsal olarak ise New York'lu manifaturacılık işiyle uğraşan Lewis Tappan tarafından 1937 yılında yaşanan mali krizde müşterilerinin durumunu belirlemek amacıyla geliştirmiş olduğu değerlendirme yöntemine dayanmaktadır. Bu ekonomik çöküşten kendisi de etkilenen ve zarar eden Tappan "Mercantile Agency" şirketini kurmuş, kurulan bu şirket birçok yatırımcı adına şirketleri izlemek ve değerlendirmek üzere kurulmuş ve faaliyette bulunmuştur. Bu şirket zarar eden borçluların kredi değerliliklerini tespit

etmek amacıyla Doğu ve Batı eyaletlerinin dahil olduğu çoğunlukla avukatların oluşturduğu 180 muhabiri kapsayan bir ağ kurmuş ve böylelikle kredi derecelendirmenin temelini atmıştır. Kuruluş daha sonraları Robert Dun tarafından faaliyetlerini sürdürmüş ve 1959 yılında ilk değerlendirme klavuzunu yayımlamıştır (Karagöl ve Mıhçıokur, 2012: 2).

Derecelendirme faaliyetine profesyonel anlamda yaklaşan ikinci isim John Bradstreet adlı bir avukat, 1849 yılında "Bradsrteet Company" şirketini kurmuştur. John Bradstreet, borçlarını ödemekte zorlanan tacirlerin davalarına vekillik ettiği zamanlarda davalarına vekillik ettiği tüccarlardan sağladığı bilgileri New York toptancılarına satmasıyla başlamıştır (Kedikli, 2015: 92).

Kredi derecelendirme faaliyetlerinde yaşanan gelişmeler ile birlikte ilk olarak Moody's halka açık olarak ABD demiryolu şirketinin tahvillerini derecelendirmiştir. 1916 yılında Poor's Publishing Company, 1922 yılında Standart Statistic Company, 1924 yılında ise Fitch Statistic Company ilk kredi derecelendirmelerini yayınlamışlardır. 1941 yılında ABD'de iki büyük derecelendirme şirketi, Standart Statistic Company ve Poor's Publishing Company birleşerek günümüzde hala aynı isimle faaliyetlerine devam eden Standart&Poor's (S&P) kuruluşunu oluşturmuşlardır (Cantor ve Packer, 1995: 2).

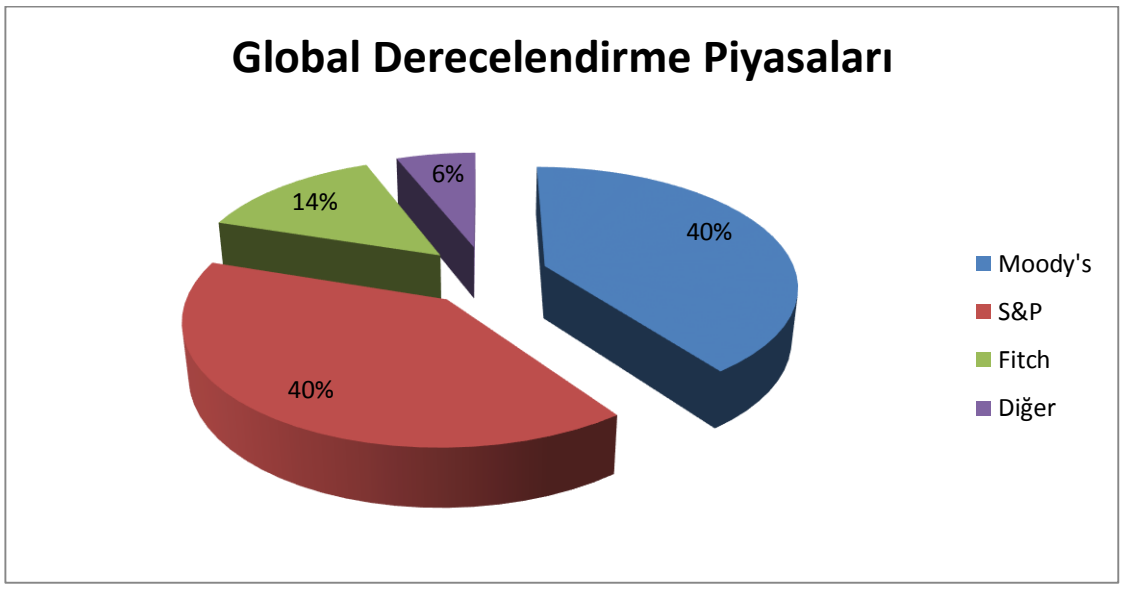
Kredi derecelendirme işlemlerinde yaşanan gelişmelerle ve ABD dışındaki finansal piyasaların gelişmesi ve bunlara ek olarak sermaye akışının hızlı bir şekilde artması, diğer ülkelerde faaliyet gösteren firmalar hakkında bilgi edinme ihtiyacını doğurmuştur. Bu duruma bağlı olarak diğer ülkelerde de kredi derecelendirme kuruluşları ortaya çıkmaya başlamıştır. Yaşanan bu gelişmeler sadece kuruluşların ortaya çıkmasıyla değil ayrıca kredi derecelendirme kuruluşlarının uluslararasılaşmasını sağlamıştır (Sekmen, 2012: 3). Aşağıdaki tabloda var olan önemli kredi derecelendirme kuruluşları ve kuruluş yıllarını ve hangi ülkeye ait oldukları gösterilmektedir.

Tablo 6: Bazı Önemli Kredi Derecelendirme Kuruluşları

İlk Yayın Yılı	Kredi Derecelendirme Kuruluşu	Ülke
1909	Moody' 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 Bank Watch (Thom)	ABD
1975	Japanese Bond Rating Institude (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)

Günümüzde bir çok derecelendirme kuruluşu olmasına rağmen en çok bilinen ve piyasasının lideri konumunda olan üç derecelendirme kuruluşu vardır. Bunlar; Moddy's, Standart&Poor's ve Fitch kuruluşlarından oluşmaktadır. Diğer kuruluşlar yaptıkları derecelendirme faaliyetlerinin genelinde yukarıda sayılan üç derecelendirme şirketinin takipçisi konumundadırlar. Yatırımcılar genellikle derecelendirme işlemlerinde Moody's ve Standart&Poor's şirketlerinin verdikleri kredi notlarını göz önüne alınır bu iki şirketin anlaşmazlığa düştüğü durumlarda Fitch'in değerlendirmesine bakılmaktadır. Dünya genelinde yaklaşık olarak 150 derecelendirme şirketinin faaliyette bulunmasına karşın Moody's, S&P ve Fitch şirketleri, dünya derecelendirme (rating) piyasasının yaklaşık %95'ine, ABD derecelendirme piyasalarının ise %97'sine hakim olmaktadırlar. Moody's ve Standart&Poor's derecelendirme piyasasının %80'ini kontrol ederken Fitch'in dünya derecelendirme piyasasındaki payı %14 oranında gerçekleşmektedir (Tekin, 2016: 185).



Şekil 6: Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Global Derecelendime Piyasalarında Hakimiyet Oranları

2.4 Moody's Investors Service (1909) (ABD)

Moody's dünyanın en eski ve en büyük kredi derecelendirme kuruluşu olması ve global derecelendirme piyasasında en fazla paya sahip kuruluş olması ile bilinmektedir. Moody's ülkeler ve şirketlere verilen kredi notlarının, araştırmaların ve risk analizlerinin önde gelen sağlayıcılarındandır. 1909 yılında ilk olarak demiryolu şirketleriyle ilgili bir bülten hazırlayarak kredi derecelendirme faaliyetlerine başlamıştır. Moody's şirketi, 1900 yılında demiryolu yatırımlarını analiz eden John Moody tarafından kurulmuştur. Moody's 1909 yılında demiryolu şirketleri ile ilgili yaptığı çalışmalarını ilerleterek bir kitapta toplamış, 1913 yılına gelindiğinde ise sanayi şirketlerinin değerlendirmesini de yapmaya başlamıştır. 1914 yılında derecelendirme faaliyetlerini daha da genişleterek ABD tahvil piyasasının tamamına yakın büyük bölümünün analizlerini yapan kredi derecelendirme kuruluşu olmuştur (Gülmez ve Gündoğan, 2014: 71).

Moody's'in amacı; "yatırımcılara kredi notları, araştırmalar, araçlar ve analizler sağlayarak, mali piyasaların şeffaf ve daha güvenilir çalışmasına katkıda

bulunmak, küresel sermaye piyasalarının önemli bir unsuru olmaktır". 2017 yılında 4,2 milyar dolar gelir sağlayan şirket, dünya çapında yaklaşık 12.600 kişiyi istihdam etmekte ve 42 ülkede varlığını sürdürmektedir. Moody's yatırımcı servisi, kredi derecelendirme, araştırma ve risk analizi konusunda lider bir tedarikçidir. Şirketin kredi derecelendirmeleri ve analizleri, 135'den fazla ülkede, yaklaşık 5000 finansal olmayan kurumsal ihracatı, 4000 finansal kurum ihracını, 18000 kamu finansman ihracını, 11000 yapılandırılmış finansman işlemini ve 1000 altyapı ve proje finansmanı ihracını kapsayan borcu takip etmektedir (www.moodys.com, E.T: 7.2.2019).

1970'li yıllarda Moody's ticari kağıt pazarı ve bankalar ile ilgili derecelendirme faaliyetlerini daha da genişleterek özel kesim tahvillerini de derecelendirmeye faaliyetlerine dahil etmiştir. Ayrıca bu dönemde Moody's'in de dahil olduğu büyük derecelendirme kuruluşları, ihraççıların yanında yatırımcıları da sisteme dahil etmeye başlamıştır (www.moodys.com, E.T: 7.2.2019).

Global derecelendirme piyasasında %40 düzeyinde paya sahip olan Moody's, dünyaya açılmak isteyen büyük şirketlerin kredi değerliliklerini öğrenmek üzere başvurdukları lider bir şirket konumundadır. Moody's değerlendirme faaliyetini sağladığı tüm kredi notlarını dünyaya basın yoluyla açıklamaktadır. Moody's şirketi, kamu ve özel kuruluşlara ve yerel yönetimlere ait menkul kıymetleri derecelendirirken ülkeler için oluşturmuş olduğu notları burada da kullanmaktadır. Değerlendirilmesi yapılan menkul kıymetlerin, anapara ve faiz ödeme yeteneği ve derecesi tespit edilmektedir (Harmancı, 2013: 26).

Uluslararası anlamda ve çok geniş bir alana kredi derecelendirme hizmeti veren şirket bazı stratejiler benimseyerek faaliyetlerini sürdürmektedir. Moody's tarafından verilmiş olan kredi derecelendirme notlarında mantık aşağıdaki dört unsur ile ifade edilmektedir (Tütüncü Hasbi, 2012: 29):

- Büyük miktarlarda ve oranlarda yatırım yapan yatırımcının rating sahasını genişlemesi için yapılan baskı,
- Yeni pazarlardaki ratingler açısından piyasanın bilgisini arttırmak,
- Borç kağıtlarının (bono, banka sertifikası vb.) kredi kalitesinin doğru anlaşılmasını sağlamak,
- Daha geniş karşılaştırılabilir amaçlar açısından geniş kapsamlı rating örnekleri sağlamaktır.

Moody's şirketi yerel yönetimlere, kamu ve özel kuruluşlara ait menkul kıymetlerin derecelendirmesini yaparken ülkelere vermiş olduğu notları buralarda da kullanmaktadır. Derecelendirme sonucunda, "Aaa" ve "Aa" notları yüksek dereceyi ve bu nota sahip ülkelerin anapara ve faiz ödemesinde güçlü kapasitelere sahip olduklarını ifade etmektedir. "A" ve "Baa" notları orta dereceyi ifade etmekte, "Caa", "Ca" ve "C" notları ise bu not düzeyine sahip ülkelerin borçlarını geri ödeme riskinin çok yüksek olduğunu ifade etmektedir (Akçayır, 2013: 31). Moody's not skalasında kredi notlarının sonlarında "1,2,3" sayısal semboller kullanılmaktadır. 1 sembolü, derecelendirme grubunun en iyisini ve pozitif eğilim olduğunu ifade etmektedir. 2 sembolü, kredi notu grubunda orta değeri ifade etmekte ve durağan bir süreci göstermektedir. 3 sembolü ise, kredi notu grubunun en düşük notunu ve eğilim negatif olduğunu ifade etmektedir.

Aşağıda hazırlanan tabloda Moody's şirketinin not skalası ve bu skalada yer alan notların anlamları ve "yatırım yapılabilir düzey" içerisinde ve "yatırım yapılamaz düzey" içerisinde yer alan derecelendirme notları detaylı olarak gösterilmektedir.

Tablo 7: Moody's Uzun Dönem Kredi Notları ve Anlamları

Moody's Yatırımcı Servisi Kredi Notları ve Notların Anlamları		
Seviye	**Notlar**	**Uzun Dönem Notları**
Yatırım Seviyesi	Aaa	Bu grupta var olan ülkeler borç ödeme kapasitesinin yüksek, ekonomik riskin en az olduğu ve derecelendirme açısından en güvenilir ülkelerdir. Bu gruptaki ülkeler birinci sınıf kredi notuna sahip olmaktadırlar. Bu kredi notu bu gruptaki ülkelerin anapara ve faiz ödemelerinde çok güçlü bir yapıya sahip olduklarını ifade etmektedir.
	Aa1 Aa2 Aa3	Bu grupta var olan ülkeler çok güçlü anapara ve faiz ödeme kapasitesine sahiptirler. Ancak bu ülkeler notu Aaa olan ülkelere göre koruma marjı açısından bir alt nota sahip olmaktadırlar. Aa1 notuna sahip olan ülkeler en az düzeyde olmasa da riskin az düzeyde olduğu ülkelerdir. Bu not düzeyinde olumlu gelişmeler sürece yansımaktadır. Aa2 notuna sahip olan ülkelerde bu not düzeyi sürecin durağan bir şekilde ilerlediği anlamını taşımaktadır. Aa3 not düzeyine sahip olan olan ülkeler açısından risk düzeyinin dikkate alınması gerekmektedir. Süreç içerisinde olumsuz gelişmeler yaşanması halinde not düşebilmektedir.
	A1 A2 A3	Bu not düzeyinde kredi notuna sahip olan ülkelerde yatırım yapılabilmesi açısından güvenilirdir. Moody's şirketinin tanımladığı not skalası açısından A1, A2, A3 not düzeyleri ortanın üzeri bir derecelendirme notunu ifade etmektedir. Bu notlara sahip ülkeler anapara ve faiz ödemeleri açısından yeterli seviyede güvenilir oldukları kabul edilmektedir. Fakat bu not seviyeleri ülkelerin güvenilirliklerini bozabilecek bazı unsurların oluşabileceği ihtimalinin varlığını ifade etmektedir. A1, notu yatırım yapılmasında bir sakınca olmadığını ve eğilimin pozitif olduğunu göstermektedir. A2 notu, durağanlığın hakim olduğunu göstermektedir. A3 notu düzeyinde de yatırım yapılabilir ancak bu seviye eğilimin nagatif olduğunu göstermektedir.
	Baa1 Baa2 Baa3	Bu not düzeyine sahip olan ülkeler orta derecede güvenilir oldukları kabul edilmektedir. Bu not seviyesi güvenilir ve zayıf arasında bir düzeyde görülmektedir. Yine de bu notlara sahip ülkeler anapara ve faiz ödemeleri açısından yeterli seviyede güvenilir oldukları kabul edilmektedir. Bu kredi notuna sahip ülkelerde yaşanabilecek ekonomik olumsuzluklara karşı ödemelerde gecikmenin olabileceği göz önüne alınmalıdır. Bu ülkelerde güvenilirliği sağlayan unsurların uzun dönemde zarar görmesi veya tamamen ortadan kalkması durumu olabileceği ifade edilmektedir. Baa1 notu, yatırım yapılabilirlik düzeyinin belirlendiği düzeydir ve burada eğilim pozitiftir. Baa2 düzeyi, eğilimin durağan olduğunu ifade etmektedir. Baa3 düzeyi ise eğilimin negatif olduğunu ve notun yatırım yapılamaz seviyeye güncellenme ihtimalinin olabileceğini ifade etmektedir.
Spekülatif Seviye	Ba1 Ba2 Ba3	Bu not düzeyine sahip ülkeler hem spekülatif unsurlara sahip olmakta hemde bu ülkelerde önceden geleceği tahmin edebilmek oldukça zordur. Ana para ve faiz ödemelerinde güvenilirlik açısından ılımlı bir yapıya sahiptir. Güvenilirlik gelecekte iyi veya kötü yönde etkilenebilmektedir. Ba1 düzeyinde, eğilim pozitiftir ancak kayda değer riskler bulunmaktadır. Ba2 düzeyinde, durağan süreci ifade etmektedir. Ba3 düzeyi ise spekülatif olarak kabul edilir ve eğilim negatiftir.
	B1 B2 B3	Bu not düzeyine sahip ülkeler anapara ve faiz ödemeleri açısından zayıf yapıdadırlar. Uzun dönemli anapara ve faiz ödemeleri ve diğer şartları yerine getirmeleri zayıftır. Bu nota sahip ülkeler geleceğe yönelik risk seviyeleri yüksektir. Bu nota sahip ülkelerde uygun yatırım imkanları oldukça azdır. B1 notu, eğilim pozitif olsa dahi yüksek oranda spekülatif olarak ifade edilmektedir. B2 notu, risk ifade ediyor olmasına karşın eğilim durağandır. B3 notu, spekülatif niteliği taşımakla birlikte eğilimin negatif olduğu düzeydir.
	Caa1 Caa2 Caa3	Bu not düzeyine sahip olan ülkelerde yatırım imkanı genel olarak oldukça sınırlı ve borç ödeme kapasiteleri zayıftır. Anapara, faiz ve diğer yükümlülüklerin yerine getirilmesi uzun dönemde çok zayıftır. Bu ülkelerin geleceğine yönelik risk seviyeleri çok yüksektir ve yatırım yapılamaz anlamı taşımaktadır.
	Ca	Bu nota sahip ülkelerin genel özellikleri spekülatif karakterde olmalarıdır. Genel olarak bu ülkeler anapara ve faiz ödemelerini yerine getiremezler.
	C	Bu nota sahip ülkeler en düşük borç ödeme kapasitesine sahip oldukları kabul edilmektedir. Bu ülkelere yatırım yapılabilirlik özelliği olmadığı kabul görmektedir. Maksimum seviyede riskli olarak kabul edilmektedirler.
İFLAS	D DD DDD	Ülkelerin iflası veya temerrüdü kesindir ve bu ülkelerin borçlarını ertelemeden ödeyebilmeleri imkansız olarak kabul edilmektedir.

Kaynak: (www. moodys.com, E.T: 15.02.2019 ve Şener, 2017: 20).

Moody's tarafından verilen kısa dönemli derecelendirme notları ve bu notların hangi durumları ifade ettikleri ve kısa dönemli yatırım yapılabilirlik durumunu ifade eden derecelendirme notlarının uzun dönemli derecelendirme notlarının hangilerine karşılık geldikleri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 8: Moody's Kısa Dönem Kredi Notları ve Anlamları

Moody's Yatırımcı Servisi Kısa Vadeli Kredi Not Skalası		
Seviye	**Notlar**	**Kısa Vadeli Notları**
Yatırım Seviyesi	**Prime- 1**	Kısa vadede Prime-1 kredi notu düzeyine sahip olan ülkeler kısa dönem borç ödemesinde en iyi kapasiteye ve olabilecek en yüksek kredi notuna sahiptirler. Uzun vadeli kredi notlarından "Aaa, Aa1, Aa2, Aa3, A1" seviyeleri kısa vadede Prime-1 not düzeyine denk gelmektedir.
	Prime-1/ Prime-2	Kısa vadede Prime-1/Prime-2 kredi not düzeyine sahip olan ülkeler kısa dönem borç yükümlülüğünü yerine getirmesi açısından oldukça yüksek bir kapasiteye sahiptirler. Uzun vadeli kredi notlarından "A2 ve A3" seviyeleri kısa vadede Prime-1/Prime-2 not düzeyine denk gelmektedir.
	Prime-2	Kısa vadede Prime-2 kredi not düzeyine sahip olan ülkeler kısa dönem borçlarını ödeme yükümlülükleri açısından yüksek kapasiteye sahiptirler. Uzun vadeli kredi notlarından "Baa1" seviyesi kısa vadede Prime-2 not düzeyine denk gelmektedir.
	Prime-2/ Prime3	Kısa vadede Prime-2/Prime-3 kredi not düzeyine sahip olan ülkeler kısa dönem borçlarını ödeme yükümlülükleri açısından normal ile yüksek arasında bir kapasiteye sahiptirler. Uzun vadeli kredi notlarından "Baa2, Baa3" seviyeleri kısa vadede Prime-2/Prime-3 not düzeyine denk gelmektedir.
	Prime-3	Kısa vadede Prime-3 kredi not düzeyine sahip olan ülkeler kısa dönem borçlarının ödeme yükümlülükleri açısından kabul edilebilir bir kapasiteye sahiptirler. Uzun vadeli kredi notlarından "Baa3" seviyesi kısa vadede Prime-3 not düzeyine denk gelmektedir.
Spekülatif Seviye	**Not Prime**	Kısa vadede "Not Prime" kredi not düzeyine sahip olan ülkeler kısa dönem borç ödeme yükümlülükleri açısından kabul edilemez bir kategoride bulunmaktadırlar. Uzun vadeli kredi notlarından "Ba1, Ba2, Ba3, B1, B2, B3, Caa1, Caa2, Caa3, Ca, C" seviyeleri kısa dönemde "Not Prime" not düzeyine denk gelmektedir.
İFLAS	**Temerrüd**	Bu grupta bulunan ülkelerin iflası kesindir ve kısa dönem borçlarını ertelemeden ödemeleri neredeyse imkansıza yakın olmaktadır. Uzun vadeli kredi notlarından "D" seviyesine denk gelmektedir.

Kaynak: (www.moodys. com , E.T: 16.02.2019).

2.4.1 Moody's Puanlama Süreci

Moody's yatırımcı servisi küresel çapta bir kredi derecelendirme, araştırma ve risk analizi sağlayıcısıdır. Moody's şirketi tarafından yapılan derecelendirme, ihraççıların daha geniş çapta yatırımcıya ulaşmasını ve daha derin likidite seçeneklerine ulaşma kabiliyeti ile zamanında, piyasaya sunulan borç stratejilerinin oluşturulmalarını sağlamaktadır. Moody's şirketinin puanlama süreci şu aşamalardan oluşmaktadır (www. moodys.com, E.T: 16.02.2019):

1. **Ön katılım,** derecelendirme ilişkisi tanıtım toplantısıyla veya telekonferans yoluyla yapılan görüşmeyle başlamaktadır. Moody's ilk olarak derecelendirme süreci ve ürünlerinin tanımını yapmakta ve derecelendirme faaliyetlerine konu olan kuruluş ile başvuru metni imzalanmaktadır. Bu süreçten sonra Moody's derecelendirme faaliyetine başlamaktadır.
2. **Analitik ekibin atanması,** belirli bir ihraççıya atanan analist veya analistler kredi analizine başlamaktadır.
3. **Bilgi toplama süreci,** ihraççıdan ilgili finansal ve finansal olmayan bilgileri sağlaması istenmektedir. İstenen bilgilerin kesin listesi sektör ve pazara göre değişkenlik göstermektedir.
4. **İhraççı ile etkileşim,** derecelendirme faaliyetini yürüten analistler, ihraççılar, acente veya temsilcileriyle kredi derecelendirme, endüstrideki zayıflıklar ve eğilimler ile ilgili açık görüşmelere katılmaktadırlar.
5. **Analiz,** bilgi toplanmasının ardından baş analist, hem nicel hemde nitel faktörleri göz önünde bulundurarak ihraççının ilk analizini yapmaktadır.
6. **Derecelendirme komitesi,** baş analist bir değerlendirme komitesi tarafından değerlendirilmek üzere tavsiyelerini sunmaktadır. Bu süreçte derecelendirme komitelerinin işlevi çok önemlidir. Derecelendirme komitesi, derecelendirme sürecinin kalitesini, tutarlılığını ve bütünlüğünü teşvik etme mekanizmasını oluşturmaktadır.
7. **Derecelendirme bildirimi,** derecelendirme komitesi bir karara ulaştığında kredi derecelendirme ile ilgili bir dış iletişim taslağı oluşturulmaktadır. Eylem

analisti komitenin kararını bildirmek üzere ihraççıya veya atanan acentesine başvurmaktadır.

8. **Puanı yayınlama,** kredi dereclendirme notları kamuya ücretsiz olarak moodys.com web sitesinden ve büyük finans haber organları aracılığıyla duyurulmaktadır.
9. **Gözetim,** kredi notu yayınlandıktan sonra zaman içerisinde açıkça belirtilen notlar hariç olmak üzere Moody's, uygun görüldüğü şekilde kredi derecelendirmesini sürekli izlemekte ve kredi notunu gerektiği şekilde belirli aralıklar ile güncellemektedir.

Moody's şirketinin derecelendirme faaliyeti gibi karmaşık bir yapıyı kapsayabilecek nicel bir modeli bulunmamaktadır. Moody's ülke derecelendirmesinde nicel ve nitel faktörleri analizi sonucunda karara ulaşmaktadır. Moody's ülke derecelendirmesinde temelde üç konu üzerinde çalışmaktadır. Bunlar (Cailleteau, 2008: 1);

- Ülkelerin ekonomik esnekliği,
- Kamunun finansal sağlamlığı,
- Ülke notuna karar verilmesi.

2.5 Standard and Poor's Rating Service (1923) (ABD)

Moody's gibi derecelendirme kuruluşu tarihine demiryolu şirketlerinin analizini yaparak başlayan bir diğer lider kuruluş Standart and Poors şirketidir. Merkezi New York'ta bulunan S&P, 1860 yılında Henry Varnum Poor tarafından kurulmuştur. Demiryolu şirketlerinin analizini yapan ve Henry ve John Poor kardeşlerin kurduğu Poor's Publıshing Company ile Lethur Lee Blake'in sahibi olduğu Bond Card System ve Edward Shattuch'un sahibi olduğu Bobson Stoch şirketleriye 1913 yılında birleşmesinden sonra Standart Statistics adını almıştır. 1941 yılında Standart Statistics Company ile Poor's Publishing Company şirketlerinin birleşmesi sonucu bugünkü Standart and Poor's adını almıştır. S&P ikinci dünya

savaşının yaşandığı yıllarda da faaliyetlerine devam ederek büyüme sağlamış, 1946 yılına gelindiğinde ise yaptığı analizleri bilgisayar ortamına taşımıştır. McGrow Hill adlı şirketi 1966 yılında bünyesine katarak büyümeye devam etmiştir (Gülmez ve Gündoğan, 2014: 74).

Dünyanın en eski ikinci derecelendirme kuruluşu olan S&P şirketi, 150 yıldan fazla bir süredir faaliyet göstermesinin yanında devlet, kurumsal finans sektörü ve yapılandırılmış finans kuruluşları ve menkul kıymetler üzerine 1 milyondan fazla kredi notunu sahibi konumundadır. 128 ülkede faaliyet göstermekte olan şirket bünyesinde yaklaşık 1500 kredi analistini barındırmaktadır (www.spratings.com, E.T: 17.02.2019).

S&P finansal hizmetler şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Bu hizmetler; kredi derecelendirme, S&P endeksleri, yönetim hizmetleri, eşitlik araştırma, para derecelendirmesi dahil olmak üzere risk çözümleri, değerlendirmeler ve veri hizmetlerinden oluşmaktadır (Akçayır, 2013: 33).

Moody's ile S&P'nin kredi derecelendirme notları birbirlerine benzemekle birlikte sadece notların bazı sembolleri açısından farklılıklar bulunmaktadır. S&P not skalasında "AA ile CCC" notları arasında derecelendirmeyi çeşitlendirmek amacıyla "(+ veya –)" işaret koymaktadır. Örnek olarak "A" notunun sağ tarafına "(+)" konulması ile "(A+)" ülke notu, "AA notundan bir aşağı olmakla birlikte notun A'nın biraz üzerinde olduğunu" ifade etmektedir, Aynı şekilde "A" notunun sağına "(-)" konulması "(A-) notun, "BBB notundan daha iyi ancak A notunun ise aşağısında olduğunu" göstermektedir. Aşağıdaki tabloda S&P'nin uzun vadeli kredi derecelendirmesinde kullanılan not skalasını ve verilen notların anlamlarını, yatırım yapılabilir seviye ve spekülatif not düzeyi gösterilmektedir.

Tablo 9: S&P Uzun Dönemli Kredi Notları ve Anlamları

S&P Uzun Dönemli Not Skalası		
Seviye	**Notlar**	**Uzun Dönemli Notları**
Yatırım Seviyesi	**AAA**	Bu not düzeyine sahip olan ülkeler borcunun anapara ve faizini geri ödeyebilmeleri açısından çok yüksek bir karasiteye sahiptirler. Ülke finansal taahhütlerini yerine getirmekte son derece güçlü kapasiyeye sahiptir.
	AA+	"AAA" not düzeyinden çok az aşağı farka sahip olan bu not grubuna sahip olan ülkeler borçlarının anapara ve faiz ödemeleri taahhütlerinde yüksek geri ödeme kapasitesine sahiptirler.
	AA	
	AA-	
	A+	Bu not düzeyine sahip olan ülkeler borcunun anapara ve faizini geri ödeyebilmeleri açısından güçlü geri ödeme kapasitesine sahiptirler. Ancak bu not düzeyi oluşabilecek herhangi bir ekonomik değişikliğe karşı duyarlılığı daha fazladır. Kısacası finansal taahhütlerini yerine getirebilmeleri açısından ekonomik ve politik etmenler açısından belirli bir risk içermektedir.
	A	
	A-	
	BBB+	Bu not düzeyine sahip olan ülkeler borcunun anapara ve faizini geriye ödeyebilmeleri açısınıdan yeterli bir kapasiteye sahip oldukları kabul edilmektedir. Ancak süreç içerisinde ülkelerin ekonomik yapılarında meydana gelebilecek olumsuzluklara daha fazla maruz kalmakta ve ülkelerin ödeme gücünün zayıflaması ihtimali yüksektir. Bu not düzeyi yatırım yapılabilecek en düşük kredi notunudur.
	BBB	
	BBB-	
Spekülatif Seviye	**BB+**	Bu not grubuna dahil olan ülkelerin ekonomilerinde yakın vadede oluşabilecek risklere daha az savunmasız olmalarının yanında, olumsuz ticari ve finansal ve ekonomik koşullara karşı süregelen belirsizlikler borç ödeme dengelerini etkileyebilmektedir.
	BB	
	BB-	
	B+	Bu not grubuna dahil olan ülkeler olumsuz ticari ve finansal ve ekonomik koşullara karşı daha savunmasızdırlar. Ancak şuanda finansal taahütlerini yerine getirebilmektedirler.
	B	
	B-	
	CCC+	Bu ülke grubunda yer alan ülkeler büyük ihtimalle borç ödemelerini gerçekleştiremeyecek durumda ve çok düşük ödeme kapasitesine sahiptirler.
	CCC	
	CCC-	
	CC	Bu not grubundan "CC" kredi notuna sahip olan ülkelerin ekonomik tabloları çok kötü durumdadır ve borcun geri ödenmemesi kesindir.
	C	
ÇÖP	**DDD**	Bu nota sahip olan ülkelerin iflası (temerrüd) kesindir ve borçlarını ertelemeden ödeyebilmeleri imkansızdır.

Kaynak: (www.spratings.com, E.T: 19.02.2019).

Aşağıdaki tabloda S&P'nin kısa vadeli kredi derecelendirmesinde kullanılan not skalasını ve verilen notların anlamlarını, kısa vadeli not skalasında yatırım yapılabilir seviye ve spekülatif not düzeyi gösterilmektedir.

Tablo 10: S&P Kısa Dönem Kredi Notları ve Anlamları

S&P Kısa Dönem Kredi Derecelendirme Not Skalası		
Seviye	**Notlar**	**Kısa Dönem Notlar**
Yatırım Seviyesi	**A1+**	Bu nota sahip ülkeler kısa vadede finansal taahhütlerini yerine getirebilmeleri açısından en yüksek kapasiteye sahiptirler. Uzun vadeli kredi derecelendirme notlarından "AAA, AA+,AA, AA-" seviyeleri kısa vadede "A1+" not düzeyine karşılık gelmektedir.
	A1	Bu nota sahip ülkeler kısa vadede finansal taahhütlerini yerine getirebilmeleri açısından çok yüksek kapasiteye sahiptirler. Uzun vadeli kredi derecelendirme notlarından "A+, A" seviyeleri kısa vadede "A1" not düzeyine karşılık gelmektedir.
	A2	Kısa vadede bu not düzeyine dahil olan ülkeler finansal taahhütlerini yerine getirebilmeleri açısından iyi olarak kabul edilmektedirler. Uzun vadeli kredi derecelendirme notlarından "A-, BBB+" seviyeleri kısa dönemde "A2" not düzeyine karşılık gelmektedir.
	A3	Kısa vadede bu not düzeyine dahil olan ülkeler finansal taahhütlerini yerine getirebilmeleri açısından yeterli olarak kabul edilmektedirler. Uzun vadeli kredi derecelendirme notlarından "BBB, BBB-" seviyeleri kısa dönemde "A3" not düzeyine karşılık gelmektedir.
Spekülatif Seviye	**B**	Bu not düzeyine sahip olan ülkeler kısa vadede finansal yükümlülüklerini yerine getirebilmeleri ekonomik koşullara bağlı olmaktadır. Uzun vadeli kredi derecelendirme notlarından "BB+, BB, BB-, B+, B, B-" seviyeleri kısa dönemde "B" not düzeyine karşılık gelmektedir.
	C	Kısa vadede bu not düzeyine sahip olan ülkeler finansal taahhütlerini yerine getirebilmeleri çok zordur. Ekonomik yapılarında ciddi sorunlar olabilir. Bu ülkeler iflasın eşiğinde olarak kabul edilmektedir.
İFLAS	**Temerrüd**	Bu not düzeyine sahip olan ülkelerin iflası kesindir. Uzun vadeli kredi derecelendirme notlarından "D" seviyesine karşılık gelmektedir.

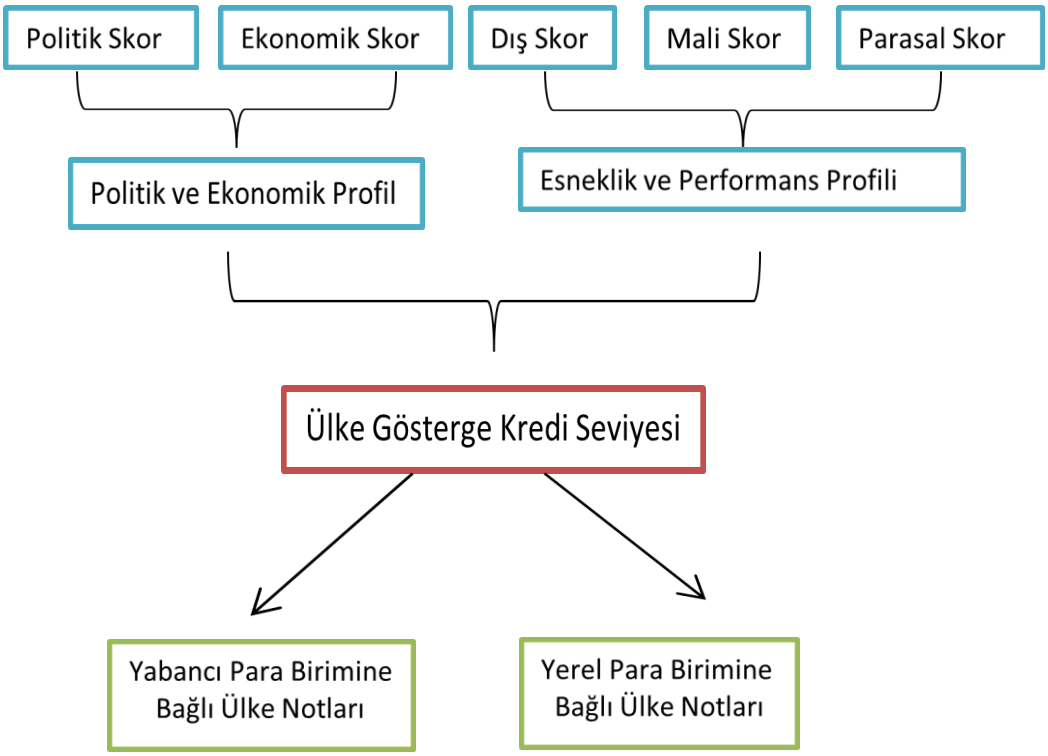
Kaynak: (Şener, 2017: 22).

2.5.1 S&P Ülke Notu Belirleme Yöntem ve Süreci

S&P şirketi değerlemelerinde ülke kredibilitesini temelde beş faktör üzerinden belirlemektedir. Bunlar (Dimitrijevic ve Beers, 2011: 4);

- Politik Skor: Ülkelerin kurumsal etkinliğini ve politik riskini yansıtmaktadır.
- Ekonomik Skor: Ülkelerin ekonomik yapısını, durumunu, kapasitesini, gücünü ve büyümeyi yansıtmaktadır.
- Dış Skor: Dış likiditeyi ve uluslararası yatırım pozisyonunu yansıtmaktadır.
- Mali Skor: Ülkenin mali performansını ve etkinliğini yansıtmaktadır.
- Parasal Skor: Ülkelerin parasal piyasalardaki performansını yansıtmaktadır.

Şekil 7: S&P Ülke Kredi Notu Belirleme Metodu



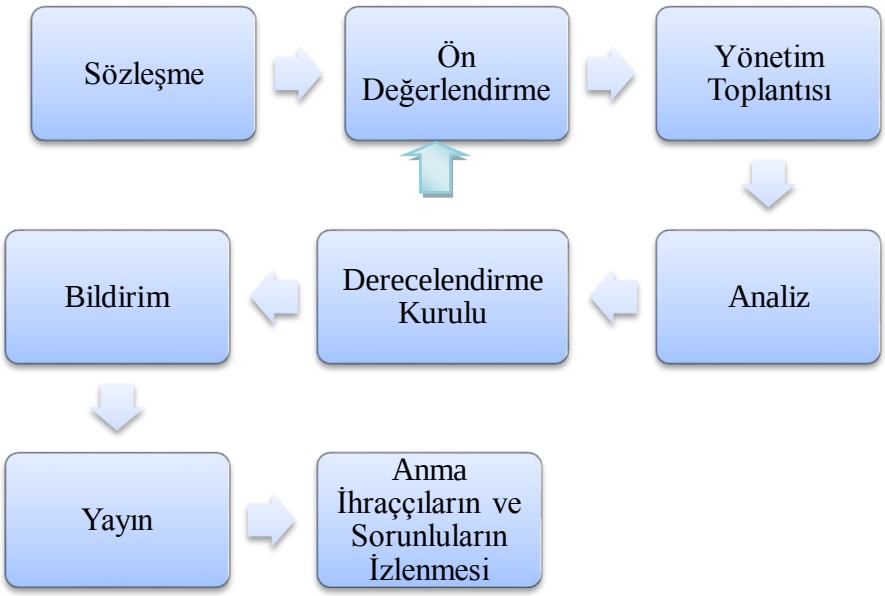
Kaynak: (www.spratings.com, E.T: 19.02.2019).

S&P şirketinin ülke değerlemesinde kullandığı 5 ana faktörden her biri 1 ile 6 puan arasında puanlandırılır. Faktörlerin puanlandırılmasında kullanılan 1 puanı en iyi durumu, 6 ise en kötü durumu ifade etmektedir. Buradaki puanlar hem nicel hemde nitel faktörlerden etkilenmektedir. Faktörlerin puanlandırılmasının ardından Politik ve Ekonomik Skorlardan, Politik ve Ekonomik Profil elde edilmektedir. Dış skor, Mali skor ve Parasal skorlardan, Esneklik ve Performans profili elde edilmektedir. Bu süreçte elde edilen iki profilden ise "ülke gösterge kredi seviyesi" elde edilmektedir (Kabadayı, 2012: 11-12).

S&P şirketinin ülkelerin kredi derecelendirme notunu belirlendiği süreçte ilk olarak sözleşme imzalanmakta ardından ön değerlendirme çalışmaları yapılmaktadır. Bu iki adımdan sonra yönetim toplantısı yapılıp analize başlanmaktadır. Analiz

işlemi derecelendirme kurulu tarafından sonuçlandırılmasından sonra sonuca ilişkin bildirim yapılmaktadır. Değerlendirme sonucu basın yayın organları aracılığıyla yatırımcıların bilgi sahibi olabileceği bir şekilde duyurulmaktadır (www. spratings.com, E.T: 19.02.2019).

Şekil 8: S&P Kredi Derecelendirme Notu Belirleme Süreci



Kaynak: (www.spratings.com, E.T: 19.02.2019).

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

Global derecelendirme sektörünün lider ilk üç şirketi arasında yer alan Fitch, 24 Aralık 1913 yılında John Knowles Fitch tarafından kurulmuş ve ilk olarak "Fitch Yayıncılık Şirketi" adı altında ve faaliyetlerine şirketlerin performanslarıyla ilgili çalışmalar yaparak başlamıştır. Şirket marka adını kurucusunun soyadından almaktadır. Fitch, ABD' de genel olarak kabul görmüş ilk Avrupa kökenli derecelendirme kuruluşu olmasının yanı sıra S&P ve Moody's den sonra global derecelendirme piyasasının üçüncü büyük aktörü olarak kabul edilmektedir. Fitch şirketinin asıl merkezi Londra ve New York'ta bulunmaktadır. Fitch'in en büyük şubeleri ise Tokyo, Paris ve Barselona'da bulunmaktadır (Kılıç, 1989).

Fitch, günümüzde halen kullanılmakta olan "AAA' dan D' ye kadar" üç harfli derecelendirme sistemini 1924 yılında ilk kez kullanan şirkettir. Şirket, "Fitch Borçlanma Senedi Kitabı" ve "Fitch Hisse Senedi ve Borçlanma Senedi Kılavuzu" yayınlarıyla derecelendirme piyasasında tanınmıştır. 1929 yılında yaşanan Ekonomik Bunalım ve 1931 yılında yaşanan Wall Street'in çöküşü ile birlikte şirketin önemi daha da artmıştır. Şirket, 1975 yılında "Ulusal Olarak Tanınmış İstatistiksel Derecelendirme Kuruluşları (NRSRO) arasına girmiş ve ilk defa Securities and Exchanges Commission (SEC) tarafından ilan edilen derecelendirme kuruluşundan biri olarak kabul edilmiştir (Tekin, 2016: 189). İlk olarak bankaların derecelendirmesi ile ilgilenen ve uzmanlaşan şirket daha sonra faaliyet alanını genişleterek diğer sektörlerdeki firmaların derecelendirmesini de yapmaya başlamıştır. 1989 yılına gelindiğinde sermaye yapısını ve yönetim ekibini yeniden düzenlemiş ve şekillendirmiştir. Şirket, 1932 yılında kurulan Duff&Phelps ve 1989 yılında kurulan IBCA şirketi ile 2000 yılında birleşmiş ardından Bank Watch Birliğini satın almıştır. Şirket Fitch IBCA ismini 2002 yılında Fitch Ratings olarak değiştirmiştir (Akçayır, 2013: 35).

Fitch, 31 ülkede, 38 ofiste varlığını sürdürmekte ve bünyesinde 1100 analist barındırmaktadır. Fitch şirketi 2015 yılında itibaren bünyesinde bağımsız olarak dört departman ile hizmet vermektedir. Bu bölümler (www.fitchsolutions.com, E.T: 23.02.2019):

- **Fitch Ratings,** kredi derecelendirme faaliyetini yerine getirmekte ve kredi derecelendirme araştırmasını yapmaktadır.
- **Fitch Solutions,** bu bölüm hem kredi piyasalarının verilerini hemde analitik ölçüm, risk ölçüm hizmetlerini sunmaktadır.
- **Fitch Learning,** eğitim ve geliştirme merkezi olarak görev yapmaktadır. New York, Singapur, Hong Kong ve Dubai'de merkezleri bulunmaktadır.
- **BMI Research,** bu bölüm bağımsız olarak ülke risklerini ve endüstri analizlerini yapmaktadır. New York, Singapur ve Güney Amerikada ofisleri bulunmaktadır.

Fitch şirketinin yapılan derecelendirme sonucunda açıkladığı uzun dönemli not skalasını, yatırım yapılabilir ve spekülatif seviyeleri, derecelendirme notlarını ve bu notların anlamları aşağıdaki tabloda belirtilmektedir.

Tablo 11: **Fitch Uzun Dönem Kredi Notları ve Anlamları**

Fitch Uzun Dönemli Not Skalası		
Seviye	**Notlar**	**Uzun Dönemli Notları**
Yatırım Seviyesi	**AAA**	Bu not düzeyi "en yüksek kredi kalitesini", aynı zamanda da "en düşük kredi riskini" göstermektedir. Bu not düzeyine sahip olan ülkeler finansal taahhütlerini yerine getirmede en yüksek kapasiteye sahiptirler. Bahse konu olan yüksek kapasitenin herhangi bir olumsuzluktan etkilenmesinin yüksek seviyede ihtimal dahilinde olmadığını göstermektedir.
	AA+	Bu not düzeyi "çok yüksek kredi kalitesini" aynı zamandan da "çok düşük kredi riskini" göstermektedir. Bu not düzeyine sahip olan ülkeler finansal taahhütlerini yerine getirmede yüksek kapasiteye sahiptirler. Bu kapasitenin öngörülen olumsuzluklar karşısında etkilenmesi yüksek seviyede ihtimal değildir.
	AA	
	AA-	
	A+	Bu not düzeyi "yüksek kredi kalitesini" aynı zamanda da "düşük kredi riskini" göstermektedir. Bu not seviyesine sahip olan ülkelerin finansal taahhütlerini yerine getirme kapasitesinin güçlü olduğu kabul edilmektedir. Buna rağmen bu ülkelerin bazı ekonomik şartlardan ve olumsuzluklardan etkilenmeye açık yapılarının olduğunu göstermektedir.
	A	
	A-	
	BBB+	Bu not düzeyi ülkelerin "iyi kredi kalitesine" sahip olduğunu göstermektedir. Bu not düzeyine sahip ülkeler finansal taahhütlerini yerine getirmede yeterli kapasiteye sahiptirler. Ancak bu ülkeler ekonomik koşullardaki değişmelerin ve olumsuzlukların bu kapasiteye zarar vermesi muhtemel olduğunu göstermektedir. Bu not düzeyi en düşük yatırım yapılabilir not kategorisini göstermektedir.
	BBB	
	BBB-	
Spekülatif Seviye	**BB+**	Bu not düzeyi ülkelerin "spekülatif" olduklarını ve ekonomik koşullarda oluşabilecek olumsuz durumlara bağlı olarak kredi riskinin yükselme olasılığının olduğunu göstermektedir. Bu not düzeyi aynı zamanda bu koşullara rağmen finansal taahhütlerin yerine getirilmesi için alternatiflerin var olduğunu ifade etmektedir.
	BB	
	BB-	
	B+	Bu not düzeyi ülkelerin "önemli ölçüde spekülatif" olduğunu ifade etmektedir. Bu not düzeyi ülkelerin kredi risklerinin varlığını fakat sınırlı bir emniyet marjının kaldığını göstermektedir. Finansal taahhütler halihazırda karşılanabilmekte ancak ilerleyen süreçte taahhütlerinin karşılanmasının iş ve ekonomi çevresine bağlı olduğunu ifade etmektedir.
	B	
	B-	
	CCC	Bu not düzeyi ülkelerin "yüksek ödeme risklerinin" olduğunu ifade etmektedir. Bu not düzeyi ülkelerin finansal taahhütlerini yerine getirebilmesinin bir olasılık olduğunu ifade etmektedir. Finansal taahhütlerini karşılama olasılığı iş ve ekonomik gelişmelere bağlı oldunu göstermektedir.
	CC	
	C	
İFLAS	**DDD**	Bu not düzeyine sahip ülkelerin "iflası (temerrüdü)" kesindir ve finansal taahhütlerin ertelenmeden yerine getirilmesinin imkansız olduğunu göstermektedir.

Kaynak: (www.fitchratings.com, E.T: 25.02.2019).

Aşağıdaki tabloda Fitch'in kısa dönem kredibiliteyi değerlendirmesi sonucu kullanılan not skalasını, kredi derecelendirme notlarını ve bu notların anlamlarını, yatırım yapılabilir düzey ve spekülatif seviye gösterilmektedir.

Tablo 12: Fitch Kısa Dönem Kredi Notları ve Anlamları

Fitch Kısa Dönem Kredi Derecelendirme Not Skalası		
Seviye	**Notlar**	**Kısa Dönem Notlar**
Yatırım Seviyesi	**F1+**	Bu nota sahip ülkeler kısa vadede finansal taahhütlerini yerine getirebilmeleri açısından "en yüksek kredi kalitesine" sahiptirler. Uzun vadeli kredi derecelendirme notlarından "AAA, AA+,AA, AA-" seviyeleri kısa vadede "F1+" not düzeyine karşılık gelmektedir.
	F1	Bu nota sahip ülkeler kısa vadede finansal taahhütlerini yerine getirebilmeleri açısından "yüksek kredi kalitesine" sahiptirler. Uzun vadeli kredi derecelendirme notlarından "A+, A" seviyeleri kısa vadede "F1" not düzeyine karşılık gelmektedir.
	F2	Kısa vadede bu not düzeyine dahil olan ülkeler finansal taahhütlerini yerine getirebilmeleri açısından "iyi kredi kalitesine" sahip oldukları kabul edilmektedir. Uzun vadeli kredi derecelendirme notlarından "A-, BBB+" seviyeleri kısa dönemde "F2" not düzeyine karşılık gelmektedir.
	F3	Kısa vadede bu not düzeyine dahil olan ülkeler finansal taahhütlerini yerine getirebilmeleri açısından "yeterli kredi kalitesine" sahip oldukları kabul edilmektedir. Uzun vadeli kredi derecelendirme notlarından "BBB, BBB-" seviyeleri kısa dönemde "F3" not düzeyine karşılık gelmektedir.
Spekülatif Seviye	**B**	Bu not düzeyine sahip olan ülkeler kısa vadede finansal yükümlülüklerini yerine getirebilmeleri ekonomik koşullara bağlı olmakta ve "spekülatif" olarak kabul edilmektedir. Uzun vadeli kredi derecelendirme notlarından "BB+, BB, BB-, B+, B, B-" seviyeleri kısa dönemde "B" not düzeyine karşılık gelmektedir.
	C	Kısa vadede bu not düzeyine sahip olan ülkeler finansal taahhütlerini yerine getirebilmeleri çok zordur ve "yüksek ödeme riski" olan ülkelerdir. Ekonomik yapılarında ciddi sorunlar olabilir. Bu ülkeler iflasın eşiğinde olarak kabul edilmektedir. Uzun vadeli kredi dereclendirme notlarından "CCC, CC, C" seviyeleri kısa vadede "C" not düzeyine karşılık gelmektedir.
İFLAS	**Temerrüd**	Bu not düzeyine sahip olan ülkelerin iflası kesindir ve borçlarını ertelemeden ödeyebilmeleri neredeyse imkansızdır. Uzun vadeli kredi derecelendirme notlarından "DDD, DD, D" seviyesine karşılık gelmektedir.

Kaynak: (www.fitchratings.com, E.T: 25.02.2019).

2.6.1 Fitch Ülke Notu Belirleme Yöntem ve Süreci

Fitch şirketi, ülkelerin anapara ve faiz ödemelerinden kaynaklanan yükümlülüklerini karşılama isteklerini ve kapasitelerini değerlendirme süresince hem niteliksel hemde niceliksel yöntemler kullanarak analiz etmektedir. Fitch'in ülkelerin

kredi notlarını tespit etme sürecinde dikkate aldığı faktörler şunlardır (Kabadayı, 2012: 23-24):

- Ülkenin makro ekonomik performansı ve beklentiler,
- Ülke ekonomisinin yapısal özellikleri, olası olumsuzluklar karşısında makroekonomik istikrar ve politik risk,
- Kamu borçlarının yapısı ve sürdürülebilirliği,
- Dış finans; uluslararası ticari denge ve sürdürülebilirlik, cari denge, sermaye hareketleri, kamu ve özel sektör açısından dış borcun yapısı gibi faktörleri dikkate almaktadır.

Fitch, kredi derecelendirmesinde yerel para birimine bağlı ülke kredi notları ve yabancı para birimine bağlı ülke notlarını uzun dönemli ve kısa dönemli olmak üzere derecelendirmektedir. Uzun dönem ve kısa dönem arasında ayrım yapılırken ölçüt 13 aydır. Bu ayrıma göre 13 aya kadar vadesi olan borçlanmalar kısa dönemli, 13 aydan fazla süreli olan borçlar uzun vadeli olarak değerlendirilmektedir. Kısa ve uzun dönemli derecelendirme notu alan ülkelerde yerel para birimine bağlı kısa dönemli notlar ülkelerin kendi iç piyasalarına müdahaleleri daha kolay olduğundan daha yüksek olabilmektedir.

2.7 Japan Credit Rating Agency (Japonya) (1985)

1985 yılında kurulan Japan Credit Rating Agency (JCR) şirketinin merkezi Tokyo'da bulunmaktadır. Global çapta hizmet veren kredi derecelendirme şirketleri arasında Moody's, S&P ve Fitch' den sonra en popüler şirkettir (Şen, 2014: 37). JCR'in 109 ortağı bulunmakta ve ortaklar arasında Japonya'nın önde gelen sigorta şirketleri ve yatırım bankaları ile birlikte Norinchukin Bank ve Bank of Tokyo ve Mitsubishi gibi önemli kuruluşlar bulunmaktadır. JCR şirketi 2007 yılında NRSRO tarafından tanınmış, 2010 yılında External Credit Assessment Institution (ECAI) tarafından yetkilendirilmiştir. 2011 yılında Avrupa Birliği tarafından tanınmıştır. JCR 2007 yılında, Avrasya Derecelendirme A.Ş adı altında Türkiye'de hizmet

vermeye başlamıştır. JCR şirketinin sağladığı derecelendirme hizmetleri, orta vadeli ve uzun vadeli tahviller, finansman bonosu, öncelikli borç derecelendirmesi, hayat ve hayat dışı sigorta şirketlerinin yükümlülüklerini yerine getirebilme kapasitesini ve yapılandırılmış finansman işlemlerini derecelendirmektedir (https://www.jcr.co.jp/en/service/company/regu/, E.T: 27.02.2019).

JCR şirketi kredi derecelendirmesinde kullandığı not skalası ve semboller S&P ve Fitch şirketleriyle aynıdır. Derecelendirme kuruluşları tarafından verilen notlar vadelerine göre kısa ve uzun vadeli olarak ayrılırken, türlerine göre ise uluslararası döviz cinsinden, uluslararası yerel para cinsinden ve ulusal yerel para cinsinden olmak üzere üç gruba ayrılmaktadır. JCR şirketi ve ayrıca S&P ve Fitch şirketleri uzun dönem kredi derecelendirmesi açısından AAA ve D arasında değişen notları kullanmaktadırlar. Bu not skalasında AAA ve Aaa verilebilecek en iyi kredi notlarını temsil etmekte C ve D notlarılarına doğru inildikçe en kötü risk derecesini ifade etmektedir.

JCR şirketinin kısa dönemli derecelendirme puanlarını incelediğimizde yine S&P ve Fitch' in aynı düzey puanlarına karşılık geldiği görülmektedir. JCR' in kısa dönemli yatırım yapılabilir puanları; J-1+ notu çok yüksek geri ödeme kapasitesini göstermekte, J-1 notu yüksek geri ödeme kapasitesini ve J-2 notu uzun dönemde BBB notuna karşılık gelmekte ve anlam olarak anapara ve faiz ödemelerini yerine getirmekte yeterli kapasitenin olduğunu göstermektedir. J-3, NJ ve D spekülatif notları oluşturmaktadırlar. J-3 notu spekülatif nitelikte olup ülkelerin ekonomik koşullardan etkilenebileceğini ifade etmekte, NJ notu anapara ve faiz ödeme gücü zayıf ülkeleri ifade etmekte ve yüksek risk ve minimum güven düzeyini ifade etmektedir. D notu ise iflas durumunu ve borçların zamanında ödenmesinin neredeyse imkansız olduğunu göstermektedir (https://www.jcr.co.jp/en/service/company/regu/, E.T: 27.02.2019).

2.8 Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına Yönelik Eleştiriler ve Kuruluşların Sebeb Olduğu Skandallar

Kredi derecelendirme kuruluşları süregelen zaman içerisinde piyasadaki güçlerini ve piyasalardaki etkinliklerini arttırmaları ile birlikte bu kuruluşlara karşı yapılan eleştiriler artmıştır. Yapılan çalışmalarda bu kuruluşlara karşı eleştiriler aşağıdaki gibi sıralanabilir (Öztürk ve Gür, 2011:75):

- Erken uyarı mekanizmasının işlevinin aksaması,
- Yapılan not indirimleri sırasında piyasaların daha kötüleşmesi,
- Olası olumsuz süreçlerde büyük not indirimlerinin yapılması fakat yapılan not artırımlarının küçük miktarlarla sınırlı kalması,
- Kuruluşlarının metodolojilerin açık olmaması,
- Finansal düzenlemelerde kredi notuna karşı duyulan aşırı bağımlılık,
- Kredi notlarının kredi riski ifade etmeleri açısından yetersiz kalmaları,
- Menkul kıymet ihraç eden şirketlerin kredi derecelendirme kuruluşlarına ücret ödemesi gibi konular bu kuruluşlara yapılan başlıca eleştirilerdir.

Kredi derecelendirme kuruluşları, piyasada oluşan durumlara karşı geç reaksiyon göstermeleri, derecelendirme konusundan hata yapmaları, derecelendirme faaliyetleri esnasında tarafsız olmamaları gibi konularda eleştirilere uğramaktadırlar. Erken uyarı mekanizmasının aksaması açısından örneğin, Güney Amerika ülkelerinde yaşanan borç krizinde, 2001 yılında yaşanan Arjantin'in ekonomik çöküşünde, Enron şirketi iflasında, ABD'de yaşanan "mortgage" krizinde göstermeleri gereken reaksiyonu gösterememeleri nedeniyle birçok eleştirilere maruz kalmışlardır (Erkan ve Demircioğlu, 2010: 118).

Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından yapılan not açıklamalarının kısacası not indirimlerinin söz konusu ülkenin finansal olanaklarını daha da kötüleştirmesi ve piyasanın kırılganlığını arttırması açısından eleştirilmektedirler.

Özellikle açıklanan not indirimleri sonrasında söz konusu ülke varlıklarından çıkan yatırım fonları ve derecelendirme işlemine konu olan ülke varlıklarının likiditesinin azalmasına bağlı olarak borçlanma imkanlarının daralması ile finansal taahhütlerini yerine getirmekte zorlanan ülkeleri daha yüksek maliyetle borçlanmasına yol açmakta bunun sonucunda ülke risklerini daha da arttırmaktadır. Bu durumlar döngüsüne bağlı olarak kredi derecelendirme kuruluşları, finans piyasalarının kırılganlığını daha da arttırmakta ve sistematik krizlere yol açabilmektedirler (Öztürk ve Gür, 2011: 75).

Derecelendirme kuruluşları tarafından ülke kredi notlarının birden fazla kademe artırıldığının görülmemesi ancak not indirimlerinin birden fazla kademe olarak gerçekleştirilebilmesi kredi derecelendirme kuruluşlarına yapılan diğer bir eleştiri konusudur. Bu şekilde yapılan not indirimleri, derecelendirme kuruluşlarının ülkeler hakkında çok sağlıklı analizler yapamadıklarını veya ülke notlarının güvenilir olmadıkları yönündeki endişeleri desteklemektedir.

Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından yürütülen yöntemlerin standart olduğu buna rağmen metodolojilerinin yeterince açık olmaması bu kuruluşlara yöneltilen bir diğer eleştiri unsurunu oluşturmaktadır. Derecelendirme kuruluşları kullandıkları yöntem raporlarını zaman zaman güncelleyip ve yayınlamalarına rağmen not verme sürecine açıklık getirmeleri açısından yetersiz kalmaktadırlar. Derecelendirme kuruluşları not verme sürecinde; sürecin nasıl işlediği, sürecin hangi faktörlerden etkilendiği ve bu faktörlerin ağırlıklandırmaları, iki benzer ülke arasında karşılaştırmanın nasıl yapıldığı, ülkelerin siyasi durumu ve niteliksel faktörlerin ülke derecelendirmesini ne derecede etkilediği gibi hususlar net olarak açık değildir.

Menkul kıymet ihraç edenlerin derecelendirme kuruluşlarına ücret ödemeleri ve bu duruma bağlı olarak oluşan kredi derecelendirme kuruluşları ile ihraç edenler arasındaki "danışıklı dövüş" algısı eleştirilmekte olan bir başka hususdur. Derecelendirme kuruluşları, varlıklarını ve prestijlerini sağlıklı bir şekilde sürdürebilmeleri açısından bu tarz davranışlardan uzak durduklarını ifade etmelerine

karşın kuruluşların ihraççılara verdikleri hizmetin karşılığında aldıkları ücret algısal olarak "daha yüksek ücret daha fazla not" gibi endişelere sebep olmakta ve bu gibi sebepler nedeniyle kuruluşlar henüz bu endişeleri gidememişlerdir (Harmancı, 2013: 35-37).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının genel olarak güvenilirliklerinin sorgulanmasına neden olan olaylar aşağıdaki başlıklardan oluşmaktadır (Akçayır, 2013: 81-89):

- Parmalat skandalı,
- Enron skandalı,
- Worldcom skandalı,
- Lehman Brothers skandalı,
- ABD Moody's skandalı,
- Türkiye S&P, Moody's ve Fitch skandalları, derecelendirme kuruluşlarının güvenilirliklerinin sorgulanmasına neden olan olaylardır.

Derecelendirme kuruluşları ile ilgili yukarıda sayılan hususların ve bilgilerin yanı sıra kredi derecelendirme kuruluşlarının yatırımcıya bilgi vermeleri açısından önemli ve gerekli oldukları tartışılamaz ancak güvenilirlikleri ve tarafsızlıkları tartışılması gereken bir husustur. Bu kuruluşlar yüzyılı aşkın geçmişleriyle neo-liberal düzenin olmazsa olmaz unsurlarıdır ancak bir ülkenin veya şirketin ekonomisi hakkında verdikleri bir not ile söz konusu ülke veya şirketler üzerinde uzun süreli etkiler yaratmaları bu kuruluşların var olma sebepleri dışına çıkmadan daha iyi nasıl hizmet verebilecekleri tartışılması gerekmektedir (Demir ve Eminer, 2014: 110).

III. BÖLÜM

3. GELİŞMEKTE OLAN PİYASALAR VE KREDİ DERECELENDİRMELERİ

Tez çalışmasının üçüncü bölümünde, gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalar arasındaki ayrımı ve bu piyasaların özellikleri, gelişmekte olan ülkelerdeki güncel kredi derecelendirmelerini, uluslararası denetim kurumları ve gelişmekte olan piyasalarda yaşanan finansal krizler ve ekonomik kırılganlıklar anlatılacaktır.

3.1 Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Piyasa Ayrımı

Basit anlamdaki tanımıyla gelişmekte olan piyasalar, ekonomide gelişmiş piyasaların bir altında yer alan piyasalardır (Bruner, 2003: 6). Başlıca temel göstergeler açısından gelişmekte olan piyasalar, kişi başı gelir düzeyinin düşüklüğü, gelir dağılımının bozukluğu, kamu gelirlerinin ve yatırımlarının azlığı, gelişmiş ülkelere göre kayıt dışı ekonominin daha fazla olması, sermaye birikiminin ve girişimcilik çalışmalarının yetersizliği ve uluslararası sermayeye olan ihtiyacın fazla olduğu, uygulanan yüksek vergi oranları en temel göstergeler olarak görülmektedir. Yatırımcıların gelişmekte olan piyasaları tercih etme nedenleri incelendiğinde yatırımcılar portföy risklerinin minimuma indirgemek ve beklenenen getirilerini arttırmak amacıyla portföylerini çeşitlendirmekte ve gelişmekte olan piyasaları tercih etmektedirler (Demir, 2010: 3).

Gelişmekte olan ülkelerin doğal olarak en temel hedefleri gelişmiş ülkeler statüsüne dahil olabilmektir. Ancak bu ülkelerin gelişmiş ülkeler statüsüne ulaşabilmeleri için birtakım normlara ulaşmış olmaları ve kalkınmalarını sağlayabilmeleri gerekmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin kalkınmadaki öncelikleri aşağıdaki gibi sıralanabilir (DPT, 2000: 3):

- Sürdürülebilir ekonomik büyümeyi sağlamak,
- Mevcut yatırımları arttırmak,
- Global anlamda ihracat gücünü arttırmak,
- Nitelikli ve daha fazla istihdam gücü yatırılmasını sağlamak,
- Teknolojik gelişmeleri yakalayabilmek ve sağlam temellere dayandırmak,
- Gelecek nesillere daha yaşanabilir bir çevre bırakmak, kalkınmanın öncelikleri olarak görülmektedir.

Gelişmekte olan piyasalar kavramı ilk kez 1981 yılından International Finance Corparation (IFC) çalışanı Antonia W. Van Agtmael tarafından kullanılmıştır (Mimaroğlu ve Özgen, 2008).

Ülkeler arasında gelişmişlik (az gelişmiş, gelişmekte olan, gelişmiş) açısından tarihi süreç incelendiğinde ülkeler arasındaki bu ayrımın ortaya çıkışı sanayi devrimine kadar gitmektedir. Sanayi devriminden önce ülkelerin sahip oldukları üretim teknolojileri açısından gelişmişlik düzeyi anlamında önemli bir farklılık olmadığı görülmektedir. Ülkeler üzerine üç çeşit gelişmişlik sınıflandırılması yapılmaktadır. Bunlar; gelişmemiş ülkeler, gelişmekte olan ülkeler ve gelişmiş ülkelerden oluşmaktadır. (Dinler, 2009: 571).

Ülkeler gelişmişlik düzeyleri bakımından sınıflandırılırken çeşitli göstergeler göz önünde bulundurulmaktadır. İlk başta kişi başına düşen milli gelir olmak üzere, ülkelerin gayri safi yurtiçi hasılası (GSYH), insani gelişme endeksi, yaşam standartları, ekonomik gelişmişlik, sanayi altyapısının yeterliliği, teknolojik gelişmeler karşısında uyum, eğitim, sağlık ve sosyal ulaşım gibi ölçütler kullanılmaktadır (Yılmaz, 2011: 28-30).

Ülkelerin gelişmişlik düzeylerine göre sınıflandırılması uluslararası üç farklı kuruluş tarafından farklı kriterler esas alınarak gerçekleştirilmektedir. Bu kuruluşlar; Dünya Bankası (WB), Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Birleşmiş Milletler Kalkınma Programı (UNDP)'dır (Nielsen, 2011: 7-8).

3.1.1 Dünya Bankası (WB)'na Tarafından Yapılan Ayrım

Dünya bankası yaptığı sınıflamada kişi başına düşen Gayri Safi Milli Gelir (GSMG) ölçütünü kullanmakta olup yılda dört kez ABD doları cinsinden değer biçilmek üzere ülke ekonomilerini, düşük gelirli ülkeler, düşük-orta gelirli ülkeler, üst-orta gelirli ülkeler ve yüksek gelirli ülkeler olmak üzere sınıflandırmaktadır (Fantom ve Serajuddin, 2016: 2).

Dünya Bankası'nın Atlas yöntemini kullanarak Milli Gelir üzerinden yaptığı 2018 yılı sınıflandırmasında, düşük gelirli ekonomiler 995$ kişi başı ortalama GSMG ve daha altında gelire sahip olmaktadırlar. Düşük-orta gelirli ekonomiler 996-3895 arasında kişi başı GSMG'e sahip olmaktadırlar. Üst-orta gelirli ekonomiler 3896-12.055 arasında kişi başı GSMG'e sahip olmaktadırlar. Yüksek gelirli ekonomiler ise 12.055$'dan daha fazla kişi başı GSMG'e sahiptirler (https://blogs.worldbank.org, E.T: 13.03.2019).

Tablo 13: Dünya Bankası (WB) 2018 Yılı Ülke Sınıflandırması

Ekonomiler	**2018 Yılı Ortalama Kişi Başına Yıllık Gelir (GSMG)**
Yüksek Gelirli	12.055$ üzeri
Üst-Orta Gelirli	3.896-12.055 arası
Düşük-Orta Gelirli	996-3.895 arası
Düşük Gelirli	995$ veya daha az

Kaynak: (https://blogs.worldbank.org, E.T: 13.03.2019).

Dünya Bankası' nın yaptığı bu sınıflandırmada düşük ve orta gelir grubuna giren ülkeleri gelişmekte olan ekonomiler olarak tanımlamaktadır. Bunun sebebi ise, bu gruba dahil olan ülkeler hem benzer bir gelişme göstermekte hemde tercih edilen son gelişme aşamasına gelememiş olmalarıdır (Nielsen, 2011: 13).

3.1.2 Uluslararası Para Fonu (IMF) Tarafından Yapılan Ayrım

Uluslararası Para Fonu tarafından sınıflandırma her yıl iki kez "Dünya Ekonomik Görünümü (DEG)" raporunda ülke sınıflandırmasında dünyayı iki gruba ayırmaktadır. Bu iki grup; Gelişmiş ekonomiler, yükselen ve gelişmekte olan ekonomilerden oluşmaktadır. Uluslararası Para Fonu tarafından yapılan ayrımda "Gayri Safi Yurtiçi Hasıla" açısından en büyük yedi ülke (Yediler Grubu G-7) adıyla adlandırılan başta ABD, Japonya, Fransa, İtalya, İngiltere, Kanada, Almanya başlıca gelişmiş ekonomileri oluşturmaktadırlar. Uluslararası Para Fonu tarafından yükselen ve gelişmekte olan ülkeler ise gelişmiş ülkeler dışında kalan tüm ülkeleri kapsamaktadır. Yükselen ve gelişmekte olan ülkelerin dünyadaki dağılımında; Orta ve Doğu Avrupa ile Bağımsız Devletler Topluluğu (BDT), gelişmekte olan Asya ile Latin Amerika ve Karayipler, Orta ve Kuzey Afrika ile Sahra-altı Afrika şeklinde dağılmaktadır (Palandökenlier, 2018: 11).

Yükselen ve gelişmekte olan ekonomiler alışılagelmiş sınıflandırmanın yanı sıra analitik kriterlere göre de sınıflandırılmaktadır. Bu kriterler; ülkelerin ihracat gelirlerinin kompozisyonu ve diğer yurtdışından gelen gelirleri yansıtmaktadır (IMF, 2012: 177-178).

3.1.3 Birleşmiş Milletler Kalkınma Programı (UNDP) Tarafından Yapılan Ayrım

Global çapta ülkelerin arasındaki gelişmişlik seviyesinin saptanmasında ekonomik kriterlerin yanı sıra sosyal refah göstergeleri de bu konuda önemli bir ölçüt olarak görülmektedir. Bu anlamda 1990 yılı ve sonrasında Birleşmiş Milletler Kalkınma Programı (UNDP) tarafından ülkelerin gelişmişlik seviyesini ölçmek amacıyla "İnsani Gelişmişlik Endeksi (İGE)" kullanılmaktadır. Kısacası Birleşmiş Milletler Kalkınma Programı ülkelerin sosyoekonomik gelişmişliklerini saptamak ve

karşılaştırmak amacıyla çeşitli kriterleri kullanarak İGE' ni geliştirmiştir (Erol, 2011: 100).

1990 yılında Birleşmiş Milletler Kalkınma Programı tarafından yayınlanan İnsani Geliştirme Raporu (İGR) ile sağlık sahibi olmak, eğitim imkanlarından faydalanma ve iyi yaşam standartlarına sahip olma özgürlüğünü belirten "insanların seçimlerini genişletme" nin süreci ile insani gelişim tanımlanmıştır (UNDP, 2010: 2).

İnsani Gelişme Endeksi açısından, bir ülkenin ekonomik gelişiminin saptanmasında göz önüne alınacak ölçütün sadece ekonomik büyüme olmadığı ve bunun yanında nihai kriterlerin kişiler ve kişilerin kapasiteleri olduğu vurgulanmaktadır (UNDP, 2010).

Birleşmiş Milletler Kalkınma Programı tarafından 2005 yılında yayınlanan İnsani Kalkınma Raporu (İGR) ile insani kalkınmada üç temel boyut üzerinde durulmaktadır (UNDP, 2005: 341);

- Doğum ile birlikte yaşam beklentisi açısından ölçülen sağlıklı ve uzun yaşam,
- Yetişkin okur-yazar oranı ve brüt okula kayıt oranıyla birlikte ölçülebilen bilgi,
- Satın alma gücü paritesine göre dönüştürülmüş Gayri Safi Yurtiçi Hasıla açısından ölçülebilen iyi bir yaşam standardı.

İnsani Gelişme Endeksinde ülkeler açısından yapılan sınıflandırmada değerler 0 ile 1 arasındadır. Ülkelerin aldığı değer 1'e yaklaştıkça insani gelişim açısından başarılı olduklarını, değer sıfıra yaklaştıkça ise endeks insani gelişim açısından başarısız olduklarını ifade etmektedir (Karabulut ve diğerleri, 2009: 6).

Tablo 14: Birleşmiş Milletler Kalkınma Programı 2018 Yılı İnsani Gelişim Sınıflaması

2018 Yılı İnsani Gelişim Sınıflaması	Oranlar
Çok Yüksek İnsani Gelişmeye Sahip Ülkeler	0.800 ve üstü
Yüksek İnsani Gelişmeye Sahip Ülkeler	0.700-0.799 arası
Orta İnsani Gelişmeye Sahip Ülkeler	0.550-0.699 arası
Düşük İnsani Gelişmeye Sahip Ülkeler	0.550 altında

Kaynak: (http://.hdr.undp.org, E.T: 13.03.2019).

Birleşmiş Milletler Kalkınma Programı tarafından yapılan sınıflandırmaya göre düşük insani gelişim düzeyinde olan ülkeler, 0,550'nin altından değerler almaktadırlar. Orta insani gelişim düzeyindeki ülkeler, 0,550-0,699 arasındaki değerleri almaktadırlar. Yüksek insani gelişmeye sahip olan ülkeler, 0,700-0,799 arasında değerler almaktadırlar. Çok yüksek insani gelişim düzeyinde bulunan ülkeler ise 0,800 ve üzerinde değerler almaktadırlar (http://hdr.undp.org, E.T: 13.03.2019).

3.2 Gelişmekte Olan Piyasaların Özellikleri

Yatırımcılar portföylerinde çeşitlendirme yaparak hem portföy risklerini en aza indirmek dolayısıyla beklenen getirilerini en yüksek düzeyde tutmak istemektedirler. Kısacası bu nedenler üzerine gelişmekte olan piyasaları da tercih etmektedirler. Gelişmekte olan piyasalarca verilen faiz oranlarının yatırımcıları memnun etmesi beklenmektedir. Bunun sebebi olarak gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş olan ülkeler karşısındaki zayıflıkları ve risklerinin fazla olması gösterilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin genel özellikleri şunlardır (Kubar, 2014: 62-68):

- Gelişmekte olan piyasalara girişin sınırlı olması,
- Volatilitenin yüksek olması,
- Kanunların ve düzenlemelerin yetersizliği,
- Finansal piyasaların yeterince gelişmemiş olması,

- Düşük sermaye birikimi,
- Sermaye ve para piyasaların yüksek maliyete sahip olmaları,
- Gelişmiş ülkelere göre daha yüksek büyüme ve daha yüksek enflasyon oranlarına sahip olmaları,
- Gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkelere göre daha yüksek faiz vermeleri,
- Gelişmekte olan ülkelerde yüksek faizin yaygın olması nedeniyle üretimden kaçışın fazla olması,
- Politik istikrarsızlıkların ve ekonomik risklerin daha fazla olması,
- Global anlamda oluşabilecek olumsuzluklardan öncelikli olarak etkilenmeleri,
- İleri teknoloji kullanılan üretimin yok denecek kadar az olması ve daha çok eski teknoloji kullanılan sanayi üretimlerinin yaygın olması,
- Üretimde hammadde açısından ithalata bağımlı olmaları,
- Tarım dışı çalışanların gelirlerinin tarım çalışanlarından daha fazla olması,
- Kişi başı safi milli gelirin gelişmiş ülkelere göre düşük olması ve adil gelir dağılımının olmaması,
- Nitelikli eğitim almış nüfusun az olması ve eğitim ve sağlık imkanlarının zayıf olması,
- Genellikle bu ülke ekonomilerinin küçük ve iktisadi çeşitliliklerinin olmaması sebebiyle toplam harcamalar, enflasyon, vergi gelirleri, bütçe gelirleri, kur değişkenlikleri gibi makro ekonomik büyüklükler gelişmekte olan ülkelerde arz ve talep yönlü şoklara sebebiyet verebilmektedir (UNCTAD, 2013: 3-4).

İnternational Finance Corporation (IFC)'un yapmış olduğu çalışmalara göre gelişmekte olan piyasaların genel özellikleri (Apak ve Demirel, 2009: 55):

- Gelişmekte olan piyasaların ortalama piyasa kapitalizasyonu ve işlem hacimleri gelişmiş piyasalara oranla daha düşük gerçekleşmekte ancak bu oranlardaki büyümenin gelişmiş piyasalar ile karşılaştırıldığında daha yüksek olduğu görülmektedir.

- Piyasa devir hızı gelişmiş piyasalara göre daha yüksektir.
- Gerek ilk halka arz ile gerekse sermaye artırımları ile piyasaya giren hisse senedi miktarı hem büyüklük hemde büyüme hızı açısından gelişmiş ülkelere göre daha belirgin bir üstünlüklerinin olduğu gözlenmektedir.
- Piyasa kapitalizasyonundaki büyümenin, sermaye artırımı yoluyla mı, endeks hareketlerinden mi, halka arz sonucu dolayısıyla mı gerçekleştiği bu piyasaların gelişim süreçlerinin saptanmasında etkili olmaktadır.
- Bu piyasalardaki ortalama şirket büyüklükleri gelişmekte olan piyasalar ile kıyas edildiğinde daha düşük düzeyde oldukları görülmektedir.
- 1980 yılı başlarında başlayan yabancı sermayenin akışının önündeki engellerin kaldırılmasına yönelik hukuksal ve kurumsal düzenlemelerin ülkeler açısından halen devam ettiği görülmektedir.
- Ozganize olmuş piyasaların kuruluşlarının çok eski yıllara dayandığı, bazı piyasalarda ise henüz yeni ortaya çıktığı görülmektedir.
- Gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda birden fazla piyasa bulunmakta ve birçoğunda türev piyasalar faaliyete geçmektedir.
- Bu piyasalarda kurumsal yatırımcılar, gelişme düzeyi, teknolojik altyapı ülkeden ülkeye ve benzer şekilde piyasadan piyasaya farklılık göstermektedir.

3.3 Gelişmekte Olan Ülkelerde Piyasa Derecelendirmeleri

2016-2018 yılları arasında gelişmekte olan piyasalara önemli kredi derecelendirme kuruluşlarınca verilen kredi notları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 15: S&P, Moody's ve Fitch Şirketlerince 2015-2018 Yılları Arası Gelişmekte Olan Piyasaların Kredi Derecelendirme Notları

Ülke \YIL	**S&P**			**Moody's**			**Fitch**		
	2016	**2017**	**2018**	**2016**	**2017**	**2018**	**2016**	**2017**	**2018**
Çin	AA-	A+	A+	Aa3	A1	A1	A+	A+	A+
Güney Kore	AA	AA	AA	Aa2	Aa2	Aa2	AA-	AA-	AA-
Rusya	BB+	BB+	BBB-	Ba1	Ba1	Ba1	BBB-	BBB-	BBB-
Hindistan	BBB-	BBB-	BBB-	Baa3	Baa3	Baa2	BBB-	BBB-	BBB-
Tayvan	AA-	AA-	AA-	Aa3	Aa3	Aa3	AA-	AA-	AA-
Brezilya	BB	BB	BB-	Ba2	Ba2	Ba2	BB	BB	BB-
Türkiye	BB	BB	B+	Ba1	Ba1	Ba3	BBB-	BB+	BB
Güney Afrika	BBB-	BB	BB	Baa2	Baa3	Baa3	BBB-	BB+	BB+
Tayland	BBB+	BBB+	BBB+	Baa1	Baa1	Baa1	BBB+	BBB+	BBB+
Malezya	A-	A-	A-	A3	A3	A3	A-	A-	A-
Meksika	BBB+	BBB+	BBB+	A3	A3	A3	BBB+	BBB+	BBB+
Endonezya	BB+	BBB-	BBB-	Baa3	Baa3	Baa2	BBB-	BBB	BBB
İsrail	A+	A+	AA-	A1	A1	A1	A+	A+	A+
Polonya	BBB+	BBB+	A-	A2	A2	A2	A-	A-	A-
Şili	AA-	A+	A+	Aa3	Aa3	A1	A+	A	A
Filipinler	BBB	BBB	BBB	Baa2	Baa2	Baa2	BBB-	BBB	BBB
Mısır	B-	B-	B	B3	B3	B3	B	B	B
Kolombiya	BBB	BBB-	BBB-	Baa2	Baa2	Baa2	BBB	BBB	BBB
Macaristan	BBB-	BBB-	BBB-	Baa3	Baa3	Baa3	BBB-	BBB-	BBB-
Arjantin	B-	B+	B	B3	B2	B2	B	B+	B-
Peru	BBB+	BBB+	BBB+	A3	A3	A3	BBB+	BBB+	BBB+
Pakistan	B	B	B	B3	B3	B3	B	B	B-
Çek Cumhuriyeti	AA-	AA-	AA-	A1	A1	A1	A+	A+	AA-
Romanya	BBB-	BBB-	BBB-	Baa3	Baa3	Baa3	BBB-	BBB-	BBB-
Venezuela	CCC	SD	SD	Caa3	Caa3	C	CCC	RD	RD

Kaynak: (https://countryeconomy.com/ratings, E.T: 11.6.2019 ; https://tradingeconomics.com/country-list/rating, E.T: 11.6.2019).

3.4 Uluslararası Denetim Kurumları

Global anlamda uluslararası yatırımlar ve faaliyetlerin artmasına bağlı olarak yeni oluşturulacak düzenlemeler ve işlemler karmaşıklaşmaktadır. Uluslararası ticaretin ve bilgi teknolojilerinin gelişmesine bağlı olarak muhasebe ve denetime olan ihtiyaç da artmaktadır. Yaşanan bu gelişmeler dolayısıyla belirli stantardların ve kuralların düzenlenmesi ve getirilmesi ihtiyacını doğurmaktadır (Bilgin, 2006: 10).

Birçok ülkede kamunun aydınlatılması ihtiyacına yönelik olarak gerekli düzenlemeler oluşturulmuş ancak bu durum hem uluslararası yatırımcılar hemde uluslararası faaliyet gösteren işletmelerin kamuyu bilgilendirmeleri konusunda sıkıntılar oluşmasına neden oluşmuştur. Bu sebeple kamuyu aydınlatmaya yönelik olarak yapılan düzenlemeler arasındaki farklılıkların ve uyumsuzlukların giderilmesi ve standartlaştırılması uluslararası alanda faaliyet gösteren işletmelerin mali tablolarının daha iyi anlaşılabilmesi ve uluslararası alanda karşılaştırılabilmeleri ve analizleri açısından kolaylık ve uyumluluk sağlamaktadır. Genellikle çok uluslu şirketler, uluslararası anlamda ticari faaliyet gösteren kaynak sağlamayı hedef edinen şirketler açısından uluslararası düzeyde kabul edilen muhasebe standartları, raporlama standartları ve denetim standartlarına uyum sağlanması oldukça büyük önem arz etmektedir (Çankaya, 2007: 127-148).

Global anlamda, bölgesel ve uluslararası düzeyde muhasebe, raporlama ve denetim alanında uyumlaştırma çabaları yürüten birçok kuruluş bulunmaktadır. Uluslararası düzeyde faaliyetlerini sürdüren düzenleme ve standart oluşturma yetkisine sahip başlıca önemli kuruluşlar; IAASB, FASB, AB Komisyonları, IFAC, IOSCO' dur. OECD ise kurumsal yönetim ilkelerini yayınlamakta bilgilendirme ve şeffaflıktan oluşan iki önemli konuyu vurgulayarak kamuyu aydınlatma sürecine katkı sağlamaktadır (Canbaloğlu, 2011: 49).

Uluslararası standart koyucu işleviyle kurulan ve global birliği sağlamayı amaç edinen Uluslararası Muhasebeciler Federasyonu (International Federetion of

Accountants - IFAC), gelişmekte olan piyasaların ihtiyaçlarını, küçük ve orta ölçekli işletmelerin (KOBİ) ve kar amacı gütmeyen kamu kurumlarının ihtiyaçlarını bağdaştırmak ve dikkate almak sorumluluğunu yüklenmektedir (Bilgin, 2006: 10).

IFAC bünyesinde yer alan, Uluslararası Denetim ve Güvence Standartları Kurulu (The International Auditing and Assurance Standarts Board – IAASB), üye ülkelerce seçilen meslek mensupları tarafından Uluslararası Denetim Standartları belirlenmektedir (https://www.iaasb.org, E.T: 28.03.2019).

Uluslararası Denetim Standartlarında yaşanan gelişmeler son yıllarda meydana gelen birçok faktörden özellikle skandallardan etkilenmiştir. Son yıllarda yaşanan söz konusu skandallar dolayısıyla uluslararası denetim standartlarının geliştirilmesi ihtiyacı doğmuş ve güvenin tekrar sağlanması açısından kalite kontrolü, risk yönetimi ve değerlemesi ve hile gibi konulara standartları oluşturanlar tarafından daha fazla önem gösterildiği görülmektedir.

3.4.1 Uluslararası Muhasebeciler Federasyonu (IFAC)

Uluslararası Muhasebeciler Federasyonu (IFAC), 7 Ekim 1977'de Münih'te 11. Dünya Muhasebeciler Kongresi' nde kurulmuştur. Kuruluşun merkezi kurulduğu ilk günden bu yana New York'tadır. IFAC, 130'dan fazla ülkede 175'ten fazla üyeden ve iştirakten oluşmaktadır. Bunun yanı sıra kamu uygulamaları, eğitim, devlet hizmeti, sanayi ve ticaret alanlarında yaklaşık olarak 3 milyon muhasebeciyi temsil eden bir kuruluştur (www.ifac.org, E.T: 28.03.2019).

Ifac kamu yararına hizmet eden bir kuruluştur. Görevleri arasında: yüksek kaliteli uluslararası standartların gelişimini desteklemek, bu standartların benimsenmesini ve uygulanmasını teşvik etmek, muhasebe mesleği organizasyonlarının kapasitesini artırılması ve kamu yararı konularında konuşma gibi önemli konular bulunmaktadır (www.ifac.org, E.T: 28.03.2019).

IFAC ilk kurulduğu zamanda oluşturduğu ve bugünde hala benimsenen 12 maddeden oluşan hala bugünde benimsenen çalışma esasları programı bulunmaktadır (Bayram, 2011: 113-114):

- Uluslararası alanda kullanılacak denetim rehberinin gelişimini sağlamak,
- Üye olanlara etik kodlar ve temel prensipler oluşturmak,
- Profesyonel anlamda muhasebe eğitimi üzerine ihtiyaçları karşılamak ve programlar geliştirmek,
- Muhasebe alanında etkili çalışmaları toplamak, analiz, araştırmak ve yaymak,
- Finansal ve diğer yönetim tekniklerini ve prosedürlerini değerlendirmek, geliştirmek ve raporlamak,
- Muhasebe alanı açısından önemli olacak diğer çalışmalarda görev üstlenmek,
- Ticari birlik, finansal kurumlar, endüstri ve kamu gibi finansal yapılardaki düzenlemeleri kullananlarla yakın ilişkiler içerisinde olmak,
- Bölgesel organizasyonlarla iyi ilişkiler kurmak, diğer bölgesel organizasyonlara ise katkıda bulunmak gibi durumlar oluşturarak ilişki kurmayı sağlamak,
- Teknik bilgi, eğitim araçlarını geliştirmek ve profesyonel yayınların gelişimini sağlamak ve organize olmak,
- Genellikle her beş yılda bir olmak üzere uluslararası muhasebe kongresi oluşturmak ve organize etmek,
- IFAC üyeleri arasından sürekli ve düzenli ilişkiler kurmak, diğer ilgili organizasyonlara da prensipleri ulaştırmak,
- IFAC' a yeni üyeler sağlamaya çalışmak.

IFAC'ın yönetim kuruluna bağlı olan ve standartları oluşturan kurullar şunlardır (www.ifac.org, E.T: 29.03.2019);

- Uluslararası Muhasebe Eğitimi Standardları Kurulu (International Accounting Education Standarts Board - IAESB),

- Uluslararası Denetim ve Güvence Sandardları Kurulu (International Audit and Assurrance Standarts Board – IAASB),
- Uygunluk Komitesi (Compliance Committee),
- Uluslararası Muhasebe Mesleği Mensupları Etik Standardları Kurulu (International Ethics Standards Board for Accountants – IESBA),
- Uluslararası Kamu Sektörü Muhasebe Kurulu (International Public Sector Accounting Standards Board – IPSASB).

3.4.2 Uluslararası Denetim ve Güvence Standartları Kurulu (IAASB)

Uluslararası Denetim ve Güvence Standartları Kurulu (IAASB), IFAC bünyesinde Mart 1978 tarihinde kurulmuş bir kurumdur. Daha önce Uluslararası Denetim ve Uygulamaları Komitesi (IAPC) olarak bilinmekteydi. IAASB, denetim, kalite kontrol, gözden geçirme ve diğer güvence ve hizmetler ile ilgili yüksek kalitede uluslararası standartlar belirlemek ve kamu yararına hizmet edinmeyi amaç edinmiş bir kurumdur. IAASB 2015-2019 Stratejisi ve 2015-2016 için kurum çalışma faaliyetlerini gerçekleştirme çabaları açısından denetim, kalite kontrol, inceleme, diğer güvence ve ilgili hizmet sözleşmeleri ile ilgili uluslararası anlamda standartların geliştirilmesi ve bu standartların benimsenmesi ve uygulanmasına odaklanmaktadır (www. iaasb.org, E.T: 30.03.2019).

Uluslararası Denetim ve Güvence Standartları Kurulu' nun belirlediği ve geliştirdiği denetim standartları ile ilgili tüm üye kuruluşlardan ulusal ve uluslararası denetim standartları açısından bir yakınlaşmanın ve uyumun sağlanmasını üye kuruluşlardan ortak bir amaç olarak benimsemeleri ve IAASB'nin birdirileri ve standartları ile tam bir uygunluk sağlanması beklenmektedir (www.iasplus.com, E.T: 30.03.2019).

IAASB' nin kamu yararı için orta vadedeki stratejisi üç ana başlıktan oluşmaktadır (www.iaasb.org, E.T: 30.03.2019):

- Küresel anlamda finansal istikrarın desteklenmesi,
- Gelişmekte olan bir dünyada güvence ile ilgili hizmetlerin rolünü, ilgi düzeyini ve kalitesini arttırmak,
- Standartların üye kuruluşlarca benimsenmesini ve uygulanmasını kolaylaştırmaktır.

3.5 Gelişmekte Olan Piyasalarda Finansal Krizler

Finansal krizler konusuna ilişkin literatürde yapılan birçok tanımlamaya rastlanmaktadır. Yapılan bu tanımlamalar temelde iki yaklaşım çevresinde şekillenmektedir. Bu yaklaşımlardan ilki Friedman ve Schwartz (1963) öncülüğünde oluşan monetarist (parasalcı) yaklaşım diğeri ise olayı daha elektrik boyutta ele alan Minsky (1972) ve Kindleberger (1978) tarafından şekillenen yaklaşımdır. Friedman ve Schwartz finansal krizleri banka panikleri ile ilişkilendirmektedirler. Monateristler finansal krizler açısından para arzı ile ekonomik aktivite arasında önemli bir ilişki olduğunu vurgulamakta ve varlık fiyatlarında yaşanan keskin düşüşlerin ve bunun yanında iş yaşamında yaşanan başarısızlıkların her zaman bir banka paniğinin meydana gelmesine neden olmayacağını savunmaktadırlar. Schwartz (1986), para arzında keskin daralmaya sebebiyet vermeyen durumları ise sahte kriz olarak nitelendirmekte ve bu durumda yapılacak müdahalelerin yüksek enflasyon gibi ülke açısından olumsuz sonuçlara neden olabileceğini bu sebeple bu durumda yapılan müdahalelerin gereksiz olduğunu savunmaktadır (Doğanalp, 2014: 6).

Monetaristlere karşıt görüş olarak Minsky (1972) ve Kindleberger (1978) tarafından geliştirilen elektrik yaklaşım finansal krizi daha geniş anlamıyla incelemektedir. Elektrik yaklaşımına göre oluşan finansal krizler sadece bankaların panikleri sonucu değil bunun yanında büyük nitelikteki finansal ve finansal olmayan kurumların başarısızlıkları, varlık fiyatlarındaki düşüşler, döviz piyasalarında

meydana gelen bozulmalar veya bunlara benzer kombinasyonlar tarafından meydana gelmektedir. Finansal krizleri geniş anlamda ele alan bu yaklaşıma göre devlet müdahaleleri finansal krizleri aşmada gerekli ve etkili olmaktadır (Mishkin, 1996: 2-3).

Ekonomik kriz, "*ekonomide aniden ve beklenmedik bir zamanda ortaya çıkan olayların makro açıdan ülke ekonomisini, mikro açıdan ise firmaları ciddi anlamda sarsacak sonuçların ortaya çıkması"* demektir (Uygun, 2011: 3).

Finansal kriz, "*bir süreçte ani dönüşüm noktası, ekonomi ve politika alanında istikrarsız ve tehlikeli bir durumu belirten güç dönemdir*" (Kaya, Gülhan ve Güngör, 2009: 288).

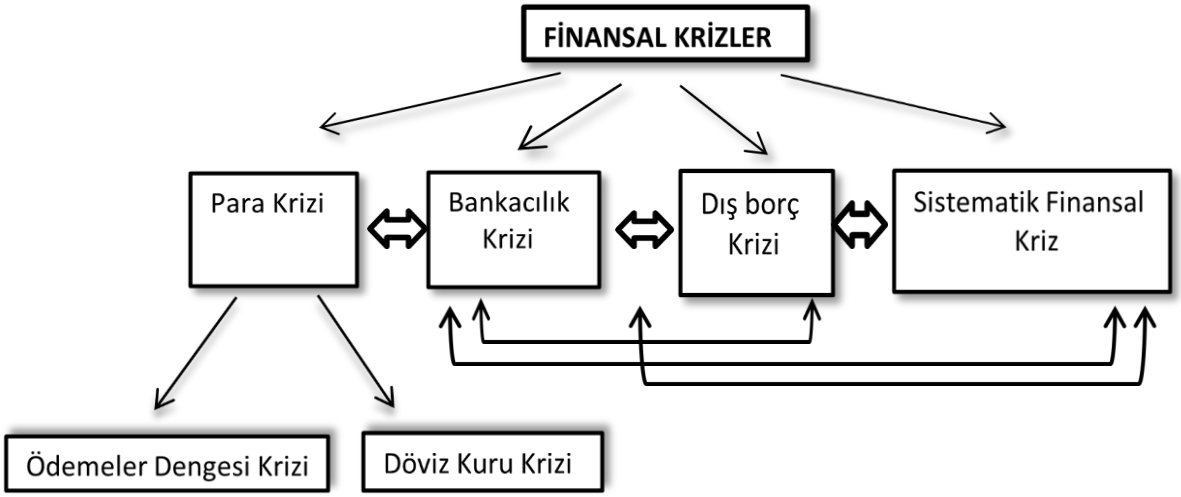
Ekonomide yaşanan herhangi olumsuz bir durumu kriz olarak nitelendirebilmek için şu unsurların varlığının bilimesi gerekir (Kocadağ, 2010: 3-4):

- Kriz, önceden öngörülemeyen ve bilinmeyen gelişmelerin; makro açıdan devleti, mikro açıdan ise firmaları ciddi olarak etkileyecek sonuçların doğmasıdır.
- Bir diğer özelliği bakımından kriz, ekonominin paydaşları açısından hem bir tehlike ve tehdit oluşturması bu durumun yanında da yeni fırsatlar yaratmasıdır.
- Etki süreleri açısından krizler kısa veya uzun süreli olması, krize maruz kalan organizasyonların krize karşı koyabilecek tedbirleri zamanında uygulamaya koyup koymamasına bağlıdır.
- Krizin diğer bir özelliği bulaşıcı hastalık gibi bulaşabilmesi, bir sektörde ortaya çıkan bir kriz diğer sektörlere de bulaşabilmekte ve ayrıca bir organizasyonda yaşanan kriz söz konusu organizasyonla ilişkili diğer organizasyonlara da bulaşabilmektedir.

3.5.1 Finansal Krizin Türleri

Birçok çalışmada ve yapılan literatür incelemelerinde finansal krizin türleri bakımından farklı sınıflamalar yapılsada, ana hatlarıyla finansal krizler; para krizi, bankacılık krizi, dış borç krizi, sistematik finansal kriz olmak üzere sınıflandırılabilmektedir (Soykan, 2015: 56).

Meydana gelen finansal krizlerin birbirlerine etkisi açısından ele alındığında finansal krizler birbirinden bağımsız olmayıp, farklı bir alanda başlayan bir kriz diğer kriz türlerini de tetikleyebilmektedir. Aşağıdaki şekilde bu durum gösterilmektedir.



Şekil 9: Finansal Kriz Türleri

Kaynak: (Delice, 2003: 63).

- **Para krizleri:** Bir ülke parasına yönelik olarak yapılan spekülatif bir saldırı sonucu söz konusu para biriminin devalüasyonla sonuçlanması durumunda ülkenin para politikasını belirleyen otoritelerin, uluslararası rezervlerini önemli ölçüde arttırmaları veya faiz oranlarında yüksek bir artış uyguladıkları durumda parasal krizin meydana geldiği görülmektedir (Aziz ve diğerleri, 2000: 5).
- **Bankacılık krizleri:** Bu finansal kriz türünde banka bilançolarında meydana gelen kötüleşme, bankaların verdikleri kredilerde geri dönmeyen kredilerin

oranında önemli artışlar, banka mevduatlarından giderek artan oranlarda mevduat çekilmesi, menkul kıymet piyasalarında oluşan sarsıntılar, bankaların kredi faizlerinde oluşan yüksek oranlar, geri dönmeyen kredilerin oranın artması nedeniyle yeni kredilerin açılamaması gibi faktörler sebebiyle ortaya çıkan finansal kriz türüdür (Afşar, 2004: 150-151).

- **Dış borç krizi:** Bir ülkenin kamu veya özel kesime ait dış borçlarını ve kamunun iç borçlarını ödeyememesi durumu dış borç krizini doğurmaktadır. Dış borç krizleri, hükümetlerin iç veya dış borçlarının çevrilmesi konusunda sıkıntı yaşamaları ve hükümetlerin yeni borç bulma konusunda da sıkıntı çekmeleri nedeniyle borçların ödeme planlarının yenilenmesi veya borçların ertelenmesi şeklinde meydana gelmektedir (Erdem, 2010: 135).
- **Sistematik finansal krizler:** Finansal sistemde meydana gelen ve finansal sistemde; varlıkların değerlemesi, kredi açma ve ödemeler gibi önemli fonksiyonlarında bozulmalara yol açan bir şok biçiminde tanımlanabilir. Sistematik finansal krizler; ekonomik, siyasal, hukuksal, sosyal yaşamın yapısı ve değişikliğinden kaynaklanmaktadır. Sistematik finansal kriz bünyesinde döviz krizini de barındırmasına rağmen döviz krizleri her zaman sistematik finansal krize yol açmayabilirler. Sistematik finansal krizler ile bir ülke veya kurumdaki sorunlar diğer ülke veya kuruma sıçrayabilmektedir. Örnek olarak, Güneydoğu Asya'da meydana gelen krizde Kore ve Tayland'ın kurumları ile başlayan iflaslar kısa bir süre sonrasında bölgenin diğer ülkelerine de yayılmıştır (Çiğdem, 2016: 9-10).

3.5.2 Yaşanan Önemli Finansal Krizler

Gelişmekte olan piyasalarda 1990 yılından itibaren yaşanan finansal ve ekonomik krizler incelendiğinde; 1994-1995 yılında yaşanan Meksika krizi (Tekila krizi), 1997 yılında Tayland'da başlayıp Doğu Asya ülkelerine yayılan (Tayland, Endonezya, Malezya, Filipinler, Güney Kore) kriz, 1994 yılında Türkiye'de, 1998 yılında Rusya ve Latin Amerika ülkelerinde, 1999 yılında Brezilya'da, 2001 yılında yine Türkiye'de, 2002 yılında Arjantin'de yaşanan kriz gelişmekte olan ülkelerin

yaşadıkları önemli finansal krizler olarak görülmektedir. 2008 yılında ortaya çıkan Emlak Krizi ABD' de meydana gelmiş küresel çapta etkileri olduğundan gelişmekte olan ülkeleri de etkilemiştir (Oğuz, 2018: 53).

1994 yılında ortaya çıkan Meksika krizinde, hükümetin bu dönemde "tesobano" çıkarması (peso cinsi fakat dolara endeksli kısa vadeli hazine bonosu) yaşadığı krizde önemli derecede etkili olmuştur. Bu dönemde Meksika hükümetinin borçlanma oranı GSYİH' in %35'i kadardır. 1994 yılı sonlarına doğru dolar borcu ülkedeki dolar rezervlerinden daha fazla olduğu için piyasada panik oluşmuştur. Bu dönemde tesobono yatırımında bulunan yatırımcılar tesonolarının vadelerini uzatmayı reddetmişler ve bunun sonucunda da Meksika zor durumda kalmış temerrüde düşmenin eşiğine gelmiştir. Meksika'nın borçları ağırlıklı olarak dolar üzerinden olduğundan, Banco de Mexico hükümete kredi açıp yükümlülüklerini yerine getirme gücüne ve imkanına sahip değildi (Sachs, 1996: 45).

Bu dönemde ortaya çıkan Tekila krizi Meksika ile arasında benzerliği olmayan Latin Amerika ülkelerine de yayılmıştır. Bu dönemde ekonomik açıdan ülkede %20 oranında bir devalüasyon yapılması yeterli iken 1995 yılında Peso %50 değer kaybetmiştir. 1994 yılında yaşanan olumsuz gelişmelere karşın politikaların değiştirilmemesi ve ayrıca tesobono çıkarımı ile riski daha da arttıran hükümetin devalüasyon için eldeki döviz rezervlerinin erimesini beklemesi sonrasında para kurunda meydana gelen değişme ile birlikte ekonomiyi iyileştimek amacıyla bir iyileştirme programı açıklamaması neticesinde ekonomi yönetimine duyulan güven sarsılması kaçınılmaz olmuştur (Kübalı, 2000: 3).

1997 yılında yaşanan Asya Krizi, Tayland' da başlayıp diğer Asya ülkelerine Endonezya, Malezya, Filipinler, Güney Kore'ye yayılmış ve bu ülkeler finansal krizle karşı karşıya kalmışlardır. Kriz öncesindeki dönemlerde başta Tayland olmak üzere krize maruz kalan diğer ülkeler yüksek faiz politikası güderek yüksek kar elde etmek isteyen yatırımcıları ülkelerine çekmeyi başarmışlardır. Ülkeye çekilen yüksek sıcak para sonucunda varlık fiyatları yükselmiş bunun yanı sıra kısa vadeli borçların

toplam dış borçlar içerisindeki oranı da yükselmiştir. Bu dönemde bankalar tarafından özel sektöre açılan kredilerde hızlı bir artış yaşanmış, şirketlerin bankalardan sağladıkları kredilerle geniş bir yatırım portföyü oluşturulmuş olmasıyla bankacılık sektörü yaşanacak bir kriz durumuna karşı hassaslaşmıştır. Bu dönemde bankaların risk yönetimi açısından tecrübesiz olmaları ve reel açıdan ulusal para birimlerinin aşırı değer kazanmaları ve ülkelerin cari işlemler açıklarının yükselmesi Asya krizinin ortaya çıkmasının temel nedenleri olarak görülmektedir (Akel, 2011: 41-45). Aşağıdaki tabloda 1990-1997 yılları arasında Asya ülkelerine giren net özel sermaye girişleri gösterilmektedir.

Tablo 16: Asya Ülkeleri Özel Sermaye Girişleri

Sermaye Girişleri (milyar $)	**1990**	**1991**	**1992**	**1993**	**1994**	**1995**	**1996**	**1997**
Yabancı Doğrudan Yatırım	8,9	14,5	16,5	35,9	46,8	49,5	57	57,8
Portföy Yatırımları	-1,4	1,8	9,3	21,6	9,5	10,5	13,4	-8,6
Diğer	11,6	19,5	-4,1	0,1	9,9	35,8	39,9	-35
Toplam	19,1	35,8	21,7	57,6	66,2	95,8	110	13,9

Kaynak: (Takatoshi, 2000).

1990-1997 yılları arasında Güney Kore, Endonezya, Malezya, Filipinler, Tayland ülkelerinde özel sektöre yönelik olarak verilen banka kredileri, ülkelerin GSYİH' larının yüzdesel oranları şeklinde gösterilmektedir.

Tablo 17: Beş Asya Ülkesinde Özel Sektöre Yönelik Verilen Krediler

ÜLKE / (%GSYİH)	**1990**	**1991**	**1992**	**1993**	**1994**	**1995**	**1996**	**1997**
G.KORE	52.54	52.81	53.34	54.21	56.84	57.04	61.81	69.79
ENDONEZYA	49.67	50.32	49.45	48.9	51.88	53.48	55.42	69.23
MALEZYA	7,36	75.29	74.72	74.06	74.61	84.8	93.39	106.91
FİLİPİNLER	19.17	17.76	20.44	26.37	29,06	37.52	48.98	56.53
TAYLAND	64.3	67.7	72.24	80.01	91	97.62	101.94	116.33

Kaynak: (Yanıkdemir, 2002: 13).

Rusya, 1994 ve 1998 yıllarında iki önemli döviz krizini yaşamıştır. 1993-1994 yılları arasında yaşanan ilk krizde IMF tarafından sağlanmış olan destek ve hükümetin kısmi istikrar çabalamaları ile desteklenmiş ancak bütçe açıklarının basılan para ile finansman edilme eğilimi ilk başta azalma eğilimi gösterse de kısa süre sonra kriz yine eski çizgisine gelmiştir. 1997 yılı başlarında artış gösteren ekonomik sıkıntılar 1998 Temmuz'unda ağırlaşmaya başlamıştır. Bunu izleyen süreçte 17 Ağustos 1998'de Ruble- Dolar koridoru 1 Dolar karşılığı 6 Ruble' den, 1 Dolar eşittir 9,5 Ruble' ye devalüe edilmiş, döviz üzerinden sermaye hareketleri sınırlandırılmış ve 90 günlük bir süreç monotoryum ilan edilmesiyle ortaya çıkan bir ekonomik krize neden olmuştur. Yaşanan kriz süreci incelendiğinde Rusya ekonomisinde 1994 yılında % 200 olarak gerçekleşen enflasyon oranı 1995 yılında % 131 seviyesine gerilemiş ve nominal döviz kuru ise % 31 değer kaybetmiştir. Kriz öncesi dönemde ülkede finans ve kredi faaliyetleri hacminde % 229'luk bir hacim artışının olduğu görülmektedir. Bu dönemlerde Rus bankalarına düşük faizli sermaye akışı sağlanmış, bankalar ise sağlanan bu paraları iç pazara yüksek faizlerle plase etmişlerdir. Ancak petrol fiyatlarında yaşanan düşüşler ve Rusya'nın dış gelirlerinde % 40'lık paya sahip olan enerji hammaddeleri sebebiyle 10 milyar Dolar kayba uğraması, piyasaya verilmiş kredilerin geri dönmesinde problemleri doğurmuş ve bu durum dolayısıyla yaşanacak krizin temelini hazırlamıştır. 1998 yılının başında ülkede finansal piyasalarda çalkantıların başlaması, gerek banka gerekse şirket iflaslarında yaşanan artışlar görülmektedir. Rus hükümetinin gümrük tarifelerini yükseltmesine bağlı olarak ithalatta büyük bir düşüş yaşanmış, Saros tarafından verilen düşük kredi notu krizin daha da derinleşmesine sebeb olmuştur (Pinto ve diğerleri, 2004: 408-410).

Finansal piyasalarda yaşanan çalkantıların devam etmesi üzerine mevcut hükümet görevden alınmış ve yeni hükümet göreve başlamıştır. Ancak yeni hükümette ülkedeki çalkantıları dindirememiştir. Dış konjonktürdeki yaşanan olumsuzluklar durumun daha da ağırlaşmasına sebep olmuş ve Rus hükümeti finansman krizini karşılayabilmek için 1998 Temmuz'da IMF ile destek anlaşması imzalamıştır. Ancak IMF'den 12,5 milyar Doları 1998 yılında olmak üzere 1999 yılı

sonuna kadar 15,1 milyar Dolar finansman sağlanmış, dünya bankasından 1999 yılı sonuna kadar 6 milyar Dolar finansman sağlanmış, Japonya'dan 1,5 milyar Dolar finansman sağlanmasına rağmen izleyen süreçte Ruble' deki değer kaybı hızla sürmüş ve ekonomik kriz daha da derinleşerek siyasi krize dönüşmüştür (Szczurek, 2003: 126).

Aşağıdaki tabloda 1991-1997 yılları arasında Rusya'nın reel gayri safi yurtiçi hasılasındaki büyüme oranları ve bu dönemdeki enflasyon oranları gösterilmektedir.

Tablo 18: Rusya 1991-1998 Dönemi Reel GSYİH Büyüme ve Enflasyon Oranları

GÖSTERGE/YIL	**1991**	**1992**	**1993**	**1994**	**1995**	**1996**	**1997**	**1998**
Reel GSYİH Büyüme Oranı %	-5,4	-19,4	-10,4	-11,6	-4,8	-5	0,9	-4,9
Enflasyon %	92,7	1353	895	302	190,1	47,8	14,7	84

Kaynak: (Çiğdem, 2016: 40).

Arjantin'in 2001 yılında yaşamış olduğu kriz incelendiğinde, özellikle kriz öncesi 1980 yılları hem Arjantin için hem de Latin Amerika ülkeleri için kayıp yıllar olduğu görüşü hakimdir. Özellikle 1982 yılında Latin Amerika ülkelerinin borç krizi yaşadıkları ve bu krizi uzun süre aşamadıkları görülmektedir. 1994 yılında Meksika'dan yayılan Tekila krizi ve Tayland krizi diğer ülkelere yayılması, izleyen süreçte Asya ülkelerinde yaşanan kriz ve Rusya'da yaşanan iki kriz bir çok gelişmekte olan ülkede etkisini göstermiştir (Dündar, 2015: 109).

Arjantin açısından 1990'lı yıllara bakıldığında ülkenin hiper enflasyon sürecine girmesi ve bu duruma bağlı olarak milli parasında çöküş yaşaması, ülkenin mali yapısında bozulmalara yol açmıştır. Arjantin yaşanan bu olumsuzluklar sonrasında 1991'de Konvertibilite Planını uygulamıştır. Ülkede yine aynı yıl içerisinde ulusal para dolara sabitlenmiştir. Uygulanan bu planın amacı ülkede çok yüksek seviyelerde bulunan enflasyon oranlarını en aza indirgemektir. Planın hayata geçirildiği ilk yıllarda enflasyon tek haneli rakamlara inmiş ve istenilen sonuçlara

ulaşılmıştır. Plan ilk yıllarda başarılı olsa da etkin para politikasının sürdürülememesi ve Tekila, Rusya ve Brezilya krizleriyle birlikte ülkede ekonomik daralma yaşanmıştır (Danielsson, 2013: 222).

Arjantin'in kriz öncesinde 1997 yılına dek pozitif büyüme eğilimi göstermiş, Rusya krizinden sonra yaşanan sermaye çıkışları sebebiyle ekonomide yavaşlama yaşanmıştır. 1999 yılında Brezilya'daki devülasyon, Arjantin'in ihracatının % 30'u Brezilya'ya olması sebebiyle etkilenmiş ve ekonomi uzun bir durgunluk dönemine girmiştir (Turgut, 2005: 153). 2000 yılı başlarıyla birlikte ekonomik kriz daha da alevlenmiş işsizlik oranları yükselmiş, yatırımlar düşmüş, S&P ve Moody's gibi önemli kredi derecelendirme şirketlerinin ülkenin kredi notunu düşürmesi piyasalarda güvensizliğin artmasına sebebiyet vermiştir. İzleyen süreçte İspanyol bankalarının ülkeden çekilmeye başlaması ülkeden kaynak çıkışını hızlandırmış, ilerleyen süreçte IMF ile anlaşma yapılamamış ve % 41 oranında devalüasyon yaşanmıştır. Ülkede mevduat sahiplerinin yatırımlarını çekmeye başlaması ve bu durumun hızla zirve yapmasıyla hükümet tarafından hem bankacılık hemde döviz işlemlerine kontroller ve kısıtlamalar getirilmiş ancak krizin derinleşmesine engel olunanamamıştır. Ülkede sayılan bu gelişmelerin sonunda Konvertibilite Programının uygulanamayacağı anlaşılmış ve Arjantin dış borcunu ödeyemeyeceğini duyurarak moratoryum ilan etmiştir (Çiğdem, 2016: 45-46).

Aşağıdaki tabloda Arjantin krizi öncesi, kriz yılı ve sonrası yıllarda bazı temel makroekonomik göstergeler gösterilmektedir.

Tablo 19: Arjantin'in Yıllara Göre Makroekonomik Göstergeleri

GÖSTERGELER/YIL	1986-1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Reel GSMH %	2,8	5,5	8,1	3,8	-3,4	-0,8	-4,4	-10,9	8,8	7,8
Enflasyon (TÜFE) %	212,8	0,2	0,5	0,9	-1,2	-0,9	-1,1	25,9	13,4	4,8
Cari Açık/GSYİH %	-	-2,5	-4,2	-4,9	-4,2	-3,2	-1,4	9	6,2	1,1

Kaynak: (www.imf.org, E.T: 11.04.2019).

Türkiye'de 1994 ve 2000-2001 krizleri incelendiğinde özellikle 1980 öncesi yıllarda hem politik hemde sosyal sıkıntıların yoğunluğu, sermaye hareketlerinin kısıtlılığı, sabit döviz kuru ve ithal ikamesinin benimsendiği bir dönem olduğu görülmektedir. Türkiye 1980 yılında açıklanan 24 Ocak kararları ile birlikte finansal liberalizasyon sürecini başlatmış, ihracata odaklı sanayi stratejisini benimsemiş ve ardından 1989 yılında döviz ve sermaye hareketlerini serbest bırakarak, TL'nin uluslararası anlamda konvertibilitesinin sağlanması amacıyla politikalar uygulanmıştır. İzlenen politikalar ve serbestliğin sağlanması neticesinde yurtdışından borçlanma imkanı doğmuş ve bu durum bankacılık sektörünün kaynak sağlayabilmesi açısından önemli olmuştur (Ural, 2003: 17). Türkiye'de 1989 sonrasındaki döneme bakıldığında; kamu kesimi tarafından oluşan maddi açıkların varlığı, faiz oranlarının yüksekliği, ülkeye kısa süreli sermaye hareketleri neticesinde ekonominin artan bir oranla daha fazla sıcak para bağımlısı bir durumuna geldiği anlaşılmaktadır (Kibritçioğlu, 2001: 3-4).

Türkiye'nin kısa vadeli dış borç ve yükümlülüklerinin hızla artmasına bağlı olarak 1993 yılında cari açıkta meydana gelen aşırı artış, 1989 yılında 42 milyar dolar olan dış borç stokunun 1993 yılında 67 milyar dolara ulaşması ve aynı dönem aralığında kısa vadeli borç stokunun 6 milyar dolardan 18,5 milyar dolara ulaşması fakat Merkez Bankası'nın 1992-1993 yılları arasında brüt döviz rezervinin 6 milyar dolar seviyelerinde kalması hem mali yatırımcılar açısından güven oluşturamamış hemde finansal kriz koşullarını yaratmıştır (Celasun, 2002: 7-8).

Aşağıdaki tabloda Türkiye'nin 1990-1994 yılları arasındaki temel makroekonomik göstergeleri gösterilmektedir.

Tablo 20: Türkiye 1990-1994 Yılları Temel Makroekonomik Göstergeleri

GÖSTERGELER/YIL	1990	1991	1992	1993	1994
Toplamda Sermaye Akışı (milyon ABD $)	2148	629	2135	5587	-5570
Cari İşlemler Dengesi/GSYİH)%)	-1,31	0,13	-0,46	-2,63	-1,75
Faiz Oranı (%)	41,3	47,7	48	48	63,2
Enflasyon Oranı (%)	60,3	65,9	70	66	106

Kaynak: (www.tcmb.gov.tr, E.T: 11.04.2019).

1993 yıllarının sonlarına gelindiğinde cari açık 6,5 milyar dolara yaklaşmış, piyasada Türk Lirasının devalüe edileceği beklentisi hakim olmuş ve bu beklenti büyük miktarda sermaye kaçışına sebebiyet vermiştir. Sermaye kaçışları sonucunda para piyasası ve borsa altüst olmuştur. 1993 yılında 14.000 TL olan dolar 1994'ün Nisan ayında 40.000 TL'ye yükselmiştir. Haziran 1994 tarihinde Hazine % 400 faizle borçlanmış ve bu dönemde borsada fiyatlar çökmüştür. 1993 yılında yaklaşık 5,5 milyar dolar seviyesinde olan sermaye akışı 1994'te sermaye kaçışları yaşanarak -5,5 milyar dolar olarak gerçekleşmiş, yurtiçi faiz oranları ve enflasyon oranlarında ciddi oranlarda yükseliş meydana gelmiştir. Finansal krizin reel ekonomiye de yansımasıyla birlikte üretim ve yatırımlar düşmüş, işsizlik oranları yükselmiştir (Kazgan, 2002: 5-6).

Hükümet tarafından kısa vadede dış denge ve döviz piyasalarındaki istikrarın sağlanması, orta vadede enflasyon oranlarını ve kamu açıklarını azaltmak, uzun vadede ise istikrarlı bir büyüme sağlama amacıyla 5 Nisan 1994 tarihinde istikrar programı açıklanmıştır. İzleyen süreçte üretim, ihracat ve istihdam rakamlarındaki yükseliş ile birlikte Eylül 1994 tarihinde krizden çıkılmıştır.

Türkiye'de 22 Kasım 2000 ve 21 Şubat 2001 yıllarından yaşananan iki önemli ekonomik patlamayla yaşanan kriz dönemi incelendiğinde; ülkenin yaklaşık çeyrek yüzyıllık enflasyon sorunu ve enflasyonist süreci destekleyen kamu iç borçlanmasına son vermek üzere 1999 yılında IMF ile stand-by anlaşması imzalanmıştır. Dezenflasyon programının uygulanması ile birlikte, ülkeye giren net sermaye girişlerinde yüksek bir artış, TL'de belirgin bir değerlenme, iç borç faiz oranlarında düşüş, yurtiçi kredi stokunda artış, milli gelirde yüksek bir büyüme, enflasyon oranında düşüş, yatırımlarda artış olduğu görülmektedir (Celasun, 2002: 18).

Türkiye'nin IMF ile yaptığı üç yıllık anlaşmanın daha ilk yılı bitmeden, birbirini izleyen 22 Kasım 2000 ve 21 Şubat 2001 tarihlerinde iki önemli patlama yaşanmıştır. Yaşanan bu krizlerin esasen temel nedenleri; hem yapısal hemde makro

ekonomik anlamda kökleşmiş sorunlar, bankacılık sektörüne ilişkin pek çok sayıdaki sorunun uygulanan programla birlikte daha da belirgin bir hale bürünmesi, ithalatın hızlı bir şekilde artmasıyla birlikte dış açıkların kaygı verici boyutlara ulaşması, sabit kura dayalı olarak yürütülen istikrar programının neden olduğu ve dışsal etkenlerden kaynaklanan risklerin çoğalması sayılabilir (Yay, 2001: 12).

Kasım 2000 tarihinde patlak veren krizde bankaların likidite sıkıntısına düşmeleri krize neden olmuştur. Bu döenemde bankaların açık pozisyonlarını kapatma amacıyla likidite bulma arayışı içine girmişlerdir. Likidite arayışına girilmesi faiz oranlarının yükselmesini de beraberinde getirmiştir. Bu dönemde Türkiye'nin içinde bulunduğu bu durum dış piyasalarda borçlanma faizini etkileyen risk primlerinin yükselmeye başlamasıyla artık daha zor ve maliyetli dış borç sağlamaya sebeb olmuştur. Bu dönemde bankalarda hızla artan likidite gereksinimleri neticesinde yüksek faizler ile borç bulabilme arayışı içerisine girmeleri sonucunda döviz talepleri artmış, yabancı bankalar ise hızla hazine kağıtlarını satarak ülkeden çıkmaya başlamışlardır. Bu dönemde Merkez Bankası' nında likidite gereksinimini karşılayamaması üzerine baş gösteren bunalım piyasalara da yansıyarak reel sektör krizini doğurmuş ve reel kesimde ciddi bir talep daralması oluşmuş ve bu durumlara bağlı olarak dövize yönelik spekülatif bir akımı da beraberinde getirmiştir. İzleyen süreçte IMF tarafından kredi sağlanmış ve sorunlu bankaların TMSF'ye devredilmesi ile birlikte piyasalarda önemli derecede bir rahatlama sağlanmıştır (Karaçor, 2006: 387).

2000 krizinden yaklaşık üç ay sonra 19 Şubat 2001 tarihinde dönemin Başbakanı Bülent Ecevit ile Cumhurbaşkanı Ahmet Necdet Sezer arasında beklenmedik siyasi bir tartışma yaşanmış ve Başbakan tarafından "devlet yönetiminde kriz var" açıklamasıyla birlikte ikinci kriz patlak vererek bu defa da döviz krizi yaşanmıştır. Başbakanın açıklamasıyla mali piyasalarda bir panik havası oluşmuştur. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) bir günde % 20'nin üzerinde değer kaybetmiş ve bu süreçte gecelik faizlerin uçuk rakamlara yükselmesine rağmen yurtiçi yerleşiklerde yoğun döviz talebi meydana gelmiştir.

Yerleşiklerin döviz taleplerini karşılamak üzerine Merkez Bankası tarafından 5 milyar dolarlık döviz satışı gerçekleştirilmiştir. Kamu bankalarının artık likidite ihtiyaçlarını karşılayamayacak duruma gelmeleri, ödemeler sisteminin kilitlenecek boyutlara ulaşması, Merkez Bankasının müdahale gücünün kalmaması ve bankacılık sisteminde meydana gelebilecek büyük bir çöküşü önlemek için Türk Lirası' nın yabancı para birimleri karşısındaki değeri dalgalanmaya bırakılmıştır. Türk lirasının dolar karşısındaki değeri 684 bin seviyelerindeyken bir günde 1.2 milyon seviyelerine yükselmiştir. 21 Şubat günü bankalararası gecelik faiz % 6200 seviyelerine kadar yükselmiş ortalama yaklaşık % 4018,6 olmuştur. İzleyen süreçte örtülü devalüasyon ile TL'nin değeri yaklaşık % 40 oranında düşmüş ve devletin borcu 29 katrilyon TL artmıştır (Uygur, 2001: 22-23).

2001 kriziyle birlikte reel ekonomide arz ve talep yönlü daralma oluşmasıyla birlikte krizin daha önce yaşanılan krizler gibi kısa sürede aşılamayacağı anlaşılmıştır. Bunun üzerine Mayıs ayında Kemal Derviş tarafından açıklanan "Güçlü Ekonomiye Geçiş" programı, IMF ve Dünya Bankası kredileriyle desteklenmiştir. Bu süreçte üretimdeki düşüş denetim altına alınmış, ekonomide istikrarın sağlanmasına yönelik adımlar atılmış ve bankacılık sektöründe reform odaklı ekonomi programının yürürlüğe girmesi neticesinde kriz kontrol altına alınabilmiştir (www.bbc.com, E.T: 10.04.2019).

Aşağıdaki tabloda Türkiye'nin 2000-2007 yılları arasındaki makroekonomik göstergeleri gösterilmektedir.

Tablo 21: Türkiye 2000-2007 Yılları Makroekonomik Göstergeleri

GÖSTERGELER/YIL	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
GSYİH Oranı (%)	6,8	-5,7	6,2	5,3	9,4	8,4	6,9	4,6
Enflasyon Oranı (%)	39	68,5	29,7	18,4	9,4	7,7	9,7	8,4
İhracat/GSYİH Oranı (%)	10,5	15,9	15,6	15,5	16,2	15,2	16,2	16,3
İthalat/GSYİH Oranı (%)	20,5	21	22,4	22,8	25	24,2	26,5	25,9
Cari İşlemler/GSYİH (%)	-3,7	1,9	-0,3	-2,5	-3,7	-4,6	-6,1	-5,7
İşsizlik Oranı (%)	6,5	8,4	10,3	10,5	10,3	10,3	9,9	9,9

Kaynak: (Lapavitsas, 2009: 308).

3.6 Gelişmekte Olan Ülkelerde Ekonomik Kırılganlıklar

Kırılganlık kavramı, "kolay ve çabuk kırılabilme" anlamına gelmektedir (TDK, 1979: 246-247). Ekonomik kırılganlık ise küçük bozukluklar veya küçük değişimler karşısında sistemin bir anda negatif anlamda büyük bir tepki vermesi ve eski haline bir anda dönememesidir (Sundararajan ve Balino, 2013: 5). Bir başka ifadeyle "kolayca bozulabilen ve arızalanabilen, darbelere karşı açık olan ve olası darbelere karşı güçsüz" anlamına gelen "kırılganlık" kavramı, günümüzde bazı ülkelerin ekonomileri söz konusu olduğunda sıklıkla kullanılan ve söz konusu ülkelerin yapısal özelliklerini niteleyen bir kavram olarak kullanılmaktadır (Oxford, 2000).

Başçı ve Kara (2011)'e göre küresel likiditedeki kısa vadeli bollaşma ulusal parayı değerlendirmekte aynı zamanda da ithalata olan talebi uyarmaktadır ve kredi arzı ve emtia fiyatlarında hızlı bir artışa neden olarak finansman kalitesi düşük olan bir cari açık sorununu doğurmaktadır (Başçı ve Kara, 2011: 11).

Ekonomik kırılganlığın ölçülmesinde veya ağırlığının saptanması açısından ortak bir görüş olmamakla birlikte genel olarak kabul görmüş kırılganlık göstergeleri; dış kırılganlıklar, mali kırılganlıklar ve finansal kırılganlıklar olmak üzere üç grupta incelenmektedir (Can ve Dinçsoy, 2016: 285).

Dış kırılganlıklar, yabancı yatırımcılar için en önde gelen kırılganlık göstergesidir. Yabancı yatırımcılar için önemli olan gelişmekte olan ülkeye yatırım amacıyla getirdikleri dövizi belirlenen vade sonunda önceden belirlenen getirisi ile birlikte geri alıp alamayacakları durumudur. Dolayısıyla bir ülkede dış kırılganlık göstergelerinde bir bozulma yaşanması yabancı yatırımcıyı ilk öncelikli etkileyecek göstergeleri içermektedir. Bunlar (Özyıldız, 2014);

- Cari açık / GSYİH
- Ülkenin uluslararası döviz rezervleri / Ülkenin kısa vadeli borcu
- Ülkenin uluslararası döviz rezervleri / GSYİH
- Ülkenin toplam dış borcu / GSYİH
- Ülkenin toplam dış borcu / Ülkenin toplam yıllık ihracatı
- Reel kurun aşırı değerlenmesi durumu sayılabilir.

Mali kırılganlıklar, açısından ise devlet bütçesinin gücünün ve durumunun anlaşılmasına yönelik oranlar bulunmaktadır. Bir ülkede eğer dış açığa ek olarak kamu açığı da varsa "ikiz açık" sorunu oluşacak ve böyle bir durumda kırılganlık derinleşecektir. Mali kırılganlığın anlaşılmasına yönelik göstergeler şunlardır (http://www.hakanozyildiz.com/2014/02/krlganlk-gostergeleri.html, E.T: 13.04.2019):

- Ülkedeki bütçe açığı / GSYİH
- Ülkedeki kamu açığı / GSYİH
- Ülkenin toplam kamu borcu / GSYİH
- Ülkede vadesi 12 ay içerisinde dolacak borç toplamı / GSYİH
- Kamunun toplam dış borcu / GSYİH sayılabilir.

Finansal kırılganlıklar, açısından kapitalist ekonomilerde ülkedeki finansal sistemin sağlıklı işleyişi ekonominin can damarı olarak görülmektedir. Söz konusu ülkede sağlıklı çalışamayan bankacılık sistemi ülkedeki kırılganlığın artığının en önemli göstergesi olarak görülmektedir. Finansal kırılganlık göstergeleri şunlardır (http://globalekonomikmonitor.blogspot.com/2008/11/ekonomik-krlganlk-ve-hesaplama.html , E.T: 13.04.2019):

- Ülkedeki bankalar tarafından kullandırılan kredi / Ülke bankalarındaki mevduat oranı,
- Ülkedeki finansal kurumların yıllık toplam kredi büyümesi,

- Toplam krediler / GSYİH,
- Finansal sektörün yabancı bankalara borcu / GSYİH,
- Bankaların toplam özsermaye büyüklüğü / bankaların toplam varlıkları sayılabilir.

Gelişmekte olan ekonomilerde kırılganlığa neden olan unsurlar; ülkenin sermaye hesabı ve finansal sistemin liberalizasyonu, iç tasarrufların düşük olması, kurumların taahhüt sorunlarından kaynaklanan zayıflığı olarak sayılabilir (Oğuz, 2018: 26-31; Elüstü, 2016: 52-56).

Ülkenin sermaye hesabı ve finansal sistemin liberalizasyonu açısından, yaklaşık son yirmi yıllık süreçte birçok ülkenin sermaye hesabı ve finansal sistemi liberalleştirilmiştir. Atılan bu adımla birlikte birçok gelişmiş, gelişmekte olan ülkede bankacılık sektörü sorunları meydana geldiği bilinmektedir. Avrupa'dan Latin Amerika'ya ve Doğu Asya'ya kadar birçok ülkede keskin bir devalüasyon ve döviz rezervlerinde büyük miktarlarda azalma, faiz oranlarında ise hızlı bir yükseliş veya dış borca hizmet eden bir moratoryum görülmüştür. Birçok gelişmekte olan ülke ekonomisi kısa vadeli borca bağımlı hale gelmiş, sermaye hesabı liberalizasyonu ve gelişmekte olan piyasalardaki finansal kırgınlık arasında çeşitli teorik bağlantılar olduğu görülmüştür. Ülkenin sermaye hesabı ve finansal sistemin liberalizasyonu, ekonomik büyüme ve kalkınmayı olumlu yönde etkilemekte ancak kırılganlığı arttırmaktadır. Kırılganlık üzerine yapılan ekonometrik çalışmalar neticesinde finansal serbestleşmenin gelişmekte olan piyasalarda bankacılık krizlerinin artmasına ve bankacılık sisteminin kırılganlaşmasına neden olduğu ortaya çıkmıştır (Oğuz, 2018: 26-27).

Gelişmekte olan ekonomilerde iç tasarrufların düşük seviyelerde gerçekleşmesinin nedenleri incelendiğinde gelir dağılımının dengesiz dağılımı akla gelmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde nüfusun büyük bir kısmının gelirinin düşük gelir seviyesinde olması ve bu kısmın gelirlerinin neredeyse tamamını tüketime ayırması iç tasarrufların düşük gerçekleşmesinde etkili olmaktadır. Ayrıca tüm gelir

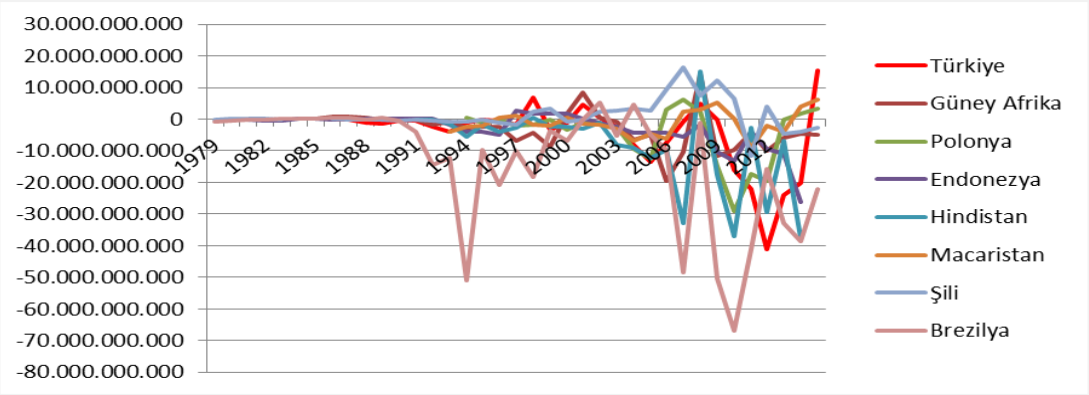
grupları açısından incelendiğinde gösteriş için yapılan tüketimin çokluğu ve devletin halkı tasarruf yapmaya özendirecek kurumsallaşmanın yeterli olmadığı görülmektedir (Erkal, 2006: 82).

Gelişmekte olan ekonomilerde kurumların taahhütlerini yerine getirme sorunlarından kaynaklanan zayıflıkları mali krizlere ve kırılganlıklara neden olmaktadır. Kurumların aldıkları kredilerin geri ödenmesi konusunda karşılaşılan sorunlar, gecikme, erteleme veya ödeyememe gibi durumlar mali krizlere ve dolayısıyla finansal sistemin ve ekonominin kırılganlaşmasına neden olmaktadır (Eichengreen, Hausmann ve Panizza, 2007).

Gelişmekte olan ekonomilerde siyasi konjonktür ilk başta doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde etkili ve önemli olmaktadır. Yabancı sermaye için bir ülkedeki ekonomik ve siyasi istikrar oldukça etkili ve önemlidir. Bir ülkede oluşabilecek ekonomik ve siyasi istikrarsızlık durumunda ilk olarak likiditesi düşük olması nedeniyle doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde risk oluşturmaktadır. Ekonomik ve siyasi istikrarsızlık riski taşıyan bir ülkede en risksiz, likiditesi yüksek ve kaçışı kolay olduğundan portföy yatırımlarına ilgi duyulmaktadır. Toplam yatırımlar içerisinde kısa vadeli yatırımların oranının yüksek olması bu ülkelerde herhangi bir belirsizlik ve risk ortamında yatırımlar kolayca ülkeden dışarı çıkacak ve böylece finansal krize veya krizin derinleşmesine neden olacağından ülkenin kırılganlığını arttıracaktır (Elüstü, 2016: 57).

1990 yıllarından sonra gelişmekte olan ülkelere yapılan portföy yatırımları incelendiğinde özellikle kriz dönemlerinde keskin düşüşler görülmektedir. Aşağıdaki grafikte kırılgan sekizli ülkeleri incelenmekte olup bu ülkeler doğrudan yabancı yatırımlara oranla portföy yatırımlarını daha fazla çekmektedirler. Aşağıdaki grafikten de anlaşılacağı üzere portföy yatırımları ürkektir ve kriz dönemlerinde portföy yatırımlarında aşırı kırılmalar yaşanmaktadır.

Grafik 3: Kırılgan Sekizli Portföy Yatırımları



Kaynak: (Çiğdem, 2016: 134).

Grafik 3'te görüldüğü üzere kriz dönemlerinde, 1994 ve 2000-2001 krizlerinde Türkiye'de, 1999 yılı Brezilya krizi, 2001 yılı Arjantin krizinin yaşandığı yıllarda söz konusu ülkelerin portföy yatırımlarında düşüşler, kırılmalar yaşanmıştır.

IV. BÖLÜM

4. GELİŞMEKTE OLAN PİYASALARA AİT FİNANSAL ORANLAR VE KREDİ DERECELENDİRMELERİ İLE PANEL VERİ ANALİZİ

Çalışmanın bu bölümünde araştırmanın amacı, araştırmanın kapsamı ve sınırları, araştırmanın yöntemi ve örneklemi hakkında bilgiler verilecektir.

4.1 Araştırmanın Amacı ve Önemi

Bu çalışmanın amacı, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları; Moody's Investor Service, Fitch Investor Service ve Standart&Poors tarafından yapılan not değerlendirmelerinin ilk öncelikle gelişmekte olan piyasalardaki uluslararası portföy yatırımları üzerindeki etkilerini, doğrudan yabancı yatırımlar ve temel ekonomik göstergeler üzerindeki etkilerini tespit etmek amaçlanmaktadır.

Çalışma, kredi derecendirme kuruluşları tarafından verilen kredi notlarının gelişmekte olan piyasalara etkisi incelenmesi açısından literatürdeki diğer çalışmalara göre hem daha uzun bir dönemi kapsaması hem daha fazla ülkeyi incelemesi hemde güncel verilerin kullanılmış olması bakımından önemlidir.

4.2 Araştırmanın Kapsamı ve Sınırlılıkları

Bu araştırma gelişmekte olan piyasalar içerisinde yer alan 27 ülkenin 1998-2017 yıllarınını kapsayan kredi notları, ülkelerin kredi not ortalamaları, büyüme oranları, enflasyon oranları, mevduat faizi oranları, ülkelerin cari açıklarının GSYH oranları, doğrudan yabancı yatırımlar ve net portföy yatırımları derlenerek analiz edilmiştir. Gelişmekte olan piyasalar içerisinde kabul edilen Suudi Arabistan, Tayvan, Polonya, Katar ve Pakistan ülkelerine ait verilerin eksikliği ve verilerin

düzenli olmaması sebebiyle bu ülkeler analiz kapsamından çıkarılmış ve 22 ülke analiz kapsamına alınmıştır.

Yapılan araştırmada gelişmekte olan piyasalara yapılan yatırımlar; doğrudan yabancı yatırım ve net portföy yatırımları olarak ele alınmıştır. Uluslararsı kredi derecelendirme kuruluşlarının gelişmekte olan piyasalara etkisinin ölçümü için Moody's Investor Service (M), Standart&Poors (SP), Fitch Investor Service (F), Ülkelerin üç büyük kredi derecelendirme kuruluşundan aldıkları kredi notlarının ortalamaları (GNO), büyüme oranı (BO), Enflasyon oranı (EO), Mevduat faizi oranı (MFO), Cari açığın GSYH'ye oranı (CAGSYH), Doğrudan yabancı yatırımlar (DYY), Net portföy yatırımları (NPY) kullanılmıştır.

4.3 Araştırmanın Yöntemi ve Örneklem

Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından yapılan not değerlendirmelerinin gelişmekte olan piyasalardaki yatırımlara etkisi araştırılırken Regresyon Analizi yönteminden yararlanılmıştır. İlk olarak ülkelere ve firmalara ait parametreler belirli bir zaman dilimi baz alınarak birleştirilmiş sonrasında kredi notlarının, net portföy yatırımları, doğrudan yabancı yatırımlar ve temel ekonomik göstergelere etkisinin incelenmesi için çoklu ve tekli regresyon modelleri kurulmuştur.

Regresyon Analizinde verileri analiz etmek için bağımlı ve bağımsız değişkenlerin oluşturulması gerekmektedir. Bağımlı ve bağımsız değişkenler birbirlerine bağlı olarak değişim göstermektedirler. Bağımlı değişkenler, deneylerde değişkenlerden birinin değişimine bağlı olarak değişen değişkenlerdir. Bağımsız değişkenler ise bir değişkene bağlı olmadan değişen, neden oluşturan değişkenlerdir. Bağımsız değişkenler sonuç değişkeni olarak da ifade edilmektedir (Orhunbilge, 2017). Aşağıdaki tabloda Regresyon Analizinde kullanılacak olan değişkenler ve semboller gösterilmektedir.

Tablo 22: Analizde Kullanılacak Olan Oranlar ve Semboller

Oranlar	**Semboller**
Moody's kredi notları	M
Standart&Poor's kredi notları	SP
Fitch kredi notları	F
Genel not ortalaması	GNO
Büyüme oranı	BO
Enflasyon oranı	EO
Mevduat faizi oranı	MFO
Cari açığın GSYH'ye oranı	CAGSYH
Doğrudan yabancı yatırımlar	DYY – STNDDYY
Net portföy yatırımları	NPY – STNDNPY

4.4 Araştırmanın Bulguları ve Değerlendirilmesi

Çalışmada gelişmekte olan piyasalar içerisinde yer alan ülkelerin 1998-2017 yılları arasındaki kredi dereclendirme notları, temel ekonomik göstergelere ilişkin veriler, net portföy yatırımları ve doğrudan yabancı yatırımlara ilişkin veriler toplanarak birleştirilmiştir. Verilerin analizi aşamasından regresyon modelleri kurularak Regresyon Analizi yöntemi kullanılmıştır.

Tablo 23' te ilk olarak değişkenlere ilişkin Tanımlayıcı İstatistikler Tablosu gösterilecektir. Tablo 24' te değişkenler arasında modellerin kurulabilmesi açısından yüksek düzeyde korelasyon olup olmadığı araştırılacaktır. Analizin devamında ilk önce çoklu regresyon modeli kurularak Genel Not Ortalaması değişkeni üzerinde, Büyüme Oranı, Enflasyon Oranı, Mevduat Faizi Oranı, Cari Açığın Gayri Safi Yurtiçi Hasılaya Oranı, Doğrdan Yabancı Yatırımlar ve Net Portföy Yatırımları değişkenlerinin etkisi incelenecektir. Devamında ise GNO dğişkeni bağımsız değişken olarak alınıp diğer değişkenler üzerinde modeller kurularak birebir etkisi incelenecektir.

Tablo 23: Tanımlayıcı İstatistikler

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Sp	440	54,375	17,91546	0	90
M	440	55,38636	17,95872	10	90
F	440	55,17045	17,08296	0	85
Gno	440	54,97725	17,38498	3,33	88,33
Bo	440	3,627727	4,192037	-25	18,3
Eo	440	9,56375	28,49984	-1,6	493,6
Mfo	440	8,46825	9,368062	0,12	80,11
Cagsyh	440	0,3961364	4,823864	-13,6	17,8
Dyy	440	-9717470071	26225718720	-231652000000	41674876170
Npy	440	-2879804007	15147135166	-82429447387	68416515086
Stnddyy	440	-0,000000021	1,000000107	-8,462477	1,959616
Stndnpy	440	0,00000000091	1,000000008	-5,251795	4,706918

Tanımlayıcı istatistikler tablosunda görüldüğü üzere veri setinde her bir değişken 440 gözlemden oluşmaktadır. Standart&Poor's 1998-2017 yılları arasında 100'lük not sistemine göre gelişmekte olan piyasalara ortalama 54,3 olarak kredi notu değerlendirmesi yapmıştır. Gelişmekte olan piyasalar, Standart&Poor's kredi derecelendirme notlarından minimum 0 maksimum 90 kredi notu almışlardır.

Moody's ise 1998-2017 yılları arasındaki süreçte, 100'lük not sistemine göre gelişmekte olan piyasalara ortalama 55,3 olarak kredi notu değerlendirmesi yapmıştır. Gelişmekte olan piyasalar 20 yıllık süreçte Moody's kredi notu değerlendirmelerinden minimum 10 maksimum 90 kredi notu almışlardır.

Fitch ise 1998-2017 yılları arasındaki süreçte, 100'lük not sistemine göre gelişmekte olan piyasalara ortalama 55,1 olarak kredi notu değerlendirmesi yapmıştır. Gelişmekte olan piyasalar 20 yıllık süreçte Fitch'in kredi notu değerlendirmelerinden minimum 0 maksimum 85 kredi notu almışlardır.

Genel not ortalaması değişkeni, S&P, Moody's ve Fitch kredi notlarının yıllar itibariyle ağırlıklı ortalaması alınarak oluşturulmuştur. Gelişmekte olan piyasalar 1998-2017 yılları arasındaki süreçte ortalama 54,9 genel not ortalamasına sahiptirler.

Genel not ortalaması olarak gelişmekte olan piyasalarda minimum 3,33 maksimum 88.33 genel kredi notu ortalaması hesaplanmıştır.

Büyüme oranı değişkeni açısından bakıldığında gelişmekte olan piyasalar 1998-2017 yılları arasındaki süreçte ortalama % 3.62 büyümüş oldukları görülmektedir. Gelişmekte olan piyasalar içerisinde yer alan ülkeler 20 yıl süreçte minimum % -25 maksimum % 18.3 büyüdükleri görülmektedir.

Enflasyon oranı açısından gelişmekte olan piyasalar 1998-2017 yılları arasndaki ortalama % 9,56 enflasyon görülmektedir. Gelişmekte olan piyasalar içerisinde yer alan ülkelerde 20 yıllık süreçte minimum % -1,6 maksimum % 493,6 enflasyon görülmektedir.

Mevduat faizi oranı açısından gelişmekte olan piyasalar 1998-2017 yılları arasındaki süreçte ortalama % 8,46 mevduat faizi verilmiştir. Gelişmekte olan piyasalarda yer alan ülkelerde 20 yıllık sürede mevduat faizi oranı olarak minimum % 0,12 maksimum % 80,11 oranında mevduat faizi verildiği görülmektedir.

Cari açığın Gayri safi yurtiçi hasılaya oranı açısından gelişmekte olan piyasalar 1998-2017 yılları arasındaki süreçte oranın ortalama % 0,39 olduğu görülmektedir. Gelişmekte olan piyasalar içerisinde yer alan ülkelerde 20 yıllık süreçte bu oran minimum % -13,6 maksimum % 17,8 olduğu görülmektedir.

Doğrudan yabancı yatırımlar değişkeni açısından gelişmekte olan piyasalar 1998-2017 yılları arasındaki süreçte ortalama -9717470071 ABD doları doğrudan yabancı yatırım olduğu görülmektedir. Gelişmekte olan piyasalar içerisinde yer alan ülkeler açısından minimum Dyy değeri -231652000000 ABD doları, maksimum 41674876170 ABD doları olarak gerçekleştiği görülmektedir. Net portföy yatırımları açısından 1998-2017 yılları arasında gelişmekte olan piyasalarda ortalama -2879804007 ABD doları olarak net portföy yatırımı gerçekleştiği görülmektedir. Gelişmekte olan piyasalarda 20 yıllık süreçte minimum -82429447387 ABD doları, maksimum 68416515086 ABD doları olarak net portföy yatırımı gerçekleştiği

görülmektedir. Ancak Dyy ve Npy değerleri veri setinde çok büyük rakamlar olduğundan iki değişkenin verileri standardize edilmiştir. Bu iki değişken açısından veri setinde eksi değerlerde olduğu gözlemlendiğinden verilerin logaritması alınamamıştır. Dyy ve Npy değişkenlerinin verileri standardize edilirken her bir değerin ortalamadan farkını alıp standart sapmaya bölerek veriler standardize edilerek analize dahil edilmiştir.

Aşağıdaki tabloda çalışmamızda kullanılan değişkenlere ilişkin korelasyon tablosu gösterilmektedir. Korelasyon analizi iki veya daha çok değişken arasında anlamlı bir ilişkinin olup olmadığını inceleyip eğer ilişki varsa bu ilişkinin yönünü ve kuvvetini ortaya koyan istatistiksel bir analizdir. Korelasyon katsayısı ($-1 \leq r \leq +1$) arasında değerler almakla birlikte korelasyon katsayısının eksi olduğu durumlar değişkenler arasındaki ters yönlü ilişkiyi gösterirken, korelasyon katsayısının pozitif olduğu durumlar değişkenler arasındaki doğrusal ilişkiyi ifade etmektedir.

Tablo 24: Korelasyon Tablosu

	sp	**m**	**f**	**gno**	**bo**	**eo**	**mfo**	**cagsyh**	**dyy**	**npy**
sp	1									
m	0,956***	1								
f	0,961***	0,947***	1							
gno	0,988***	0,983***	0,984***	1						
bo	0,221***	0,218***	0,235***	0,228***	1					
eo	-0,385***	-0,362***	-0,377***	-0,380***	-0,384***	1				
mfo	-0,553***	-0,534***	-0,530***	-0,547***	-0,272***	0,339***	1			
cagsyh	0,0175	0,0141	0,0250	0,0190	0,0610	0,0360	-0,150***	1		
dyy	-0,186***	-0,189***	-0,177***	-0,187***	-0,206***	0,0593	0,0678	0,0277	1	
npy	0,0149	0,0105	0,0109	0,0123	-0,0620	0,0233	-0,0204	0,215***	0,354***	1

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Korelasyon analizi sonuçlarına göre S&P kredi notları ile Moody's kredi notları arasında % 95,6 oranında, S&P kredi notları ile Fitch kredi notları arasında % 96,1 oranında, Fitch kredi notları ve Moody's kredi notları arasında ise % 94,7 oranında pozitif yönlü yüksek düzeyde anlamlı ilişki olduğu görülmektedir. Bir başka kredi notu değişkeni olan Genel Not Ortalaması değişkeninin S&P, Moody's

ve Fitch değişkenleri ile korelasyon katsayıları incelendiğinde S&P ile % 98,8 oranında, Moody's ile % 98,3 oranında ve Fitch ile % 98,4 oranında pozitif yönlü yüksek düzeyde anlamlı ilişki olduğu görülmektedir. Hesaplanan korelasyon katsayılarına göre S&P, Moody's, Fitch ve GNO değişkenleri arasında % 70 ve üzeri anlamlı ilişki olduğundan bu değişkenlerden iki veya daha fazlasının aynı modelde yer almaması gerektiği sonucuna varılmaktadır (Gujarati ve Porter, 2013).

Büyüme oranı değişkeninin korelasyon katsayıları incelendiğinde, S&P ile arasında % 22,1 oranında, Moody's ile % 21,8 oranında, Fitch ile % 23,5 ve GNO değişkeni ile arasında % 22,8 oranında pozitif yönlü anlamlı bir ilişkisi olduğu görülmektedir.

Enflasyon oranı değişkenin korelasyon katsayıları incelendiğinde, S&P ile % 38,5 oranında, Moody's ile % 36,2 oranında, Fitch ile % 37,7 oranında, GNO ile % 38, BO ile % 38,4 oranında pozitif yönlü anlamlı bir ilişkisi olduğu görülmektedir.

Mevduat faizi oranı değişkeninin korelasyon katsayıları incelendiğinde, S&P ile % 55,3 oranında, Moody's ile % 53,4 oranında, Fitch ile % 53 oranında, GNO ile % 54,7 oranında, BO ile % 27,2 oranında, EO ile 33,9 oranında pozitif yönlü anlamlı ilişkisi olduğu görülmektedir.

Cari açığın gayri safi yurtiçi hasılaya oranı değişkeninin korelasyon katsayıları incelendiğinde Mevduat faizi oranı değişkeni ile arasında % 15 oranında pozitif yönlü anlamlı bir ilişki olduğu görülmektedir.

Doğrudan yabancı yatırımlar değişkeninin korelasyon katsayıları incelendiğinde, S&P ile %18,6 oranında, Moody's ile % 18,9 oranında, Fitch ile % 17,7 oranında, GNO ile % 18,7 oranında, BO ile % 20,6 oranında pozitif yönlü anlamlı ilişkisi olduğu görülmektedir.

Net portföy yatırımları değişkeninin korelasyon katsayıları incelendiğinde, CAGSYH ile % 21,5 oranında, DYY ile % 35,4 oranında pozitif yönlü anlamlı bir

ilişkisi olduğu görülmektedir. Tablo 25'de analizde yer alan bağımsız değişkenlerin Genel not ortalamasına etkilerini tespit etmek açısından çoklu regresyon analizi yapılmıştır.

Tablo 25: Analiz Edilen Modellerdeki Bağımlı ve Bağımsız Değişkenler

Modeller	**Bağımlı Değişkenler**	**Bağımsız Değişkenler**
Model 1	GNO	BO, EO, MFO, CAGSYH, STNDDYY, STNDNPY
Model 2	EO	GNO
Model 3	F.EO	GNO
Model 4	BO	GNO
Model 5	F.BO	GNO
Model 6	MFO	GNO
Model 7	F.MFO	GNO
Model 8	CAGSYH	GNO
Model 9	F.CAGSYH	GNO
Model 10	STNDDYY	GNO
Model 11	F.STNDDYY	GNO
Model 12	STNDNPY	GNO
Model 13	F.STNDNPY	GNO

H_0: Genel not ortalaması üzerinde analizi yapılan diğer değişkenlerin anlamlı bir etkisi yoktur.

H_1: Genel not ortalaması üzerinde analizi yapılan diğer değişkenlerin anlamlı bir etkisi vardır.

Tablo 26: Model 1- Çoklu Regresyon Analizi Tablosu

Source	**SS**	**DF**	**MS**	**Number of obs =**	440
Model	49034,309	6	8172,38483	**F(6, 433)**	42,3
Residual				**Prob > F**	0,000
	83647,9327	433	193,182293	**R-squared**	0,3696
				Adj R-squared	0,3608
Total	132682,242	439	302,237453	**Root MSE**	13,899
Gno	**Coef.**	**Std. Err.**	**t**	**P>t [95% Conf.**	**Interval]**
Bo	-0,0387434	0,177411	-0,22	0,827 -,3874373	0,3099504
Eo	-0,1302757	0,0262998	-4,95	0,000 -,1819667	-0,0785846
Mfo	-0,8776049	0,0773748	-11,34	0,000 -1,029682	-0,725528
Cagsyh	-0,2017433	0,1433889	-1,41	0,160 -,4835682	0,0800816
Stnddyy	-2,96477	0,724496	-4,09	0,000 -4,388737	-1,540804
Stndnpy	1,382239	0,7271682	1,9	0,058 -,0469798	2,811457
_cons	63,88091	1,220317	52,35	0,000 61,48242	66,27939

Çoklu regresyon analizi sonuçları tablosunda göre, analizdeki gözlem sayısı (440), F değeri (42,3) olduğu ve Prob değerinin (0,000) olduğundan modelin anlamlı olduğu görülmektedir. Modelde R kare değerinin (0,3696) olduğu ve düzeltilmiş R kare değerinin (0,3608) olduğu görülmektedir.

Regresyon analizi tablosundaki sonuçlar incelendiğinde büyüme oranı değişkenin katsayısı (-0,0387434) olarak hesaplanmış olduğu görülmekte ve BO arttıkça GNO değişkeni (-0,0387434) azalmaktadır. T istatistik değeri (-0,22) olduğu görülmekte, Prob değeri (0,827>0,10) olduğundan modelin anlamsız olduğu görülmektedir.

Enflasyon oranı değişkeni katsayısının (-0,1302757) olarak hesaplanmış olduğu görülmekte ve EO arttığında GNO değişkeninin (-0,1302757) azaldığı

anlaşılmaktadır. T istatistik değeri (-4,95) olduğu görülmekte ve Prob değeri ise (0,000<0,10) olduğundan modelin anlamlı olduğu anlaşılmaktadır.

Mevduat faizi oranı değişkeni katsayısının (-0,8776049) olarak hesaplanmış olduğu görülmekte ve MFO arttığında GNO değişkeninin (-0,8776049) azaldığı anlaşılmaktadır. T istatistik ve Prob değerleri incelendiğinde, T istatistik değeri (-11,34) olduğu ve Prob değeri ise (0,000<0,10) olduğundan modelin anlamlı olduğu anlaşılmaktadır.

Cari açığın gayri safi yurtiçi hasılaya oranı değişkeni katsayısının (-0,2017433) olarak hesaplanmış olduğu görülmekte ve CAGSYH arttığında GNO değişkeninin (-0,2017433) azaldığı görülmektedir. T istatistik değeri ve Prob değeri incelendiğinde, T istatistik değeri (-1,41) ve Prob değeri (0,160>0,10) olduğundan modelin anlamsız olduğu anlaşılmaktadır.

Doğrudan yabancı yatırımlar değişkeni incelendiğinde, katsayısının (-2,96477) olarak hesaplanmış olduğu görülmekte ve STNDDYY değişkeni arttığında GNO değişkenin (-2,96477) azaldığı anlaşılmaktadır. T istatistik değeri (-4,06) ve Prob değeri (0,000<0,10) olduğundan modelin anlamlı olduğu anlaşılmaktadır.

Net portföy yatırımları değişkeni incelendiğinde, katsayısının (1,382239) olarak hesaplandığı görülmekte ve STNDNPY arttığında GNO değişkenininde (1,382239) arttığı görülmektedir. T istatistik değeri ve Prob değeri incelendiğinde, T istatistik değeri (1,9) olduğu ve Prob değeri (0,058<0,10) olduğundan modelin anlamlı olduğu anlaşılmaktadır.

Sabit değişken (_cons) incelendiğinde Prob değerinin (0,000) olduğu ve (0,000<0,10) olduğundan sabit değişkenin anlamlı olduğu anlaşılmaktadır.

Model 1: $GNO = \beta_0 + \beta_1 BO + \beta_2 EO + \beta_3 MFO + \beta_4 CAGSYH + \beta_5 STNDDYY + \beta_6 STNDNPY + \varepsilon$

GNO = 63,88091 – 0,0387434*BO – 0,1302757*EO – 0,8776049*MFO – 0,2017433*CAGSYH – 2,96477*STNDDYY + 1,382239*STNDNPY + ε

Bu kısımdan itibaren GNO'nun BO, EO, MFO, CAGSYH, STNDDYY, STNDNPY üzerindeki mevcut yılda ve bir yıl sonraki etkileri analiz edilecektir. Hipotezler aşağıda verilmiştir.

H_2: Mevcut yıldaki genel not ortalamasının mevcut yıldaki enflasyon oranı üzerinde anlamlı bir etkisi yoktur.

H_3: Mevcut yıldaki genel not ortalamasının mevcut yıldaki enflasyon oranı üzerinde anlamlı bir etkisi vardır.

H_4: Mevcut yıldaki genel not ortalamasının bir yıl sonraki enflasyon oranı üzerinde anlamlı bir etkisi yoktur.

H_5: Mevcut yıldaki genel not ortalamasının bir yıl sonraki enflasyon oranı üzerinde anlamlı bir etkisi vardır.

H_6: Mevcut yıldaki genel not ortalamasının mevcut yıldaki büyüme oranı üzerinde anlamlı bir etkisi yoktur.

H_7: Mevcut yıldaki genel not ortalamasının mevcut yıldaki büyüme oranı üzerinde anlamlı bir etkisi vardır.

H_8: Mevcut yıldaki genel not ortalamasının bir yıl sonraki büyüme oranı üzerinde anlamlı bir etkisi yoktur.

H_9: Mevcut yıldaki genel not ertalamasının bir yıl sonraki büyüme oranı üzerinde anlamlı bir etkisi vardır.

H_{10}: Mevcut yıldaki genel not ortalamasının mevcut yıldaki mevduat faizi oranı üzerinde anlamlı bir etkisi yoktur.

H_{11}: Mevcut yıldaki genel not ortalamasının mevcut yıldaki mevduat faizi oranı üzerinde anlamlı bir etkisi vardır.

H_{12}: Mevcut yıldaki genel not ortalamasının bir yıl sonraki mevduat faizi oranı üzerinde anlamlı bir etkisi yoktur.

H_{13}: Mevcut yıldaki genel not ortalamasının bir yıl sonraki mevduat faizi üzerinde anlamlı bir etkisi vardır.

H_{14}: Mevcut yıldaki genel not ortalamasının mevcut yıldaki cari açığın gayri safi yurtiçi hasılaya oranı üzerinde anlamlı bir etkisi yoktur.

H_{15}: Mevcut yıldaki genel not ortalamasının mevcut yıldaki cari açığın gayri safi yurtiçi hasılaya oranı üzerinde anlamlı bir etkisi vardır.

H_{16}: Mevcut yıldaki genel not ortalamasının bir yıl sonraki cari açığın gayri safi yurtiçi hasılaya oranı üzerinde anlamlı bir etkisi yoktur.

H_{17}: Mevcut yıldaki genel not ortalamasının bir yıl sonraki cari açığın gayri safi yurtiçi hasılaya oranı üzerinde anlamlı bir etkisi vardır.

H_{18}: Mevcut yıldaki genel not ortalamasının mevcut yıldaki doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde anlamlı bir etkisi yoktur.

H_{19}: Mevcut yıldaki genel not ortalamasının mevcut yıldaki doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde anlamlı bir etkisi vardır.

H_{20}: Mevcut yıldaki genel not ortalamasının bir yıl sonraki doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde anlamlı bir etkisi yoktur.

H_{21}: Mevcut yıldaki genel not ortalamasının bir yıl sonraki doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde anlamlı bir etkisi vardır.

H_{22}: Mevcut yıldaki genel not ortalamasının mevcut yıldaki net portföy yatırımları üzerinde anlamlı bir etkisi yoktur.

H_{23}: Mevcut yıldaki genel not ortalamasının mevcut yıldaki net portföy yatırımları üzerinde anlamlı bir etkisi vardır.

H_{24}: Mevcut yıldaki genel not ortalamasının bir yıl sonraki net portföy yatırımları üzerinde anlamlı bir etkisi yoktur.

H_{25}: Mevcut yıldaki genel not ortalamasının bir yıl sonraki net portföy yatırımları üzerinde anlamlı bir etkisi vardır.

Tablo 27: Model 2- Mevcut Yıldaki GNO' nun Mevcut Yıldaki EO' ya Etkisi

Source	**SS**	**DF**	**MS**		**Number of obs**	440
					F(1, 438)	74,11
Model	51600,9124	1	51600,9124		**Prob > F**	0,000
Residual	304972,784	438	696,284896		**R-squared**	0,1447
Total	356573,697	439	812,240767		**Adj R-squared**	0,1428
					Root MSE	26,387
Eo	**Coef.**	**Std. Err.**	**T**	**P>t**	**[95% Conf.**	**Interval]**
Gno	-0,6236232	0,0724414	-8,61	0,000	-0,7659993	-0,481247
_cons	43,84884	4,17658	10,5	0,000	35,64021	52,05747

Regresyon analizi sonuçlarına göre gözlem sayısı (440), F değeri (74,11), R kare değeri (0,1447) ve Düzeltilmiş r kare değeri (0,1428) olduğu görülmekedir. Prob değeri (0,000<0,10) olduğundan model anlamlıdır.

Mevcut yıldaki GNO’ nun mevcut yıldaki EO değişkenine etkisi incelendiğinde katsayı (-0,6236232) olarak hesaplanmış, GNO arttığında EO değişkeninin (-0,6236232) azaldığı görülmektedir. T istatistik değeri (-8,61) ve Prob değeri (0,000<0,10) olduğundan mevcut yıldaki GNO’ nun mevcut yıldaki EO değişkenini açıklamasının anlamlı olduğu anlaşılmaktadır. Sabit terim (_cons) Prob değeri incelendiğinde (0,000<0,10) olduğundan sabit teriminde anlamlı olduğu görülmektedir.

Model 2: $EO = \beta_0 + \beta_1 GNO + \varepsilon$

$EO = 43,84884 - 0,6236232*GNO + \varepsilon$

Tablo 28: Model 3- Mevcut Yıldaki GNO' nun Bir Yıl Sonraki EO' ya Etkisi

Source	**SS**	**DF**	**MS**		**Number of obs**	418
					F(1, 416)	53,65
Model	39357,0405	1	39357,0405		**Prob > F**	0,000
Residual	305190,44	416	733,630865		**R-squared**	0,1142
Total	344547,48	417	826,25295		**Adj R-squared**	0,1121
					Root MSE	27,086
F.eo	**Coef.**	**Std. Err.**	**T**	**P>t**	**[95% Conf.**	**Interval]**
Gno	-0,5628967	0,0768522	-7,32	0,000	-0,7139637	-0,4118296
_cons	39,96383	4,416169	9,05	0,000	31,28304	48,64462

Regresyon analizi sonuçları incelendiğinde gözlem sayısının (418), F değeri (53,65), R kare değeri (0,1142), Düzeltilmiş r kare değeri (0,1121) olarak hesaplanmış ve Prob değerinin (0,000>0,10) olduğundan modelin anlamlı olduğu anlaşılmaktadır.

Mevcut yıldaki GNO’ nun bir yıl sonraki EO’ ya etkisi incelendiğinde, katsayının (-0,5628967) olduğu ve mevcut yıldaki GNO arttığında bir yıl sonraki EO değişkeninin (-0,5628967) azaldığı görülmektedir. T istatistik değeri ve prob değeri incelendiğinde, T istatistik değeri (-7,32) olduğu ve Prob değeri (0,000<0,10) olduğundan mevcut yıldaki GNO’ nun bir yıl sonraki EO değişkenini açıklamasının anlamlı olduğu anlaşılmaktadır. Sabit terim (_cons) Prob değeri incelendiğinde (0,000<0,10) olduğundan sabit teriminde anlamlı olduğu görülmektedir.

Model 3: $F.EO = \beta_0 + \beta_1 GNO + \varepsilon$

$F.EO = 39,96383 - 0,5628967*GNO + \varepsilon$

Tablo 29: Model 4- Mevcut Yıldaki GNO' nun M evcut Yıldaki BO' ya Etkisi

Source	**SS**	**DF**	**MS**		**Number of obs**	440
					F(1, 438)	23,99
Model	400,560035	1	400,560035		**Prob > F**	0,000
Residual	7314,06169	438	16,698771		**R-squared**	0,0519
Total	7714,62172	439	17,5731702		**Adj R-squared**	0,0498
					Root MSE	4,0864
Bo	**Coef.**	**Std. Err.**	**T**	**P>t**	**[95% Conf.**	**Interval]**
Gno	0,0549449	0,0112185	4,9	0,000	0,0328961	0,0769937
_cons	0,6070076	0,6467993	0,94	0,349	-0,6642084	1,878224

Regresyon analizi sonuçlarına göre gözlem sayısı (440), F değeri (23,99), R kare (0,0519), Düzeltilmiş r kare (0,0498) olarak hesaplanmış ve Prob değeri (0,000<0,10) olduğundan modelin anlamlı olduğu anlaşılmaktadır.

Mevcut yıldaki GNO’ nun mevcut yıldaki BO’ ya etkisi incelendiğinde, katsayının (0,0549449) olduğu ve mevcut yıldaki GNO arttığında BO değişkeninin (0,0549449) arttığı görülmektedir. T istatistik değeri ve Prob değeri incelendiğinde, T istatistik değeri (4,9) olduğu ve Prob değeri (0,000<0,10) olduğundan mevcut yıldaki GNO’ nun mevcut yıldaki BO değişkenini açıklamasının anlamlı olduğu anlaşılmaktadır.

Model 4: $BO = \beta_0 + \beta_1 GNO + \varepsilon$

$BO = 0,6070076 + 0,0549449*GNO + \varepsilon$

Tablo 30: Model 5- Mevcut Yıldaki GNO' nun Bir Yıl Sonraki BO' ya Etkisi

Source	**SS**	**DF**	**MS**		**Number of obs**	418
					F(1, 416)	6,42
Model	103,407794	1	103,407794		**Prob > F**	0,0117
Residual	6701,92156	416	16,1103884		**R-squared**	0,0152
Total	6805,32935	417	16,3197347		**Adj R-squared**	0,0128
					Root MSE	4,0138
F.bo	**Coef.**	**Std. Err.**	**T**	**P>t**	**[95% Conf.**	**Interval]**
Gno	0,0288532	0,0113886	2,53	0,012	0,0064668	0,0512396
_cons	2,229371	0,654425	3,41	0,001	0,9429792	3,515763

Regresyon analizi sonuçlarına göre gözlem sayısı (418), F değeri (6,42), R kare değeri (0,0152), Düzeltilmiş r kare değeri (0,0128) olarak hesaplandığı ve Prob değeri (0,0117<0,10) olduğundan modelin anlamlı olduğu anlaşılmaktadır.

Mevcut yıldaki GNO’ nun bir yıl sonraki BO’ ya etkisi incelendiğinde katsayının (0,0288532) olduğu ve mecut yıldaki GNO arttığında bir yıl sonraki BO değişkeninin (0,0288532) arttığı görülmektedir. T istatistik değeri ve Prob değeri incelendiğinde, T istatistik değeri (2,53) olduğu ve Prob değeri (0,012<0,10) olduğundan GNO’ nun bir yıl sonraki BO değişkenini açıklamasının anlamlı olduğu görülmektedir. Sabit terimin (_cons) Prob değeri incelendiğinde (0,001<0,10) olduğundan sabit teriminde anlamlı olduğu görülmektedir.

Model 5: $F.BO = \beta_0 + \beta_1 GNO + \varepsilon$

$F.BO_{it} = 2,229371 + 0,0288532*GNO + \varepsilon$

Tablo 31: Model 6- Mevcut Yıldaki GNO' nun Mevcut Yıldaki MFO' ya Etkisi

Source	**SS**	**DF**	**MS**		**Number of obs**	440
					F(1, 438)	187,29
Model	11528,1303	1	11528,1303		**Prob > F**	0,000
Residual	26959,7358	438	61,5519083		**R-squared**	0,2995
Total	38487,8662	439	87,6716769		**Adj R-squared**	0,2979
					Root MSE	7,8455
Mfo	**Coef.**	**Std. Err.**	**T**	**P>t**	**[95% Conf.**	**Interval]**
Gno	-0,294763	0,0215384	-13,69	0,000	-0,3370946	-0,25243
_cons	24,67976	1,24179	19,87	0,000	22,23915	27,12037

Regresyon analizi sonuçlarına göre gözlem sayısı (440), F değeri (187,29), R kare değeri (0,2995), Düzeltilmiş R kare değeri (0,2979) olarak hesaplanmış ve Prob değeri (0,000<0,10) olduğundan model anlamlı olduğu anlaşılmaktadır.

Mevcut yıldaki GNO’ nun mevcut yıldaki MFO’ ya etkisi incelendiğinde katsayının (-0,294763) olduğu görülmekte ve mevcut yıldaki GNO arttığında mevcut yıldaki MFO’ nın (-0,294763) azaldığı görülmektedir. T istatistik değeri ve Prob değeri incelendiğinde, T istatistik değeri (-13,69) olduğu ve Prob değerinin (0,000<0,10) olduğundan mevcut yıldaki GNO’ nun mevcut yıldaki MFO’ yu açıklamasının anlamlı olduğu görülmektedir. Sabit terim (_cons) Prob değeri incelendiğinde (0,000<0,10) olduğundan sabit teriminde anlamlı olduğu görülmektedir.

Model 6: $MFO = \beta_0 + \beta_1 GNO + \varepsilon$

$MFO = 24,67976 - 0,294763 * GNO + \varepsilon$

Tablo 32: Model 7- Mevcut Yıldaki GNO' nun Bir Yıl Sonraki MFO' ya Etkisi

Source	**SS**	**DF**	**MS**		**Number of obs**	418
					F(1, 416)	173,37
Model	8626,39932	1	8626,39932		**Prob > F**	0,000
Residual	20698,6127	416	49,7562804		**R-squared**	0,2942
Total	29325,012	417	70,3237697		**Adj R-squared**	0,2925
					Root MSE	7,0538
F.mfo	**Coef.**	**Std. Err.**	**T**	**P>t**	**[95% Conf.**	**Interval]**
Gno	-0,2635313	0,0200143	-13,17	0,000	-0,3028732	-0,22419
_cons	22,30263	1,150087	19,39	0,000	20,04192	24,56333

Regresyon analizi sonuçlarına göre gözlem sayısı (418), F değeri (173,37), R kare değeri (0,2942), Düzeltilmiş r kare değeri (0,2925) olduğu ve Prob değeri (0,000<0,10) olduğundan modelin anlamlı olduğu anlaşılmaktadır.

Mevcut yıldaki GNO’ nun bir yıl sonraki MFO’ ya etkisi incelendiğinde katsayının (-0,2635313) olduğu ve mevcut yıldaki GNO arttığında bir yıl sonraki MFO’ nın (-0,2635313) azaldığı görülmektedir. T istatistik değeri ve Prob değeri incelendiğinde, T istatistik değeri (-13,17) olduğu ve Prob değeri (0,000<0,10) olduğundan mevcut yıldaki GNO’ nun bir yıl sonraki MFO değişkenini açıklamasının anlamlı olduğu görülmektedir. Sabit terimin (_cons) Prob değeri incelendiğinde (0,000<0,10) olduğundan sabit teriminde anlamlı olduğu görülmektedir.

Model 7: $F.MFO = \beta_0 + \beta_1 GNO + \varepsilon$

$F.MFO = 22,30263 – 0,2635313*GNO + \varepsilon$

Tablo 33: Model 8- Mevcut Yıldaki GNO' nun Mevcut Yıldaki CAGSYH' ya Etkisi

Source	**SS**	**DF**	**MS**		**Number of obs**	440
					F(1, 438)	0,16
Model	3,69244657	1	3,69244657		**Prob > F**	0,6908
Residual	10211,691	438	23,3143629		**R-squared**	0,0004
Total	10215,3834	439	23,2696661		**Adj R-squared**	-0,0019
					Root MSE	4,8285
Cagsyh	**Coef.**	**Std. Err.**	**T**	**P>t**	**[95% Conf.**	**Interval]**
Gno	0,0052753	0,0132558	0,4	0,691	-0,0207775	0,031328
_cons	0,1061125	0,7642564	0,14	0,89	-1,395953	1,608178

Regresyon analizi sonuçlarına göre gözlem sayısı (440), F değeri (0,16), R kare değeri (0,0004), Düzeltilmiş r kare değeri (-0,0019) olarak hesaplanmış ve Prob değeri (0,6908>0,10) olduğundan modelin anlamsız olduğu anlaşılmaktadır.

Mevcut yıldaki GNO’ nun mevcut yıldaki CAGSYH’ ya etkisi incelendiğinde katsayının (0,0052753) olduğu ve mevcut yıldaki GNO arttığında mevcut yıldaki CAGSYH’nın (0,0052753) arttığı görülmektedir. T istatistik değeri ve Prob değeri incelendiğinde, T istatistik değeri (0,4) olduğu ve Prob değeri (0,691>0,10) olduğundan mevcut yıldaki GNO’ nun mevcut yıldaki CAGSYH değişkenini açıklamasının anlamsız olduğu görülmektedir. Sabit terim (_cons) Prob değeri incelendiğinde (0,89>0,10) olduğundan sabit teriminde anlamsız olduğu görülmektedir.

Model 8: $CAGSYH = \beta_0 + \beta_1 GNO + \varepsilon$

$CAGSYH = 0{,}1061125 + 0{,}0052753 * GNO + \varepsilon$

Tablo 34: Model 9- Mevcut Yıldaki GNO' nun Bir Yıl Sonraki CAGSYH' ya Etkisi

Source	**SS**	**DF**	**MS**		**Number of obs**	418
					F(1, 416)	0,02
Model	0,514662876	1	0,514662876		**Prob > F**	0,8807
Residual	9497,36562	416	22,8302058		**R-squared**	0,0001
Total	9497,88028	417	22,7766913		**Adj R-squared**	-0,0023
					Root MSE	4,7781
F.cagsyh	**Coef.**	**Std. Err.**	**T**	**P>t**	**[95% Conf.**	**Interval]**
Gno	-0,0020355	0,0135573	-0,15	0,881	-0,0286848	0,024614
_cons	0,5491409	0,7790437	0,7	0,481	-0,982212	2,080494

Regresyon analizi sonuçlarına göre gözlem sayısı (418), F değeri (0,02), R kare değeri (0,0001), Düzeltilmiş r kare değeri (-0,0023) olarak hesaplanmış olduğu ve Prob değeri (0,8807>0,10) olduğundan modelin anlamsız olduğu anlaşılmaktadır.

Mevcut yıldaki GNO’ nun bir yıl sonraki CAGSYH’ ya etkisi incelendiğinde katsayının (-0,0020355) olduğu ve mevcut yıldaki GNO’ nun arttığında bir yıl sonraki CAGSYH’ nin (-0,0020355) azaldığı görülmektedir. F istatistik değeri ve Prob değeri incelendiğinde, T istatistik değeri (-0,15) olduğu ve Prob değerinin (0,881>0,10) olduğundan mevcut yıldaki GNO’ nun bir yıl sonraki CAGSYH değişkenini açıklamasının anlamsız olduğu görülmektedir. Sabit terim (_cons) Prob değeri incelendiğinde (0,481>0,10) olduğundan sabit teriminde anlamsız olduğu görülmektedir.

Model 9: $F.CAGSYH = \beta_0 + \beta_1 GNO + \varepsilon$

$F.CAGSYH = 0,5491409 – 0,0020355*GNO + \varepsilon$

Tablo 35: Model 10- Mevcut Yıldaki GNO' nun Mevcut Yıldaki STNDDYY' a Etkisi

Source	**SS**	**DF**	**MS**		**Number of obs**	440
					F(1, 438)	15,83
Model	15,3105737	1	15,3105737		**Prob > F**	0,0001
Residual	423,689532	438	0,967327698		**R-squared**	0,0349
Total	439,000106	439	1,00000024		**Adj R-squared**	0,0327
					Root MSE	0,98353
Stnddyy	**Coef.**	**Std. Err.**	**T**	**P>t**	**[95% Conf.**	**Interval]**
Gno	-0,0107421	0,0027001	-3,98	0,000	-0,0160489	-0,005435
_cons	0,5905713	0,1556733	3,79	0,000	0,2846118	0,8965308

Regresyon analizi sonuçlarına göre gözlem sayısı (440), F değeri (15,83), R kare değeri (0,0349), Düzeltilmiş r kare değeri (0,0327) olarak hesaplanmış olduğu ve Prob değeri (0,0001<0,10) olduğundan modelin anlamlı olduğu anlaşılmaktadır.

Mevcut yıldaki genel not ortalamasının mevcut yıldaki doğrudan yabancı yatırımlara etkisi incelendiğinde katsayının (-0,0107421) olduğu ve mevcut yıldaki GNO arttığında mevcut yıldaki STNDDYY' ın (-0,0107421) azaldığı görülmektedir. T istatistik değeri ve Prob değeri incelendiğinde, T istatistik değeri (-3,98) olduğu ve Prob değerinin (0,000<0,10) olduğundan mevcut yıldaki GNO' nun mevcut yıldaki STNDDYY değişkenini açıklamasının anlamlı olduğu görülmektedir. Sabit terim (_cons) Prob değeri incelendiğinde (0,000<0,10) olduğundan sabit teriminde anlamlı olduğu görülmektedir.

Model 10: $STNDDYY = \beta_0 + \beta_1 GNO + \varepsilon$

$STNDDYY = 0{,}5905713 - 0{,}0107421 * GNO + \varepsilon$

Tablo 36: Model 11- Mevcut Yıldaki GNO'nun Bir Yıl Sonraki STNDDYY' a Etkisi

Source	**SS**	**DF**	**MS**		**Number of obs**	418
					F(1, 416)	14,55
Model	14,710837	1	14,710837		**Prob > F**	0,0002
Residual	420,6284	416	1,01112596		**R-squared**	0,0338
Total	435,339236	417	1,04397898		**Adj R-squared**	0,0315
					Root MSE	1,0055
F.stnddyy	**Coef.**	**Std. Err.**	**T**	**P>t**	**[95% Conf.**	**Interval]**
Gno	-0,0108827	0,0028531	-3,81	0,000	-0,016491	-0,005274
_cons	0,5885151	0,1639493	3,59	0,000	0,2662428	0,910787

Regresyon analizi sonuçlarına göre gözlem sayısının (418), F değerinin (14,55), R kare değerinin (0,0338), Düzeltilmiş r kare değerinin (0,0315) olarak hesaplandığı ve Prob değeri (0,0002<0,10) olduğundan modelin anlamlı olduğu anlaşılmaktadır.

Mevcut yıldaki genel not ortalamasının bir yıl sonraki doğrudan yabancı yatırımlara etkisi incelendiğinde katsayının (-0,0108827) olduğu ve mevcut yıldaki GNO arttığında bir yıl sonraki STNDDYY 'ın (-0,0108827) azaldığı görülmektedir. T istatistik değeri ve Prob değeri incelendiğinde, T istatistik değeri (-3,81) olduğu ve Prob değeri (0,000<0,10) olduğundan mevcut yıldaki GNO' nun bir yıl sonraki STNDDYY değişkenini açıklamasının anlamlı olduğu görülmektedir. Sabit terim (_cons) Prob değeri incelendiğinde (0,000<0,10) olduğundan sabit teriminde anlamlı olduğu görülmektedir.

Model 11: $F.STNDDYY = \beta_0 + \beta_1 GNO + \varepsilon$

$F.STNDDYY = 0,5885151 - 0,0108827*GNO + \varepsilon$

Tablo 37: Model 12- Mevcut Yıldaki GNO' nun Mevcut Yıldaki STNDNPY' a Etkisi

Source	**SS**	**DF**	**MS**		**Number of obs**	440
					F(1, 438)	0,07
Model	0,06651264	1	0,066512637		**Prob > F**	0,7968
Residual	438,93349	438	1,00213126		**R-squared**	0,0002
Total	439,000003	439	1,00000001		**Adj R-squared**	-0,0021
					Root MSE	1,0011
Stndnpy	**Coef.**	**Std. Err.**	**T**	**P>t**	**[95% Conf.**	**Interval]**
Gno	0,000708	0,0027482	0,26	0,797	-0,0046934	0,0061094
_cons	-0,038925	0,158449	-0,25	0,806	-0,3503399	0,2724899

Regresyon analizi sonuçlarına göre gözlem sayısı (440), F değeri (0,07), R kare istatistik değeri (0,0002), Düzeltilmiş r kare değeri (-0,0021) olarak hesaplandığı ve Prob değeri (0,7968>0,10) olduğundan modelin anlamsız olduğu anlaşılmaktadır.

Mevcut yıldaki genel not ortalamasının mevcut yıldaki net portföy yatırımlarına etkisi incelendiğinde katsayının (-0,000708) olduğu ve mevcut yıldaki GNO arttığından mevcut yıldaki STNDNPY' ın (-0,000708) azaldığı görülmektedir. T istatistik değeri ve Prob değeri incelendiğinde, T istatistik değeri (0,26) olduğu ve Prob değeri (0,797>0,10) olduğundan mevcut yıldaki GNO' nun mevcut yıldaki STNDNPY değişkenini açıklamasının anlamsız olduğu görülmektedir. Sabit terim (_cons) Prob değeri incelendiğinde (0,806>0,10) olduğundan sabit teriminde anlamsız olduğu görülmektedir.

Model 12: $STNDNPY = \beta_0 + \beta_1 GNO + \varepsilon$

$STNDNPY = -0{,}038925 + 0{,}000708 * GNO + \varepsilon$

Tablo 38: Model 13- Mevcut Yıldaki GNO'nun Bir Yıl Sonraki STNDNPY' a Etkisi

Source	**SS**	**DF**	**MS**		**Number of obs**	418
					F(1, 416)	0,2
Model	0,211774952	1	0,211774952		**Prob > F**	0,6533
Residual	436,026637	416	1,04814095		**R-squared**	0,0005
Total	436,238412	417	1,04613528		**Adj R-squared**	-0,0019
					Root MSE	1,0238
F.stndnpy	**Coef.**	**Std. Err.**	**T**	**P>t**	**[95% Conf.**	**Interval]**
Gno	0,0013057	0,0029049	0,45	0,653	-0,0044043	0,0070158
_cons	-0,0764206	0,1669232	-0,46	0,647	-0,4045387	0,2516975

Regresyon analizi sonuçlarına göre gözlem sayısının (418), F değeri (0,2), R kare istatistik değeri (0,0005), Düzeltilmiş r kare değeri (-0,0019) olarak hesaplanmış olduğu ve Prob değeri (0,6533>0,10) olduğundan modelin anlamsız olduğu anlaşılmaktadır.

Mevcut yıldaki genel not ortalamasının bir yıl sonraki net portföy yatırımlarına etkisi incelendiğinde katsayının (0,0013057) olduğu ve mecut yıldaki GNO arttığında bir yıl sonraki STNDNPY' nın (0,0013057) arttığı görülmektedir. T istatistik değeri ve Prob değeri incelendiğinde, T istatistik değeri (0,45) olduğu ve Prob değeri (0,653>0,10) olduğundan mevcut yıldaki GNO' nun bir yıl sonraki STNDNPY değişkenini açıklamasının anlamsız olduğu görülmektedir. Sabit terim (_cons) Prob değeri (0,647>0,10) olduğundan sabit teriminde anlamsız olduğu görülmektedir.

Model 13: $F.STNDNPY = \beta_0 + \beta_1 GNO + \varepsilon$

$STNDNPY = -0,0764206 + 0,0013057*GNO + \varepsilon$

Tablo 39: Regresyon Modelleri ve Sonuçlar

SIRA	MODELLER	F value	Prob > F	R-squared	Adj R-squared
Model 1	GNO = β0 + β1BO + β2EO + β3MFO + β4CAGSYH + β5STNDDYY + β6STNDNPY + ε	42.3	0.000	0.3696	0.3608
Model 2	EO = β0 + β1GNO + ε	74.11	0.000	0.1447	0.1447
Model 3	F.EO = β0 + β1GNO + ε	53.65	0.000	0.1142	0.1121
Model 4	BO = β0 + β1GNO + ε	23.99	0.000	0.0519	0.0498
Model 5	F.BO = β0 + β1GNO + ε	6.42	0.0117	0.0152	0.0128
Model 6	MFO = β0 + β1GNO + ε	187.29	0.000	0.2995	0.2979
Model 7	F.MFO = β0 + β1GNO + ε	173.37	0.000	0.2942	0.2925
Model 8	CAGSYH = β0 + β1GNO + ε	0.16	0.6908	0.0004	-0.0019
Model 9	F.CAGSYH = β0 + β1GNO + ε	0.02	0.8807	0.0001	-0.0023
Model 10	STNDDYY = β0 + β1GNO + ε	15.83	0.0001	0.0349	0.0327
Model 11	F.STNDDYY = β0 + β1GNO + ε	14.55	0.0002	0.0338	0.03
Model 12	STNDNPY = β0 + β1GNO + ε	0.07	0.7968	0.0002	-0.0021
Model 13	F.STNDNPY = β0 + β1GNO + ε	0.2	0.6533	0.0005	-0.0005

Tablo 39’ da sırasıyla kurulan modeller, F değerleri, Prob değerleri, R kare ve düzeltmiş R kare değerleri toplu olarak bir arada gösterilmektedir.

Model 1: GNO = 63,88091 – 0,0387434*BO – 0,1302757*EO – 0,8776049*MFO – 0,2017433*CAGSYH – 2,96477*STNDDYY + 1,382239*STNDNPY + ε

Model 2: EO = 43,84884 – 0,6236232*GNO + ε

Model 3: F.EO = 39,96383 – 0,5628967*GNO + ε

Model 4: BO = 0,6070076 + 0,0549449*GNO + ε

Model 5: F.BO = 2,229371 + 0,0288532*GNO + ε

Model 6: MFO = 24,67976 – 0,294763*GNO + ε

Model 7: F.MFO = 22,30263 – 0,2635313*GNO + ε

Model 8: CAGSYH = 0,1061125 + 0,0052753*GNO + ε

Model 9: F.CAGSYH = 0,5491409 – 0,0020355*GNO + ε

Model 10: STNDDYY = 0,5905713 – 0,0107421*GNO + ε

Model 11: F.STNDDYY = 0,5885151 – 0,0108827*GNO + ε

Model 12: STNDNPY = -0,038925 + 0,000708*GNO + ε

Model 13: STNDNPY = -0,0764206 + 0,0013057*GNO + ε

Regresyon modelleri ve sonuçlar tablosunda görüldüğü üzere, analizde oluşturulan modellerin düzeltilmiş r kare değerleri incelendiğinde en yüksek modeller; Model 1 (0,3608), Model 6 (0,2979), Model 7 (0,2925) olduğu görülmektedir. Düzeltilmiş r kare değeri en düşük modeller; Model 13 (-0,0005), Model 12 (-0,0021), Model 9 (-0,0023) olduğu görülmektedir.

SONUÇ

Uluslararası yatırım portföylerine yapılan yatırımlar gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda kaynak/sermaye sağlanabilmesi açısından hayati öneme sahiptir. Ancak söz konusu bu piyasalara yapılan yatırımlar faiz oranları, risk primleri, ekonomik ve siyasi istikrar, kredi derecelendirme kuruluşlarınca verilen kredi notları gibi unsurlar sebebiyle kırılganlık gösterebilmekte yatırımların başka piyasalara kaçması gibi sonuçlara yol açabilmektedir.

Gelişmekte olan piyasalar, gelişmiş piyasalara göre riski daha fazla ancak yapılan yatırımlardan beklenen getirisi daha yüksek olan piyasalardır. Bu piyasalara yatırım yapan yatırımcılar gelişmekte olan piyasaları daha kırılgan olan piyasalar olarak adlandırmaktadır. Çalışmada seçilmiş gelişmekte olan piyasalara yapılan portföy yatırımları ve ülkelerin kredi derecelendirme notları temel veri olarak ele alınmıştır. Bu veriler, Regresyon Analizi Yöntemi kullanılarak analiz edilmiştir.

Bu çalışmanın amacı, uluslararası derecelendirme kuruluşları; Moody's Investor Service, Standart&Poors Ratings ve Fitch Investor Service tarafından not değerlendirmelerinin ilk öcelikle gelişmekte olan piyasalardaki uluslararası portföy yatırımlarındaki olumlu ve olumsuz etkilerini incelemek, kredi norların doğrudan yabancı yatırımlar ve ekonomik göstergeler üzerindeki etkilerini inceleyerek etkilenme düzeylerini ortaya koymaktır.

Çalışmada ilk öncelikle değişkenlerin biribirleri ile korelasyonu tespit edilerek birbiri ile yüksek korelasyon ilişkisi olan değişkenler aynı modelde kullanılmamıştır. Çalışmada S&P, Moody's, Fitch ve Genel Not Ortalaması değişkenleri arasında yüksek korelasyon tespit edildiğinden modellerde üç kuruluşun ortalaması olan Genel Not Ortalaması değişkeninin esas alınması uygun görülmüştür.

Çalışmada ilk önce çoklu regresyon modeli kurularak Genel Not Ortalaması değişkeni üzerinde, Büyüme Oranı, Enflasyon Oranı, Mevduat Faizi Oranı, Cari Açığın Gayri Safi Yurtiçi Hasılaya Oranı, Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Net

Portföy Yatırımları değişkenlerinin etkisi incelenmiştir. Bağımsız değişkenlerden EO, MFO, STNDDYY ve STNDNPY' nın GNO değişkeni üzerinde anlamlı etkileri olduğu görülmüştür. Diğer değişkenler; BO ve CAGSYH değişkenlerin GNO değişkenine etkilerinin anlamsız olduğu görülmüştür.

Model 2 ve sonrasında Genel Not Ortalaması bağımsız değişken olarak seçilmiş, Büyüme Oranı, Enflasyon Oranı, Mevduat Faizi Oranı, Cari Açığın Gayri Safi Yurtiçi Hasılaya Oranı, Doğrdan Yabancı Yatırımlar ve Net Portföy Yatırımları üzerindeki etkileri incelenmiştir. Yapılan Regresyon Analizi sonuçlarına göre GNO değişkeninin mevcut ve bir yıl sonraki BO, EO, MFO, STNDDYY değişkenleri üzerinde anlamlı etkileri olduğu görülmektedir. GNO değişkeninin, CAGSYH ve STNDNPY değişkenlerinin mevcut ve bir yıl sonraki değerlerine etkisinin anlamsız olduğu görülmüştür.

KAYNAKÇA

Kitaplar

Akel, Veli., (2011), "*Kriz Dönemlerinde Finansal Piyasalar Arasındaki Volatilite Yayılma Etkisi",* 1. Baskı, Detay Yayıncılık, Ankara.

Akgüç, Öztin., (1998), "*Finansal Yönetim",* İstanbul Üniversitesi Yayını, 7. Baskı, İstanbul.

Akmut, Özdemir., (1989), "*Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi",* Ankara.

Apak, Sudi., Demirel, Engin., (2009), "*Finansal Yönetim",* Birinci Baskı, Birinci Cilt, Papatya Yayıncılık, İstanbul.

Aslan, Nurdan., Nuray, Terzi., (2013), "*Küresel Finans",* 1. Baskı, Türkmen Kitapevi, İstanbul.

Aydın, N., Şen, M., Berk, N., (2014), "*Finansal Yönetim –I",* Anadolu Üniversitesi Yayını No: 2577, 3. Baskı, Eskişehir.

Babuşçu, Şenol., Hazar, Adalet., (2008), "*SPK Kredi Derecelendirme Sınavlarına Hazırlık",* Öncü Basımevi, Ankara.

Babuşçu, Şenol., Hazar, Adalet., Yenice, Sedat., (2011), "*SPK Kredi Derecelendirme Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisanslama Sınavlarına Hazırlık",* 4. Baskı, Akademi Consulting&Training, Ankara.

Barak, O., (2008), "*Davranışsal Finans Teori ve Uygulama",* Baran Ofset Yayıncılık, Ankara.

Başoğlu, U., Caylan, A. ve Parasız, İ., (2009), *"Finans Teori Kuram Uygulama"*, Birinci Baskı, Ekin Basım Yayım Dağıtım, Bursa.

Bolak, M., (2004), "*Risk ve Yönetimi"*, Birsen Yayınevi, İstanbul.

Büker, S., Aşıkoğlu, R. ve Sevil, G., (2010), "*Finansal Yönetim"*, Sözkesen Matbaacılık, Ankara.

Ceylan Ali., Korkmaz Turhan., (1998), "*Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi"*, Üçüncü Baskı, Ekin Kitapevi, Bursa.

Ceylan, Ali., (2004), "*Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi"*, 2. Basım, Bursa.

Ceylan, Ali., Korkmaz, Turhan., (1995), "*Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi"*, 2. Baskı, Ekin Kitapevi, Bursa.

Ceylan, Ali., Korkmaz, Turhan., (2000), "*Sermaye Piyasası ve Menkul Kıymet Analizi"*, Ekin Kitapevi, 1.Baskı, Bursa.

Ceylan, Ali., Korkmaz, Turhan., (2004), "*Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi"*, 2. Baskı, Ekin Kitapevi Yayınları, Bursa.

Chambers, Nurgül., (2012), "*Türev Piyasalar"*, Beta Basım Yayım, 4.Baskı, İstanbul.

Civan, M., (2010), "*Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi"*, Ekin Yayınevi, Bursa.

Coşkun, M., (2010), "*Para ve Sermaye Piyasaları Kurumlar, Araçlar, Analiz"*, Detay Yayıncılık, Ankara.

Danielsson, J., (2013), "*Global Financial Systems, Stability and Risk"*, Pearson Education Limited.

De Haan. J., ve Amtenbrink. F., (2011), *"Credit Raiting Agencies",* DNB Working Papers 278, Netherlands Central Bank, Research Department.

Demirel, Engin., (2013), "*Finansal Piyasa Analizleri ve Portföy Yönetimleri"*, 2. Baskı, Paradigma Kitapevi Yayıncılık, İstanbul.

Dinler, Zeynel.,(2009), "*İktisada Giriş"*, Ekin Yayınları, Bursa.

Doğukanlı, Hatice., (2001), "*Uluslararası Finans"*, Nobel Kitapevi, Birinci Baskı, Adana.

Doğukanlı, Hatice., (2005), "*Uluslararası Finans"*, Nobel Kitapevi, Adana.

Domaniç, Hayri., (1978), "*Anonim Şirketler"*, Bilimsel Kitaplar Yayınevi, İstanbul.

Döm, S., (2003), "*Yatırımcı Psikolojisi"*, Değişim Yayınları, İstanbul.

DPT., (2000), "*Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı"*, Ankara.

Erdem, E., (2010), "*Para Banka ve Finansal Sistem",* Birinci Baskı, Detay Yayıncılık, Ankara.

Erkal, E. Mustafa., (2006), "*Sosyoloji (Toplumbilimi)*", Der Yayınları, s.82-83, İstanbul.

Gujarati, D. N. dan Porter, Dawn C. (2013)., "*Essentials of Econometrics"*.

Gürol, E., Kılıçoğlu, A., (1994), "*Business World Dictionary",* 2. Cilt, Cem Yayınevi, İstanbul.

Hull, Jonh. C., (2000), "*Oprions, Futures, & Other Deratives"*, Fourth Edition, Prentice Hall International Inc, USA.

İMKB., (1999), "*Sermaye Piyasası ve Temel Bilgiler Kılavuzu",* İMKB Yayınları, İstanbul.

İTO., (1989), "*Fizibilite Raporlarının Hazırlanması ve Değerlendirilmesi",* İTO Yayınları, İstanbul 1990

Karan, Mehmet Baha.,(2011), "*Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi",* Gazi Kitapevi, Ankara.

Karan, Mehmet Baha., (2001), "*Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi",* Gazi Kitapevi, Ankara.

Karatepe, Yalçın., (2013), "*Türev Piyasaları",* Ankara Üniversitesi Siyasi Bilgiler Yayın, 1.Baskı.

Keynes, M. J., (1964), "*General Thoory ot Employment",* Interest and Money, Harbinger Book.

Lapavitsas, Costas., "*Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi",* Birinci Baskı, Yordam Kitap, İstanbul, 2009.

Okur, E., (2014), "*Yatırımcılar Rasyoneldir", Peki ya Normal Yatırımcılar?,* Yalın Yayıncılık, İstanbul.

Oxford University., "*Wordpower Dictionary",* (Ed: Miranda Steel), Oxford University Press, Oxford, 2000.

Parasız, İlker., (1994), "*Para Banka ve Finansal Piyasalar",* 5. Baskı, Ezgi Kitapevi Yayınları, Bursa.

Peterson, R. L., (2012), "*Karar Anı: Aklın Para Üzerindeki Gücü"* (C. Feyyat, Çev), Scala Yayınevi, İstanbul.

Pinto, Brain., Gurvich, Evsey., Ulatov, Sergei., (2004), "*Managing Economic Volatility and Crises",* Cambridge.

Sauvant, P. Karl., (1999), "*United Nations, Division on Investment, Technology and Enterprice Development",* Transnational Corparations, Ist Edition: New York.

Seyidoğlu, Halil., (1994), "*Uluslararası Finans",* Gizem Yayınları, İstanbul, 1994.

Seyidoğlu, Halil., (1997), "*Uluslararası Finans",* Geliştirilmiş 2. Basım, Güzem Yayınları, İstanbul.

Seyidoğlu, Halil., (2013), "*Uluslararası Finans",* Güzem Can Yayınları, 4. Baskı, İstanbul.

Sharpe, William., Alexander, Gordon, J., "*Fundamentals Of Investments",* Prentice Hall Inc, 1989.

Sundararajan, V., Balino., (2013), Thomas J.T., "*Banking Crises: Cases And Issues",* IMF Publications, Washington.

Swiss Bank Corporation., "*Financial Futures and Options",* Basel: Bankverlag, 1987.

Türk Dil Kurumu.,(1979), "*Türkçe Sözlük",* Gözden Geçirilmiş Altıncı Baskı, Maya Matbaacılık, Ankara.

Üstünel, İ. E., (2000), "*Durağan Portföy Analizi ve İMKB Verilerine Uygulanması",* İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, İstanbul.

Yalçıner, Kürşat., (2008), "*Uluslararası Finansman",* Gazi Kitapevi, Ankara.

Makaleler

Afşar, Muharrem., (2004), "Finansal Küreselleşme ve Türk Bankacılık Krizleri Üzerine Etkisi", *T.C Anadolu Üniversitesi Yayınları*, Eskişehir.

Akbulak Yavuz., (2012), "Kredi Derecelendirmesi ve Rating: Kavram ve Ölçütler" *Mali Çözüm Dergisi*, Sayı: 111, Mayıs-Haziran.

Alfonzo, A., Gomes, P., ve Rother, P., (2007), "What hides behind sovereign debt ratings?", *Europen Central Bank Working Paper Series*, No:711, Frankfurt.

Alkin, Kerem., Uzunoğlu, Sadi., Gürlesel, Fuat, Can., (1995), "Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelere Makroekonomik Etkileri ve Türkiye", *İMKB Yayınları*, İstanbul.

Amling, F., (1989), "Investments an Introductionto Analysis Management". (Sixth Edition). New Jersey: Prentice Hall, Englewood Cliffs.

Aşıkoğlu, Rıza., (2008), Kayahan, Cantürk., "Global Finansal Sistem Etkileşimiyle Türkiye'nin Türev Piyasa Görünümü", *Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi* (C, X, S, II).

Aziz, J., Caramazza, F., Salgado, R., (2000), "Currency Crisis: In Search of Common Elements", *IMF Working Paper*, WP/00/67.

Babuşçu, Şenol., Hazar, Adalet., Yenice, Sedat., (2012), "SPK Lisanslama Serisi: 44 Kredi Derecelendirmesi (Raiting) ve Finans", *Akademi Consult&Training*, İstanbul.

Bankalar Birliği Araştırma ve Yayın Grubu., "*Bankalar Birliği Yayını"*, Temmuz 2004.

Barak, O., (2008), "İMKB'de Aşırı Reaksiyon Anomalisi ve Davranışsal Finans Modelleri Kapsamında Değerlendirilmesi", *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Ankara.

Bekaert, Geert., Harvey, Campbell. R., (2000), "Foreign Speculators and Emerging Equity Markets", *The Journal of Finance*, Vol: LV, No:2, April.

Brealey, Richard. A., ve Stewart, C. Myers., (2003), "Principles of Corporate Finance", Seventh Edition, *The McGraw-Hill Companies*, USA.

Brıgham, F. Eugene., Houston, Joel F., (2004), "Fundementals of Financial Management", *Tenth Edition, Thomson South-Western, İnternational Student Edition*, USA.

Bruner, Robert F. ve Diğerleri., (2003), "Investing in Emerging Market", *USA: The Research Foundation of AIMR.*

Cailleteau, P., Cipriani, G., Lindow, K., Byrne, T.J., Hornung, D. Ve Mali, A., *"Sovereign Bond Rating",* Rating Methodology, Hazine Kağıdı Derecelendirme Yöntemi, 2008.

Cantor, R ve Packer, F., (1996), "Determinants and Impack of Sovereign Credit Rating (Ülke Kredi Notlarının Belirleyicileri)", *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review,* ss: 37-54.

Cantor, R., Packer, F., (1995), "Sovereign Credits Ratings", *Current İssues in Economics and Finance*, 1(3), 1-6

Çan, H., Dinçsoy, (2016), M.O., "Kırılganlık Göstergeleri ve Kırılgan Beşli Ülkeleri Üzerine Bir İnceleme", *Akademik Sosyal Araştırmalar Dergisi*, Yıl: 4, Sayı: 28, 199

Çankaya, Fikret., (2007), "Uluslararası Muhasebe Uyumunun Ölçülmesine Yönelik Bir Uygulama: Rusya, Çin ve Türkiye Karşılaştırılması", *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, C:3, S:6, ss:127-148.

Delice, Güven., (2003), "Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif", *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Sayı:20, s.57-81.

Demir, Murat., (2014), Eminer, Fehiman., "Kredi Derecelendirme Kuruluşları Üzerine Düşüceler", EUL Journal of Sciences (V:II) *LAÜ Sosyal Bilimler Dergisi* December-Aralık.

Demir, Y., Derer, E., (2012), "Optimal Portföy Kapsamında Tanjant Portföyü: İMKB- 100'de Örnek Uygulama", *Uluslararası Antalya Alanya İşletme Fakültesi Dergisi*, 4(2), 13-25.

Demirtaş, Özgür. ve Güngör Zülal., (2004), "Portföy Yönetimi ve Portföy Seçimine Yönelik Uygulama", *Havacılık ve Uzay Teknolojisi Dergisi*, Cilt: 1, Sayı: 4.

Erkan, Mustafa., Demircioğlu, Mustafa Yaşar., (2010), "Ülke Derecelendirmesinin Ekonomik Kamu Düzeni Üzerindeki Etkisi", *İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, C:1, S:1, ss: 107-132, Malatya.

Erol, E. D., (2011), "İnsani Gelişme Yaklaşımı Doğrultusunda Beşeri Kalkınmanın Boyutları: Gelişmekte Olan Ülkeler", *Sosyal ve Beşeri Bilimler Dergisi*, 3(2), 99-108.

Fantom, N., Serajuddin, U., (2016), "The World Bank's Classification of Countries by İncome, Policy Research Working Paper", No: WPS 7528, Washington: *World Bank Group.*

Gülmez, Ahmet., (2014), Gündoğan Hilal., "Uluslararası Politik İktisat Çerçevesinde Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Türkiye Uygulaması", *Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi*, Yıl:2, Cilt:2, Sayı:4.

Gümüşeli, Saniye., (1994), "Döviz Kuru ve Faiz Oranı Risklerinden Korunma Teknikleri", *TBB Yayın no:179,* Ankara.

Gür, T. H., Öztürk, H., (2011), "Ülke Riski, Derecelendirme Kuruluşları, Aksaklıklar ve Yeni Düzenlemeler", *Sosyoekonomi Dergisi*, Temmuz-Aralık, S:2, ss:69-92.

Gürel, Eymen., (2012), Gürel, Esra. Burcu. Bulgurcu. ve Demir, Neslihan., "Basel III Kriterleri", *Bankacılık ve Sigortacılık Araştırmaları Dergisi*, C: 1, S: 3-4, ss: 16-17.

Karabıçak, Mevlüt., (2009), "Uluslararası Yabancı Sermaye Akımlarının Türkiye Ekonomisinin Küresel Rekabet Gücü Üzerindeki Etkileri", *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt: 14, Sayı:1

Karabulut, T., Kaya, N., Gürsoy, Z., (2009), "Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü'ne Üye Ülkelerin 2006 Yılı İnsani Gelişmişlik Düzeylerinin Analizi", *Niğde Üniversitesi, İ.İ.B.F Dergisi*, 2(2), 1-8.

Karaçor, Z., (2006), "Öğrenen Ekonomi Türkiye: Kasım 2000 - Şubat 2001 Krizinin Öğrettikleri", *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Sayı:16.

Kaya, A., Gülhan, Ü., Güngör, B., (2009), "Finansal Kriz Öngörüsünde Sinyal Yaklaşımının Etkinliği: 2008 Finansal Kriz Örneği", *13. Ulusal Finans Sempozyumu*, s.287-304.

Kazgan, Gülten., (2002), "1990 Sonrası Yıllarda Türkiye'de Krizler ve İşsizlik: Çalışanlar ve Sosyal Güvenlikleri için Çözümler Açısından Bir İrdeleme", *Galatasaray Üniversitesi Dergisi*, İstanbul.

Kibritçioğlu, Aykut., (2001), "Türkiye'de Ekonomik Krizler ve Hükümetler", 1969-2001, *Yeni Türkiye Dergisi Kriz Özel Sayısı*, Yıl:7, Sayı:41.

Kübalı, V., (2000), "1994-1995 Meksika Krizi", *Kamu Yönetimi Dergisi*, 1/11, 1-4.

Markowitz, Harry., (1952), "Portfolio Selection", *The Journal of Finance*, vol:7, Is:1

Markowitz, Harry., (1959), "Portofolio Selection: Efficient Diversification Of Investments", New York Wiley.

Meydan, Cebrail., (2010), "Bağımsız Derecelendirme Şirketlerinin Kurumsal (Şirket) Derecelendirme Yaklaşımları Çerçevesinde Bir Derecelendirme Uygulaması", *Maliye Finans Yazıları Dergisi*, Yıl: 24, Sayı: 86, ss:74.

Mimaroğlu, Hande., Özgen, Hüseyin., (2008), "Business Groups In Emerging Markets: The Case of Turkey", *Journal of Global Strategic Management*.

Mishkin, Federic. S., (1996), "Understanding Financial Crisis: A Developing Country Perspective", *NBER Working Paper* 5600, 1-55.

Nielsen, Lynge., (2011), "Classifications of Countries Based on Their Level of Development: How it is Done and How it Could be Done*", IMF Working Paper* 11(31), Washington, DC: IMF.

Özbakan, D. Duru., (1991), "The Eurobank and The Republic of Turkey as A "new issuer ", Undersecretariat of Treasury and Foreign Trade", General Directorate of External Economic Relations, Ankara.

Sachs, J., "Alternative Approaches to Financial Crises In Emerging Markets", *Revista de Economia Politica*, 16/2, 62, 1996.

Saraç, M., ve Kahyaoğlu, M. B., (2011), "Bireysel Yatırımcıların Risk Alma Eğilimine Etki Eden Sosyo-Ekonomik ve Demografik Faktörlerin Analizi", *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*, 153-154.

Solnik, Bruno., (1974), "Why Not Diversify İnternationally Rather than Domestically?", *Finansal Analyst Journal*.

SPK., "Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği", *26850 Sayılı Resmi Gazete*, Seri: VIII, No:51, 12/07/2007.

Takatoshi, İto., "Capital Flows Into Asia", *NBER Working Paper*, No: 6170, 2000.

Tekin, Çevik. İlknur., (2016), "Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Öngöremedikleri Krizler ve İflaslar", *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi*, Cilt:19, 41. Yıl Özel Sayısı, ss.181-205.

Tseksekos, G., Varangis, P., "Lessons In Structuring Derivatives Exchanges" *The World Bank Research Observer* (15-1), February, 2000.

Ural, M., (2003), "Finansal Krizler ve Türkiye", *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt:18, Sayı:1.

Usul, H ve Kocabıyık, T., (2010), "Kurumsal Yatırımcıların Hisse Senedi Seçiminde Göz Önünde Bulundurduğu Etmenlerin Faktör Analiziyle İncelenmesi: Türkiye Örneği", *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 15(3), Isparta.

Uygur, E., (2001), "Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri", *Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni.*

Weston, Fred. J., Copeland, Thomas. E., (1992), "Managerial Finance", Ninth Edition, The Dryden Press, USA.

Yay, G. G., "1990'lı Yıllardaki Finansal Krizler ve Türkiye Krizi", *Yeni Türkiye Ekonomik Kriz Özel Sayısı*, Sayı:42, 2001.

Tezler

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

Aksoy, Hakan. Mehmet., (2007), *Uluslararası Portföy Çeşitlendirmesi ve Bir Türkiye Uygulaması,* Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Bankacılık Anabilim Dalı, Doktora Tezi, İstanbul.

Aydın, Özlem., (2008), *Portföy Yatırımlarında Yerel Sapma ve Türkiye'de Yerleşik Yatırımcıların Bu Kapsamda İncelenmesi,* Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Doktora Tezi, Ankara.

Bayram, Nilüfer., (2011), *Bankalarda Küresel Kriz Sonrası İç Denetimin Yapılanması,* Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Doktora Tezi, İstanbul.

Bekçi, İsmail., (2001), *Optimal Portföy Oluşturulmasında Bulanık Doğrusal Programlama Modeli ve İMKB'de Bir Uygulama,* Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Isparta.

Bengitöz, Pelin., (2017), *Uluslararası Portföy Yatırımı Getirilerinde Aylık Maksimum Getiri Oranının Rolü,* Yaşar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Uluslar arası Ticaret ve Finansman Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, İzmir.

Bilgin, Aslı. Nil., (2006), *Uluslararası Denetim Standartları ve Türkiye Uygulaması,* Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.

Bilgin, Ulaş. Güney., (2011), *Vadeli İşlem Piyasalarında Arbitraj ve Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (VOB) İçin Bir Araştırma,* Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara.

Birkan, Elif., (2006), *Portföy Seçimi: Uluslararası Hisse Senetleri Portföylerine Uygulaması,* Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi.

Bozkurt, İ., (2008), *Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modeli'nin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Test Edilmesi,* Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Sakarya.

Bulut, Döndü., (2009), *Optimal Portföy Seçimi ve İMKB-30 Endeksi Üzerinde Test Edilmesi,* Sakarya Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

Canbaloğlu, Nur. Ayşe., (2011), *Finans Sektöründe Kamunun Aydınlatılması ve Türkiye Uygulaması,* Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara.

Canikli, Seda., (2010), *Türkiye'de Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Dönemsel Değerlendirmesi,* Yıldız Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, İşletme Yönetimi Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.

Çıtak, N., (2007), *Hileli Mali Raporlama Yaratıcı Muhasebe ve Bir Uygulama,* Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, İstanbul.

Çiğdem, Gülçin., (2016), *Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye'de Cari Açık Sorunu,* İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Doktora Tezi, İstanbul,.

Çiğdem, Hasret., (2016), *Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlere Neden Olan Faktörler: Türkiye Örneği,* Niğde Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Niğde

Demir, Beytullah., (2010), *Gelişmekte Olan Hisse Senedi Piyasalarının Toplam ve Sistematik Risklerinin Değerlendirilmesi,* Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Adana.

Doğanalp, Nihat., (2014), *Finansal Krizlerin Gelişmekte Olan Ülke Ekonomileri Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği,* Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Konya.

Dündar, Necip., (2015), *Fed'in Para Politikalarının Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerindeki Etkisi,* İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

Elüstü, Serap., *Yükselen Piyasalarda Makroekonomik Kırılganlık ve Türkiye Örneği,* İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, 2016.

Eren, Erkan., (2010), *Derecelendirme Kuruluşlarının Sorumluluğu,* Ünal Aysal Tez Değerlendirme ve Yarışma Dizisi, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.

Gökçe, Umut., (2008), *Finansal Varlıkların Fiyatlamasında, Parametrik Olmayan Regresyon Modelleri,* Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ekonometri Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.

Güler, Sevinç., (2005), *Portföy Yönetiminde Sistematik Olmayan Risk ve Hisse Senedi Getirisi İlişkisi İMKB'de Bir Uygulama,* Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İzmir.

Güneş, Ş., (2009), *Kurumsal Risk Yönetimi ve Türkiye'de Farkındalığına İlişkin Bir Uygulama,* İstanbul Teknik Üniversitesi, Fen Bilimleri Enstitüsü, İşletme Mühendisliği Anabilim Dalı, İşletme Mühendisliği Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.

Harmancı, Serkan., (2013), *Ülke Kredi Derecelendirme Notlarının Finansal Piyasalar Üzerine Etkisi ve Borsa İstanbul 100 Endeksi Üzerine Bir Uygulama,* İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Para, Sermaye ve Finansal Kurumlar Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.

İşler, Deniz., (2013), "*Küreselleşmenin Uluslararası Finansal Piyasalara Etkisi ve Türkiye Uygulaması",* Beykent Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Yönetimi Anabilim Dalı, Finans Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi.

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

Kabadayı, Burhan., (2012), *Ülke Kredi Notlarını Etkileyen Faktörler: Yükselen Ekonomiler ve Türkiye Örneği,* Atatürk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı Doktora Tezi, Erzurum.

Karacaer, Berrin., (2009), *Uluslararası Tahvil Piyasaları ve Türkiye'nin Tahvil İhraç Performansı,* Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Finansman Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi.

Kedikli, Erman., (2015), *Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Ekonomik Etkilerinin İncelenmesi,* Avrasya Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, Trabzon.

Keskin, Nagehan., (2008), *"Finansal Serbestleşme Sürecinde Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Makroekonomik Etkileri,: Türkiye Örneği",* DEÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi.

Kocadağ, S., (2010), *Ekonomik Krizlerle Mücadelede Maliye Politikasının Rolü: Türkiye'de 1980 Sonrası Döneme Yönelik Bir İnceleme,* Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İzmir.

Kubar, Yeşim., (2014), *Az Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerin Kalkınma Göstergeleri ile Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki: Bir Panel Veri Analizi (1995-2010),* Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Konya.

Oğuz, Selcan., (2018), *Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Kırılganlık ve Krizler,* Galatasaray Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.

Orçun, Çağatay., (2015), *Bireysel Yatırımcının Finansal Risk Algısı Üzerine Bir Araştırma,* Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Doktora Tezi, İzmir.

Özalp, Pınar., (2003), "*Türev Araç Piyasalarının Finansal Sistemin İşleyişindeki Rolü: Türküye'de Bu Piyasalara İşlerlik Kazandırma Çalışmaları,* TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara.

Palandökenlier, Berk., (2018), *Gelişmekte Olan Ülkelerde ve Lucas Paradoksu: Seçilmiş Ülkeler için Ampirik Bir Araştırma,* Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Adana.

Sarılı, Selin., (2014), *Finansal Varlık Fiyatlama Modellerinin Zaman Serisi ve Panel Veriyle Analizi: Türkiye'de Banka Hisse Senetleri Üzerine Uygulama,* Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Doktora Tezi, İstanbul.

Sekmen, Taner., (2012), *Ülke Kredi Notlarının Uluslararası Sermaye Akışı Üzerine Etkileri,* Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Eskişehir.

Soykan, Mehmet. Erkan., (2015), *Küresel Finansal Krizin Gelişmekte Olan Ülke Piyasalarına Yayılma Etkisi ve Borsa Endeksleri Üzerinden Analiz Edilmesi,* Erciyes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi.

Szczurek, Mateusz., (2003), *International Liquidity and Currency Crsis Costs: Currency Crises in Emerging Markets.* Ed.: Marek Dabrowski, Dordrecht: Kluwe Academic Publishers, 2003.

Şen, Selçuk., (2014), *Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Risk Analizi: Moody's Örneği,* İstanbul Ticaret Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.

Şen, Selçuk., (2014), *Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Risk Analizi: Moody's Örneği,* İstanbul Ticaret Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.

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

Turgut, Ahmet., (2005), *Finansal Entegrasyon ve Finansal Krizler: Türkiye Örneği (1994, 2000 ve 2001 Krizleri),* Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Konya.

Tütüncü Hasbi, Derya., (2012), *Kredi Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Yapılan Not Değerlendirmelerinin Ülke Ekonomileri Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği,* Adnan Menderes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, Aydın.

Uluçay, Korkmaz., (2008), "*Uluslararası Finansal Piyasaların Gelişmekte Olan Ülkelere ve Türkiye'ye Etkisi,* Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, İktisat Teorisi Bilim Dalı, Doktora Tezi.

Uygun, S., (2011), *Ekonomik Krizlerin Türkiye'nin Dış Ticareti ve Rekabet Gücü Üzerindeki Etkisi,* Afyon Kocatepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Afyonkarahisar.

Ünal, Pınar., (2018), *Finansal Okuryazarlık ve Forex Piyasası,* Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi.

Yanıkdemir, S. Orhan., (2002), *Finansal Serbestleşme Politikalarının Finansal Kriz Etkisi: Türkiye Örneği,* Adnan Menderes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Aydın.

Yılmaz, Ömer., (2011), *Gelişen Piyasa Ekonomilerinin Uygulamış Olduğu Ekonomi Politikaları: Türkiye ve BRIC Ülkeleri Karşılaştırılması,* Gaziantep Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Gaziantep.

Vurucu, Özgür., (2006), *Euro'nun Uluslararası Finansal Piyasalardaki Rolü,* Yıldız Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.

Raporlar

Kılıç, B., Derecelendirme (Rating) İşlemleri ve ABD'de Tahvil Derecelendirme Süreci*, SPK Araştırma Raporu,* 5, 12, 1989.

UNCTAD, *"Comprehensive Study of the Interrelationship between Foreign Direct Investment (FDI) and Foreign Portfolio Investment (FPI)"* UNCTAD Secretariat, 1999.

UNDP., (2005), *Humman Dvelopment Report, 2005,* International Cppperation at a Crossroads, Aid, Trade and Security in an Unegual World, Oxfort University Press, New York.

UNDP., (20109, *Humman Development Report, 2010, The Real Wealth of Notions: Pathways to Human Development,* Palgrave Macmillan, New York.

United Nations., (2013), *Trade and Development Report, 2013 (Report No: UNCTAD/TDR/2013),* Secretariat of the United Nations Conference on Trade and Development, September.

Elektronik Kaynaklar

Aytekin, Güner. Koç., *Uluslar arası Sermaye Hareketleri Kapsamında Sıcak Para Akımlarının Ekonomik Etkileri ve Spekülasyon,* (http://www.ijhe.org/Published/201800_007_4_010.pdf), Erişim Tarihi: 15.12.2018.

Banco Central Do Brasıl (BR), https://www.bcb.gov.br/Pec/Copom/Ingl/taxaSelic-i.asp, Erişim Tarihi: 3.06.2019

Celasun, Merih.:(2002)., *2001 Krizi, Öncesi ve Sonrası: Makroekonomik ve Mali Bir Değerlendirme,* http://content.csbs.utah.edu/~ehrbar/erc2002/pdf/i053.pdf, Erişim Tarihi: 10.04.2019.

Dimitrijevic, A ve Beers, D., "*Sovereign Government Rating Methodology And Assumptions"* Global Credit Portal (Ülke Derecelendirme Metodolojisi ve Varsayımları Küresel Kredi Portalı), (www.standardandpoors.com/ratingsdirect), Erişim Tarihi: 20.02.2019.

http://globalekonomikmonitor.blogspot.com/2008/11/ekonomik-krlganlk-ve-hesaplama.html, Erişim Tarihi: 13.04.2019.

http://hdr.undp.org/sites/default/files/hdr2018_technical_notes.pdf, s:3, Erişim Tarihi:13.03.2019.

https://biruni.tuik.gov.tr/secilmisgostergeler/tabloYilSutunGetir.do?durum=acKapa&menuNo=11&altMenuGoster=1#, Erişim Tarihi: 25.05.2019

https://blogs.worldbank.org/opendata/category/tags/country-classification, Erişim Tarihi:13.03.2019.

https://countryeconomy.com/key-rates, Erişim Tarihi: 3.6.2019

https://countryeconomy.com/key-rates/chile, Erişim Tarihi: 3.6.2019 (Şili faiz oranları)

https://countryeconomy.com/ratings, Erişim Tarihi: 10.6.2019

https://data.worldbank.org/indicator/BN.KLT.DINV.CD?end=2018&start=2009, Erişim Tarihi: 5.7.2019

https://data.worldbank.org/indicator/BN.KLT.PTXL.CD?end=2017&start=2009&year_high_desc=true, Erişim Tarihi: 19.06.2019

https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD?end=2018&start=2009, Erişim Tarihi: 25.06.2019

https://en.wikipedia.org/wiki/List_of_countries_by_current_account_balance_as_a_percentage_of_GDP, Erişim Tarihi: 14.06.2019

https://knoema.com/atlas/topics/Economy/Balance-of-Payments-Capital-and-financial-account/Net-portfolio-investment#, Erişim Tarihi: 1.7.2019

https://tr.investing.com/economic-calendar/russian-interest-rate-decision-554, Erişim Tarihi: 25.05.2019

https://tr.investing.com/economic-calendar/russian-interest-rate-decision-554, Erişim Tarihi: 3.6.2019

https://tr.investing.com/economic-calendar/taiwan-interest-rate-decision-1117, Erişim Tarihi: 3.6.2019

https://tr.investing.com/economic-calendar/thai-interest-rate-decision-478, Erişim Tarihi: 3.6.2019

https://tr.tradingeconomics.com/country-list/interest-rate, Erişim Tarihi: 2.7.2019

https://tradingeconomics.com/brazil/rating, Erişim Tarihi: 11.6.2019
https://tradingeconomics.com/country-list/current-account-to-gdp, Erişim Tarihi: 14.06.2019

https://univerlist.com/blog/manipulasyon-nedir-neden-yapilir, Erişim Tarihi: 15.12.2018.

https://www.bbc.com/turkce/haberler-turkiye-45226072, Erişim Tarihi: 10.04.2019.

https://www.ceicdata.com/en/indicator/qatar/policy-rate, Erişim Tarihi: 4.7.2019

https://www.fitchratings.com/site/dam/jcr:6b03c4cd-611d-47ec-b8f1-183c01b51b08/Rating%20Definitions%20-%2019%20July%202018.pdf, s:18-19, Erişim Tarihi: 25.02.2019.

https://www.fitchsolutions.com/, Erişim Tarihi: 23.02.2019.

https://www.focus-economics.com/country-indicator/chile/interest-rate, Erişim Tarihi: 3.6.2019

https://www.focus-economics.com/country-indicator/czech-republic/interest-rate, Erişim Tarihi: 3.6.2019

https://www.focus-economics.com/country-indicator/hungary/interest-rate, Erişim Tarihi: 3.6.2019

https://www.focus-economics.com/country-indicator/saudi-arabia/interest-rate, Erişim Tarihi: 2.7.2019

https://www.focus-economics.com/economic-indicator/current-account-balance, Erişim Tarihi: 14.06.2019

https://www.global-rates.com/interest-rates/central-banks/central-bank-china/pbc-interest-rate.aspx, Erişim Tarihi: 3.6.2019

https://www.iaasb.org/about-iaasb, Erişim Tarihi: 28.03.2019.

https://www.iasplus.com/en/resources/global-organisations/iaasb, Erişim Tarihi: 30.03.2019.

https://www.ifac.org/about-ifac, Erişim Tarihi: 28.03.2019.

https://www.ifac.org/about-ifac/organization-overview, Erişim Tarihi: 28.03.2019.

https://www.ifac.org/about-ifac/structure-governance/board, Erişim Tarihi: 29.03.2019.

https://www.imf.org/~/media/Websites/IMF/imported-flagship-issues/external/pubs/ft/weo/2004/02/pdf/_statappxpdf.ashx, Erişim Tarihi: 11.04.2019.

https://www.imf.org/external/datamapper/BCA_NGDPD@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD, Erişim Tarihi: 14.06.2019

https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD/ALB/DZA/AFG, Erişim Tarihi: 30.05.2019

https://www.imf.org/external/datamapper/PCPIPCH@WEO/VEN, Erişim Tarihi: 31.05.2019

https://www.imf.org/external/datamapper/Portfa@CF/SPR_LIDC, Erişim Tarihi: 19.06.2019

https://www.indexmundi.com/facts/indicators/BN.KLT.PTXL.CD/compare#country=qa, Erişim Tarihi: 18.06.2019

https://www.investing.com/economic-calendar/mexican-interest-rate-decision-423, Erişim Tarihi: 3.6.2019

https://www.investopedia.com/ask/answers/100314/whats-difference-between-long-and-short-position-market.asp, Erişim Tarihi: 10.12.2018.

https://www.jcr.co.jp/en/service/company/regu/, Erişim Tarihi: 27.02.2019.

https://www.macrotrends.net/2478/natural-gas-prices-historical-chart, Erişim Tarihi: 10.12.2018 10:15

https://www.macrotrends.net/2516/wti-crude-oil-prices-10-year-daily-chart, Erişim Tarihi: 9.12.2018 22.00.

https://www.matriksdata.com/website/menkul-kiymetler, Erişim Tarihi: 13.10.2018.

https://www.moodys.com/Pages/atc.aspx, Erişim Tarihi: 7.2.2019.

https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid= PBC_79004, Erişim Tarihi: 16.02.2019.

https://www.moodys.com/sites/products/ProductAttachments/SP32056_MIS_Ratings%20Process%20Diagram_v13.pdf, Erişim Tarihi:16.02.2019.

https://www.qnbfi.com/forex/forex-terimler-sozlugu/arbitraj-nedir, Erişim Tarihi: 10.12.2018.

https://www.spratings.com/en_US/understanding-ratings#firstPage, Erişim Tarihi:18.02.2019.

https://www.spratings.com/en_US/understanding-ratings#thirdPage, Erişim Tarihi:19.02.2019.

https://www.spratings.com/en_US/what-we-do, Erişim Tarihi:17.02.2019.

https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Parasal+ve+Finansal+Istatistikler, Erişim Tarihi: 11.04.2019.

https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Merkez+Bankasi+Faiz+Oranlari/1+Hafta+Repo, Erişim Tarihi: 7.6.2019

International Monetary Fund., *World Economik Outlook (WEO),* Growth Resuming, Dangers Remain, https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/01/pdf/text./pdf, Erişim Tarihi 14.03.2019.

International Monetary Fund., *Balance of Payments,* Conceptual Framework, Erişim Tarihi:14.03.2019.

Karagöl, Erdal. Tanas ve Mıhçıokur., Ülkü. İstiklal., Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Alternatif Arayışlar, *SETA Siyaset, Ekonomi ve Toplum Araştırmaları* Vakfı, www.setav.org, Eylül 2012. (Erişim Tarihi: 15.06.2018)

Özyıldız, Hakan., *Kırılganlık Göstergeleri,* http://www.hakanozyildiz.com/2014/02/krlganlk-gostergeleri.html , Erişim Tarihi: 13.04.2019.

Seval, Belkıs., (2014), *Sermaye Piyasası Lisanslama ve Sicil ve Eğitim Kuruluşu, Lisanslama Sınavları Çalışma Kitapları,* Ders Kodu:1017, Kredi Derecelendirme Sınavı, Kredi Derecelendirmesi, (https://www.spl.com.tr/icerik/sinav-calisma-notlari), Erişim Tarihi: 30.8.2018.

Seymen, Dilek ve Bilman, Aslı., *Döviz Piyasası,* Ders Notu, (http://debis.deu.edu.tr/userweb//dilek.seymen/dp_2013%20%5bUyumluluk%20Modu%5d_yeni.pdf), Erişim Tarihi: 15.12.2018.

TCMB, (2005)., *Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nda Döviz Rezervi Yönetimi,* http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/39048f55-8e5c-4306-8534-57e4a438551c/Doviz-Rezerv-Yonetimi.pdf?MOD=AJPERES&attachment=true&CACHE=NONE&CONTENTCACHE=NONE , Erişim Tarihi: 11/12/2018.

WFE, Dünya Borsalar Federesyonu, http://www.world-exchanges.org/home/index.php/members, E.T: 2.12. 2018.

WFE, Dünya Borsalar Federesyonu, http://www.world-exchanges.org/home/index.php/members, E.T: 27.11.2018.

Yılmaz, Önder., (2018), *Banka Dışı Finansal Kurumlar ve Muhasebe Uygulamaları (Finansal Kiralama, Faktoring ve Finansman Şirketleri),* Finansal Kurumlar Birliği, (https://www.fkb.org.tr/Sites/1/upload/files/fkb_bankadisi_finansal_kurumlar_muhasebe_uygulamalari_web_tekli-1642.pdf), Erişim Tarihi: 25.5.2019.