

T. C. KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI

ÜLKE RİSKİ VE YABANCI SERMAYE GİRİŞİNİ ETKİLEYEN
FAKTÖRLER: SEÇİLMİŞ ÜLKELER İÇİN ANALİZ

DOKTORA TEZİ

GÜLDEN ŞENSOY

KOCAELİ 2025

T. C. KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI

**ÜLKE RİSKİ VE YABANCI SERMAYE GİRİŞİNİ ETKİLEYEN
FAKTÖRLER: SEÇİLMİŞ ÜLKELER İÇİN ANALİZ**

DOKTORA TEZİ

GÜLDEN ŞENSOY

PROF. DR. YUSUF BAYRAKTUTAN

KOCAELİ 2025

T. C. KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT BİLİM DALI

ÜLKE RİSKİ VE YABANCI SERMAYE GİRİŞİNİ ETKİLEYEN
FAKTÖRLER: SEÇİLMİŞ ÜLKELER İÇİN ANALİZ

DOKTORA TEZİ

Tezi Hazırlayan: Gülden ŞENSOY

Tezin Kabul Edildiği Enstitü Yönetim Kurulu Karar ve No: 05.02.2025/6

KOCAELİ 2025

İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER.....	ii
ÖZET	i
ABSTRACT	iv
ÖNSÖZ VE TEŞEKKÜR	v
ŞEKİLLER LİSTESİ	vi
TABLOLAR LİSTESİ	vii
GRAFİK LİSTELERİ.....	viii
GİRİŞ.....	1
BİRİNCİ BÖLÜM: ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ VE ÜLKE RİSKİ: KAVRAMLAR VE KURAMLAR	5
1.1. Sermaye Hareketlerinin Anlamı ve Önemi.....	5
1.2. Sermaye Hareketlerinin Türleri.....	6
1.2.1. Doğrudan Yabancı Yatırımlar	6
1.2.2. Portföy Yatırımları.....	13
1.3. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin İktisadi Etkileri.....	18
1.3.1. Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Büyüme İlişkisi	18
1.3.4. Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Cari Açık İlişkisi.....	20
1.3.5. Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Döviz Kuru İlişkisi	21
1.4. Sermaye Hareketlerini Açıklayan Teoriler	23
1.4.1. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarını Açıklayan Teoriler.....	23
1.4.1.1. Endüstriyel Organizasyon (Hymer) Teorisi	24
1.4.1.2. Aliber Para Birimi Teorisi	26
1.4.1.3. Oligopolistik Tepki Teorisi	28
1.4.1.4. İçselleştirme Teorisi.....	30
1.4.1.5. Eklektik Paradigma (OLI).....	33
1.4.1.6. Ürün Yaşam Döngüsü Teorisi	37
1.4.2. Portföy Yatırımlarını Açıklayan Teoriler	39
1.4.2.1. Klasik Portföy Teorisi	39
1.4.2.2. Modern Portföy Teorisi.....	40
1.4.2.3. Sermaye Varlıklarını Değerleme Modeli.....	42
1.5. Sermaye Hareketlerinin Belirleyicileri	44
1.5.1. İtici (Dışsal) Faktörler	44
1.5.2. Çekici (İçsel) Faktörler.....	46
1.6. Ülke Riski ve Risk Türleri	47
1.6.1. Ekonomik Risk.....	48
1.6.2. Finansal Risk.....	49
1.6.3. Politik Risk	50
1.6.4. Jeopolitik Risk.....	52
1.7. Ülke Riskini Etkileyen Faktörler ve CDS.....	53
1.7.1. Ülke Riskini Etkileyen Faktörler	53
1.7.2. CDS Kavramı ve CDS Primi Türleri	54
1.7.3. Bir Gösterge Olarak CDS	58

İKİNCİ BÖLÜM: DÜNYADA RİSK DEĞERLENDİRMELERİ VE SERMAYE HAREKETLERİ	61
2.1. Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Kredi Notları	61
2.1.1. Standard and Poor's.....	61
2.1.2. Moddy's	63
1.1.3. Fitch	65
1.1.4. Japonya Kredi Derecelendirme Ajansı.....	68
2.2. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına Yöneltilen Eleştiriler	71
2.3. Kredi Notlarının Değerlendirilmesi ve Makroekonomik Göstergeler	72
2.4. CDS Primi Değerlendirmesi ve Makroekonomik Göstergeler	75
2.5. Dünyada Sermaye Hareketleri	77
2.5.1. Dünyada Doğrudan Yabancı Yatırımlar	78
2.5.2. Dünyada Portföy Yatırımları	79
2.6. Genel Değerlendirme.....	80
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM: GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER İÇİN ÜLKE RİSKİ VE SERMAYE HAREKETLERİNİN BELİRLEYİCİLERİNİN ANALİZİ.....	82
3.1. İLGİLİ LİTERATÜR	82
3.2. CDS PRİMİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER: PANEL VERİ ANALİZİ.....	88
3.2.1. Panel Veri Uygunluk Testleri	88
3.2.2.1. Yatay Kesit Bağımlılığı Testi	89
3.2.2.2. Reese ve Westerlund (2016) Panel Birim Kök Testi (PANICCA)	89
3.2.2. Yöntem: Driscoll-Kraay Standart Hata Modeli Yaklaşımı	90
3.2.1. Model ve Veri Seti.....	91
3.2.4. Ampirik Bulgular	92
3.3. SERMAYE HAREKETLERİNİN BELİRLEYİCİLERİ: PANEL VERİ ANALİZİ	96
3.3.1. Yöntem: CS-DL Modeli	96
3.3.2. Model ve Veri Seti.....	96
3.3.3. Ampirik Bulgular	98
SONUÇ	101
KAYNAKÇA.....	105

ÖZET

Gelişmekte olan ülkelerin, uluslararası rekabet ortamına uyum sağlama, iktisadi büyüme potansiyelini kullanma ve geliştirmeleri için sermaye birikimi ve yurt içi tasarrufları destekleyecek dış kaynak teminine ihtiyaç duyulmaktadır. Farklı ülkelerdeki yatırımcılar, kar fırsatları kadar risk durumlarını da gözeterek yatırım yeri tercihinde bulunmaktadırlar. Bu bağlamda ülke riskini etkileyen faktörlerin belirlenmesi hem yatırımcıların karar süreçleri hem de dış kaynağa ihtiyaç duyan ülkelerin politika tasarımlarına yön vermektedir.

Bu çalışmanın amacı, ülke riskinin belirleyicilerini ve sermaye hareketlerini etkileyen faktörleri, Türkiye'nin de içinde yer aldığı yükselen piyasa ekonomileri için incelemektir. 2006-2022 dönemi çeyreklik verileri kullanılarak yapılan analizlerle, önce ülke riskini ve sonra sermaye hareketlerini etkileyen faktörlerin neler olduğu saptanmaktadır. Tasarlanan birinci modelde yer verilen ve ülke riskini etkilediği düşünülen faktörler, Driscoll Kraay yöntemiyle analiz edilmiştir. Jeopolitik risk, rezervlerin cari açığı karşılama oranı, 2008 krizi için kukla değişken, döviz kuru oynaklığı ve politika belirsizliği, açıklayıcı değişkenler olarak tercih edilmiştir.

İkinci modelde ise sermaye hareketlerini etkileyen faktörler, CS-DL modeli ile tespit edilmiştir. CDS priminin sermaye hareketleri üzerinde negatif ve anlamlı bir etkisi olduğu bulunmuştur. Dışa açıklık oranı, rezervlerin dış ticaret açığını karşılama oranı ve finansal açıklık oranının sermaye hareketleri üzerinde pozitif etkileri olduğu belirlenmiştir.

Kavramsal ve teorik çerçevenin sunulduğu birinci bölüm, kredi derecelendirme, CDS ve uluslararası sermaye hareketlerine ilişkin detayların paylaşıldığı ikinci bölüm ve literatür özeti, yöntem ve analizlerin yer aldığı son bölüm olmak üzere üç bölümden oluşan bu çalışma, literatürde benzer içerik ve nitelikte yayınların tespit edilen eksikliğini gidermeye katkıda bulunurken aynı zamanda politika yapıcılara, ülke riskini kontrol altında tutma ve yönetme yanında sermaye birikimini dış finansman imkanlarıyla destekleme çabalarında aydınlatıcı bulgular sunmaktadır.

ABSTRACT

Developing countries need external resources to support capital accumulation and domestic savings in order to adapt to the international competitive environment and to exploit and develop their economic growth potential. Investors in different countries make decisions about where to invest by considering both risk and reward. In this context, the identification of factors affecting country risk guides both the decision-making process of investors and the policy design of countries in need of external resources.

The aim of this study is to examine the determinants of country risk and the factors affecting capital movements for emerging market economies, including Türkiye. Using quarterly data from 2006 to 2022, the factors affecting country risk and then capital movements have been identified. The first model designed making use of the theoretical background and consisting of the factors considered to be effective on country risk were analysed using the Driscoll-Kraay method. Geopolitical risk, the ratio of reserves to current deficit, the dummy variable for the 2008 crisis, exchange rate volatility, and political uncertainty were preferred as explanatory variables.

With the second model, the factors affecting capital movements were identified using the CS-DL model. It was found that the CDS premium has a negative and significant effect on capital movements. The openness ratio, the ratio of reserves to the external deficit and the financial openness ratio were found to have positive effects on capital movements.

This study consists of three sections: The first section presents the conceptual and theoretical framework. The second section shares the details on credit rating, CDS and international capital movements, and the last section, which includes literature summary, methods and analyses, contributes to eliminating the identified lack of publications with similar content and quality in the literature, while also providing enlightening findings for policy makers in their efforts to control and manage country risk as well as support capital accumulation with external financing opportunities.

ÖNSÖZ VE TEŞEKKÜR

Ülke riski, uluslararası sermaye hareketlerinin yönünü dün olduğu gibi bugün de etkilemektedir ve gelecekte etkileyici ana unsurlar arasında yer almaya devam edecektir. Türkiye'nin içinde yer aldığı yükselen ekonomiler bakımından risk algısının farklı göstergeleri arasında popüler olan CDS primi üzerinde etkili faktörleri ve yabancı sermaye girişinin belirleyicilerini araştırma fikrini doktora tez konusu olarak tavsiye eden, akademik tekamül sürecinin en zorlu evresi olan doktora eğitimimin başından itibaren olduğu gibi tez çalışmalarım boyunca da destekleyici ve motive edici tavrı ile ufkumu aydınlatan, hem akademik hem insani bakımdan rol model olan danışman hocam Prof. Dr. Yusuf Bayraktutan için şükran duygularım, ifade kabiliyetimin ötesindedir. En sade yolu seçerek kendisine çok teşekkür ederim.

Bütün eğitim hayatımda yanımda olan sevgili annem, abim, ablam ve yeğenlerim de teşekkür listemin başlarında olmayı fazlasıyla hak ettiler. Babam da bugüne tanık olsaydı, mutluluk tablomuz eksiksiz olurdu; ruhu şad olsun.

Akademik kariyerimin her aşamasında kendilerinden yararlandıklarım yanında, bu çalışmanın analiz aşamasında işimi kolaylaştıran ekonometri eğitimlerine katıldığım ya da desteklerini gördüğüm hocalarıma ve arkadaşlarıma, yapıcı yaklaşım içinde önerilerini paylaşan tez izleme komitesi ve savunma sınav jürisi üyelerine de teşekkür ederim.

Aldığım titiz danışmanlığın gereği olan özene rağmen olası eksiklerin sorumluluğunu üstlenerek tezimin literatüre, hedeflediği katkıyı sağlamasını ve daha sonra bu alanda yapılacak çalışmalara refrans olmasını dilerim.

Gülden Şensoy

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil-1: Kredi Temerrüt Takasının Yapısı.....	55
Şekil-2: CDS Priminde Kredi Yapısı.....	56



TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo-2.1: S&P Derecelendirme Puanları	63
Tablo-2.2: Moody's Uzun Dönem Derecelendirmeleri.....	64
Tablo-2.3: Moody's'in Kısa Dönem Derecelendirmeleri	65
Tablo-2.4: Fitch Uzun Dönem Derecelendirme Notları	66
Tablo-2.5: Fitch Kısa Dönem Derecelendirme Notları.....	67
Tablo-2.6: Jcr Uzun Dönem Derecelendirme Notları	69
Tablo-2.7: Jcr Kısa Dönem Derecelendirme Notları.....	70
Tablo-2.8: Makro Ekonomik Göstergeler Ve Kredi Notları (2023)	74
Tablo- 2.9: Vadesine Göre Kredi Temerrüt Takas Piyasası (Milyar Dolar).....	76
Tablo- 2.10: Makro Ekonomik Göstergeler, Kredi Notları Ve Cds (2023)	77
Tablo-2.11: Gelişme Gruplarına Göre Dyy Yatırım Girişleri (Milyar Dolar)	78
Tablo-2.12: Gelişme Gruplarına Göre Portföy Yatırım Girişleri (Milyar Dolar)	79
Tablo-3.13: Değişkenler, Tanım Ve Veri Kaynağı	91
Tablo-3.14: Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları	92
Tablo-3.15: Panıcca Panel Birim Kök Testi Sonuçları.....	93
Tablo-3.16: Driscoll-Kraay Standart Hatalar Tahmincisi Sonuçları	94
Tablo-3.17: Değişkenler, Tanım Ve Veri Kaynağı	97
Tablo-3.18: Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları	98
Tablo-3.19: Panıcca Panel Birim Kök Testi Sonuçları.....	99
Tablo-3.20: Cs-DI Modeli Tahmin Sonuçları	100

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik-1: Yabancı Sermayenin Büyümeye Etkisi.....	7
Grafik-2: Esnek Kur ve Genişletici Para Politikası.....	10
Grafik-3: Esnek Kur ve Genişletici Maliye Politikası.....	11
Grafik-4: Sabit Kur Sistemi ve genişletici Para Politikası.....	11
Grafik-5: Sabit Kur Sistemi Genişletici Maliye Politikası.....	12
Grafik-6: CDS Priminin Türlerine Göre Dağılımı.....	48

GİRİŞ

Uluslararası sermaye hareketleri ülkelerin iktisadi büyüme/kalkınma performansı bakımından verimli yatırımlar ve bunları finanse etmek için yurt içi tasarruflara ilaveten kaynak sağlama açısından önemli bir etkidir. Özellikle yurt içi tasarrufların arzulan yatırımlar için yetersiz kaldığı gelişmekte olan ekonomilerin, yabancı yatırımları ülkelerine çekebilmeleri bakımından sermaye girişlerini belirleyen faktörlerin anlaşılmasına ihtiyaç duyulmaktadır. Nitekim daha çok yabancı sermaye çekebilen ülkeler, daha fazla yatırım yoluyla üretim, istihdam, borçluluk, büyüme, kişi başına gelir ve enflasyon gibi iktisadi göstergelerde iyileşme göstermektedir. Uluslararası sermaye hareketlerini belirleyen faktörlerin araştırılması, genellikle iktisadi değişkenler ışığında gerçekleştirilmekte; ülke risk faktörlerinin ayrıca ve özellikle değerlendirilmesi bakımından ilgili literatürde zayıflık gözlenmektedir.

İktisadi aktörler yatırım yapacakları ekonomilerde makroekonomik koşulların yanı sıra riskler ve belirsizlik unsurlarını da hesaba katarak yatırım yeri tercihlerini şekillendirmektedir. Bu bağlamda uluslararası yatırımcılara alternatif ülkeler arasında tercih yaparken rehberlik edecek ampirik/analitik araştırmalara ihtiyaç gündeme gelmektedir.

Dış finansman kullanma ve yeniden finanse etme (rollover) kabiliyeti, ülke riski ile yakından ilgilidir. Risk, ulusal ekonomide, uluslararası bir iktisadi veya finansal işlemin sonucunu etkileyebilecek gelişmeleri ifade etmektedir. Portföy yatırımı söz konusu olduğunda, ev sahibi ülke ulusal para biriminin değer kaybetmesi, tasarruf sahibinin anapara birimindeki yatırımdan elde edilen nakit akışlarının ve getirilerin değerini azaltacaktır. Doğrudan yabancı yatırım bakımından, bir durgunluk veya iktisadi yavaşlama, nakit akışlarını ve ana şirkete olan getirileri azaltarak bir risk oluşturacaktır.

Ülke riski, finansal yükümlülüklerini yerine getirememe, borç faiz ve anapara ödemelerini karşılayacak kadar döviz üretme kabiliyetinden yoksun olma, dünya çapında terör olayları, yerel/bölgesel istikrarsızlık, siyasi sorunlar, enerji krizi, terör, sınır anlaşmazlıkları gibi farklı unsurlardan etkilenmektedir. Bu hususlar ülke risk algısını yansıtan değerlendirmeleri şekillendirmektedir.

Yatırım yeri tercihlerine yol göstermeyi amaçlayan kredi derecelendirme kuruluşları, “AAA, BBB ve D” gibi notasyonlarla yatırım riski en yüksek ve en düşük olmak üzere, ülkeleri değerlendirmekte ve kategorize etmektedir. Bu kurumların derecelendirme yaparken nicel değişkenler yanında nitel unsurlar kullanmalarının yol açtığı subjektivite ve zaman zaman yaptıkları tartışmalı not açıklamaları, iktisadi aktörleri, risk belirlemede alternatif arayışlara yöneltmiştir. Bu bağlamda ortaya çıkan bir seçenek, ülkelerin CDS primi olmuştur.

Ülke kredi riskinin bir göstergesi olarak CDS primi, yatırımcıların ülke temerrüt riskine yönelik beklentilerini yansıtmakla birlikte bir borçlunun yükümlülüklerini yerine getirmeme olasılığının değerlendirilmesine olanak tanımaktadır. CDS primlerinde yükseliş ülke riskliliğinin arttığına işaret ettiğinden ülke CDS primi ne kadar yüksekse yatırım çekme kabiliyeti o kadar düşük olacaktır. Bu nedenle, CDS primindeki değişimleri nelerin etkilediğinin belirlenmesi, yabancı yatırım çekme bakımından olumsuz algının onarımı için politika tasarımına destek sunacaktır. Ülke bazında CDS primini etkileyen faktörlerin analizine yönelik literatür boşluğu, bu konuyu ayrıca incelenmeye değer kılmaktadır.

Ülke riskini belirleyen ve uluslararası sermaye hareketlerini etkileyen faktörleri, Türkiye’nin de içinde yer aldığı 13 gelişmekte olan ülke verileriyle saptamayı amaçlayan bu çalışmanın birinci bölümünde sermaye hareketleri kavramı, iktisadi etkileri, sermaye akımlarının belirleyicileri, sonrasında ülke riski kavramı, ülke riskini belirleyen faktörler ve ülke riskinin bir ölçüsü olan CDS primi kavramı ele alınacaktır.

İkinci bölümde dünyada sermaye hareketleri ve risk değerlendirilmeleri görüntülenecektir. Analiz öncesinde örneklemdaki 13 ülkenin iktisadi değişkenlerinde ve olası risk faktörlerindeki mevcut performansları yorumlanacaktır. Özellikle ülkelerin CDS puanı, kredi derecelendirme kuruluşlarının vermiş olduğu puanlar, büyüme, kamu borcu, cari denge, bütçe dengesi, enflasyon, işsizlik, politika faizi gibi iktisadi değişkenler ışığında değerlendirilecektir. CDS primi ve kredi derecelendirme kuruluşlarının açıkladığı notların bir arada sunulması, ülke risk değerlendirmeleri bağlamında hangi etkenlerin öne çıktığının anlaşılmasını sağlayacaktır.

Üçüncü bölümde ülke riskinin ve sermaye hareketlerinin belirleyicileri incelenmiştir. Literatürde CDS primini etkileyen faktörler, genellikle finansal verilere dayanmakta olup ülkelerin hinterlandı ve komşularıyla ilişkileri kaynaklı tehdit düzeyini temsil eden jeopolitik risk kavramı ile yeterince ilgilenilmemekte aynı zamanda CDS primi ile jeopolitik risk arasındaki ilişkiyi ele alan ulusal çalışmalar, genellikle Türkiye'ye odaklanmaktadır. Bu çalışmada, jeopolitik risk değerlendirmesi bulunan GOÜ'lerin analize dahil edilmesi, risk düzeyinin tartışmaya katkısını görmek bakımından önem arz etmektedir. CDS primi üzerindeki etkisine gereken önem verilmeyen bir diğer değişken olan döviz kuru oynaklığı da analize dahil edilmiştir. Rezervlerin cari açığı karşılama oranı ilk kez bu çalışmada değerlendirilecektir. Ayrıca modelde ülkelere ait belirsizlik endeksi ve kriz kukla değişkeni yer alacaktır. CDS priminin belirleyicilerinin tahmini için Driscoll Kraay yöntemi kullanılacaktır. Driscoll Kraay, heteroskedasite, otokorelasyon ve birimler arası korelasyonun varlığında başarılı sonuçlar vermekte ve bu saptama literatürde sıklıkla vurgulanmaktadır. Ön analizlerde üç sorunun varlığı gözlemlendiğinden, bahsi geçen ekonometrik yöntem tercih edilmiştir.

Sermaye hareketlerinin belirleyicilerini tahmin etmek üzere ikinci bir analiz gerçekleştirilecektir. İlave yatırım yoluyla üretim, istihdam, ihracat ve iktisadi büyümeye katkılarıyla tasarruf yetersizliği yaşayan GOÜ için özellikle önemli olan uluslararası sermaye hareketleri gelişmiş ülkelerde yerleşik yatırımcılara getiri alternatifleri sunması bakımından da dikkat çekmektedir. Sermaye hareketlerini etkileyen faktörlerin belirlenmesi, yatırımcılar ve politika yapıcılar için yol gösterici olacaktır. İlk bölümde ortaya konan teorik birikim ve üçüncü bölüm başında özetlenen mevcut literatür dikkate alınarak tasarlanan modelin bağımlı değişkeni olan yabancı sermaye girişlerini etkilediği düşünülen bağımsız değişkenlerin başında CDS primine yer verilecektir. Zira risk algısının, yabancı sermaye hareketleri üzerinde etkisi bilinmektedir. Ülkeler bazında yapılan ulusal ve uluslararası çalışmalarda sermaye hareketlerinin belirleyicilerinin tahmininde açıklayıcı değişken olarak CDS primine ve rezervlerin dış ticaret açığını karşılama oranına rastlanmamıştır. Dolayısıyla tasarlanan modelin özgün taraflarından ve ilgili literatüre katkılarından biri, bu bağlamda ortaya çıkmaktadır. Literatürden yararlanarak sermaye hareketleri üzerinde pozitif etkisi olan dışa açıklık oranı ve finansal açıklık oranı da diğer açıklayıcı değişkenler olarak modele

dahil edilmiştir. Risk değerlendirmesi bulunan ekonomiler özelinde, ülke riskinin ve sermaye hareketlerinin belirleyicilerinin birlikte değerlendirilmesi de bu çalışmanın özgün yanını oluşturmaktadır.

Sonuç kısmında, analiz bulguları doğrultusunda genel bir değerlendirme yapılmış ve politika nerileri sunulmuştur.



BİRİNCİ BÖLÜM: ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ VE ÜLKE RİSKİ: KAVRAMLAR VE KURAMLAR

Uluslararası sermaye akımları ve bunların yönünü etkileyen ülke risk priminin kavramsal ve kuramsal çerçevesini ortaya koymayı amaçlayan bu bölümde, uluslararası sermaye hareketlerinin tanımı, türleri ve ilgili teoriler ile sermaye akışını belirleyen faktörlere yer verilmektedir. Ayrıca, sermaye girişlerini etkileyen faktörler bağlamında ülke riski kavramı, türleri ve risk algısını yansıttığı düşünülen Kredi Temerrüt Takası (CDS) ele alınmaktadır.

1.1. Sermaye Hareketlerinin Anlamı ve Önemi

Uluslararası sermaye hareketleri, bir ülkedeki yerleşiklerin sahip olduğu maddi veya maddi olmayan varlıkların, sahibinin tamamen veya kısmen kontrolü altında getiri sağlamak amacıyla bir ülkeden diğerine transferini içermektedir (Sornarajah, 2004: 7). Farklı ülkeler arasında finansal varlıkların transferi, borç, bağış ve yatırım şeklinde gerçekleşmektedir.

Uluslararası sermaye hareketleri, İngiltere'nin XVIII. yüzyılda sanayi devrimini finanse etmek için gerekli olan sermayenin önemli bir kısmını Hollanda'dan borçlanarak karşılaması sonucu işlerlik kazanmış; bu sayede sermaye stokunu artıran ülke dünyanın en gelişmiş ekonomisi haline gelmiştir. Zamanla artan tasarruflarını XIX. yüzyıldan itibaren Arjantin, Avustralya, Kanada ve ABD gibi başka ülkelere yönlendirerek uluslararası finansa egemen olan İngiliz sermayesi, uluslararası sermaye hareketlerine ivme kazandırmıştır (Davis, and Galman, 2001: 5).

Uluslararası sermaye hareketlerinin hem sermaye ihraç eden hem de ithal eden ülke açısından farklı sonuçları bulunmaktadır (Byrne, and Fiess, 2011: 2). Neoklasik modele göre (Henry, 2006: 1-2), uluslararası sermaye hareketleri, sermaye stokunun fazla, getirisinin düşük olduğu gelişmiş ülkelere, sermaye stokunun yetersiz, getirisinin yüksek olduğu gelişmekte olan ülkelere yönelmesi sayesinde kaynakların daha verimli tahsisine imkan sunmakta; bu kaynak akışı, sermaye maliyetlerini düşürmekte; sonuç olarak yatırımların finansmanı ve iktisadi büyümeye katkı sağlanmaktadır.

XIX. yüzyılda daha çok gelişmiş ülkeler arasında görülen finansal sermaye hareketlerinin yönü, XX. yüzyılda gelişmiş ülkelere doğru çevrilmiştir. Ülkelerin gelişme seviyelerindeki farklılık, sermaye hareketlerinin hacminin artmasına neden olmuştur. Başlarda uluslararası sermaye hareketleri, doğrudan yabancı yatırım şeklinde olmuş; finansal serbestleşme ile birlikte portföy yatırımlarında belirgin artışlar yaşanmıştır.

1.2. Sermaye Hareketlerinin Türleri

Ülkelerin iktisadi büyüme/kalkınma performansı bakımından verimli yatırımlar ve bunları finanse etmek için yeterli sermayeye sahip olması gerekmektedir. Bu bağlamda, uluslararası sermaye hareketlerinin üç farklı türünden yararlanılmaktadır. Bunlar, doğrudan yabancı yatırımları (DYY), dolaylı yabancı sermaye (portföy) yatırımları (PY) ve diğer yatırımlar (DY) şeklinde sıralanmaktadır.

1.2.1. Doğrudan Yabancı Yatırımlar

Farklı ülkelerde mal ve hizmet üretmek için gerçekleştirilen (Pandya, 2013: 1) DYY, uzun vadeli ilişkiyi içeren ana ülke dışındaki bir ülkede taşınmaz ve kuruluş için gerekli olan donanım gibi reel varlıklar üzerinde kontrol yetkisi veren yatırımlar olarak tanımlanmaktadır (Hancock, 2018: 63). Bir yatırımın doğrudan yatırım olarak ifade edilebilmesi için yatırımcının bir ülkedeki iştirakin en az %10 hissesine sahip olması gerekmektedir.

DYY, ekonomiler arasında istikrarlı ve uzun süreli ilişkiler oluşmasına yardımcı olmakta; yatırım politikaları için uygun ortamın oluşturulmasına; bu bağlamda hem ev sahibi ülke hem de yatırımcının rekabet potansiyeline ve daha verimli yatırımlar gerçekleştirmelerine katkı sağlamaktadır. Zira bu sayede ekonomiler arasında teknoloji ve know-how transferi gerçekleşmekte; ev sahibi ülke, ürünlerini uluslararası pazarlarda daha fazla tanıtmaya fırsatı bulmakta ve ülke ekonomisi için ilave finansman kaynağı oluşmaktadır (OECD, 2008: 14).

DYY çekmek için bazı iktisadi ve politik faktörlerin varlığı gerekmektedir. İktisadi faktörler, pazar büyüklüğü, gelir dağılımı, büyüme beklentileri, dağıtım ve talep kalıpları, doğal kaynaklar, işgücünün nicelik, nitelik ve maliyeti, eğitilebilirlik ve

yönetmel teknik beceriler, girdilere erişim ve girdi maliyetleri, fiziksel altyapı, tedarik tabanı ve teknoloji desteği olarak sıralanmaktadır. Politik faktörler ise, makro iktisadi değişkenlerin yönetimi, ödeme/transer kolaylığı, dövizle erişim, özelleştirme, şeffaf ve istikrarlı politikalar, ülkeye giriş/çıkış kolaylığı, gelişmiş finansal piyasalar, bölgesel bütünleşme oluşumları ve pazarlara erişim, mülkiyet hakkına dair güvence, rekabet politikaları, KOBİ'lere destek, vb olarak sıralanmaktadır (Johnson, and Turner, 2010: 197).

Doğal kaynak ihtiyacı, büyük pazarlara ulaşma, verimlilik kazançları, stratejik varlık arayışı, vb girişimci bakımından temel DYY motivasyon unsurlarıdır (UNCTAD, 1999: 19-25).

DYY'nin, işlevsellik bakımından yatay ve dikey; ülkeye giriş tercihi bakımından ise, yeşil alan yatırımı, satın alma-birleşme ve kahverengi alan yatırımı türleri bulunmaktadır. Dış pazarlara giriş engellerinin varlığı, yatırımcıları, uluslararası rekabet gücünü artırarak yabancı bir pazarda başarılı olacak şekilde konumlanmaları için uygun DYY türünü seçmeye yönlendirmektedir. Yatırım maliyetleri, teknolojilerdeki farklılıklar, pazar büyüklüğü, pazar yapısı ve rekabet yoğunluğu, giriş türü tercihiyle ilgili kararı etkilemektedir (Müller, 2007: 93).

i. Yatay Doğrudan Yabancı Yatırımlar

Yatay DYY, tarife ve nakliye benzeri maliyetlerin yüksek olduğu durumlarda ihracata alternatif olarak yatırımcının yabancı bir ülkede yerel yan kuruluşlar aracılığıyla satış yaparak maliyetleri azaltmak ve yerel pazara hizmet etmek amacıyla gereken tüm ticari faaliyetleri yöneten bağımsız bağlı kuruluşlar tarafından gerçekleştirilmektedir (Sirr et. al, 2016: 94). Burada, "Yakınlık Yoğunlaşması Hipotezi" doğrultusunda hareket edilmektedir. Buna göre, ihracat maliyetleri, üretimi birden fazla ülkeye bölerek önceden tahmin edilen ölçek ekonomileri bakımından yeterince yüksek olduğunda, firmanın yabancı ülkelerde bir üretim yan kuruluşu kurarak DYY gerçekleştirmelidir (Nielsen et.al., 2017: 64).

Temel amacı pazar genişlemesi olan ve diğer şeylerin yanı sıra, ev sahibi ve ana ülke arasındaki kurumsal düzenlemelerin benzerliğinden etkilenen Yatay DYY, genellikle benzer kişi başı gelir ve kurumsal özelliklere sahip ülkeler arasında (Wang,

and Anwar, 2022:1) ve ikame etkisi yaratan ürünleri üreten sektörlerde gerçekleşmektedir. Ticaret maliyetleri düşük olduğunda, bir firma tüm üretimini yerli fabrikalarında üretir ve ihracat yaparken ticari engeller ve yüksek lojistik maliyetlerin ihracatı maliyetli hale getirmesi, yatay DYY'ın tercih edilmesine neden olmakta ve bu bağlamda firma hem yurtiçinde hem de yurtdışında üretim yaparak her iki ülkenin de gelir seviyesinin artmasına yardımcı olmaktadır (Caves, 1971: 1; Hanson, and Slaughter, 2001: 1-2; Shatz, and Venables, 2000:6).

ii. Dikey Doğrudan Yabancı Yatırımlar

Çok uluslu firma üretim sürecini uluslararası olarak parçalara ayırdığında, üretimin her aşamasını en az maliyetle yapılabileceği ülkede konumlandığında dikey yatırımlar meydana gelir (Aizenman, and Marion, 2004: 126).

Dikey DYY, uluslararası faktör fiyatlarındaki farklılıklardan yararlanmak amacıyla üretim aşamalarının farklı ülkelerde gerçekleştirilmesi olarak tanımlanmaktadır (Tanaka, 2011: 97). Farklı ülkelerdeki üretim aşamaları birbiri ardına yapıldığından dikey olarak adlandırılmaktadır. Bu tür DYY'nin modellenmesi, üretim sürecinin farklı bölümlerinin farklı girdi gereksinimlerine sahip olduğu fikrine dayanmaktadır. Girdi fiyatları ülkeler arasında farklılık gösterdiğinden, üretimi bölmek, örneğin işgücü maliyetlerinin düşük olduğu ülkelerde emek yoğun üretim aşamaları yürütmek karlı hale gelir ve bu da ülkeler arasında mutlak ücret farklılıklarının azalmasına neden olur. Aynı zamanda tamamlayıcı malların üretimi için gerekli olan girdinin temin edilmesi amacıyla da gerçekleştirilen dikey yatırımlar çoğunlukla doğal kaynak, sermaye ve işgücü gibi girdilerin düşük maliyetli olduğu üretim yerlerinde gerçekleştirilmektedir. (Caves, 1971: 1; Protsenko, 2003: 20; Shatz, and Venables, 2000:6).

Yatay yatırımlar yalnızca yerel pazarda üretim yaparak istihdam sağlarken dikey yatırımlar birden fazla pazarda üretim yaparak istihdam artışına daha fazla katkıda bulunmaktadır. Dolayısıyla dikey yatırımların büyüme üzerindeki etkisi de daha büyük olmaktadır (Beugelsdijk et. al, 2008: 458).

Yatay DYY, üretim olanakları ve kişi başına düşen üretim faktörleri donanımı açısından önemli ölçüde farklılık göstermeyen sanayileşmiş ülkeler arasında baskınken aksine, dikey DYY, faktör donanımı bakımından önemli ölçüde farklılık gösteren ve

değişken maliyetlerde, özellikle işgücü maliyetlerinde önemli farklılıklar ile karakterize edilen ülkeler arasında gerçekleşmektedir (Chen, and Funke, 2011: 593).

iii. Yeşil Alan Yatırımları

Yeşil alan yatırımı, yabancı bir pazara sıfırdan giriş olarak ifade edilmektedir. Merkezi ülke dışında bulunan başka bir firma tarafından tek başına veya daha fazla ortağın bir araya gelmesiyle, yabancı ülkede yeni bir iştirakin kurulmasını içermektedir. Farklı ülkelerde ve değişik sektörlerde faaliyet göstermesi sonucu zengin bilgi birikimi ve güçlü teknolojik yeteneklere sahip olan firma için çekici bir DYY türü olarak ortaya çıkmakta; yatırımcıya, ihtiyaçlarını en iyi şekilde karşılayacak sistemi kurabilme ve yeni iş kültürüne hızla uyum sağlayabilme imkânı sunmaktadır (Barkema, and Vermeulen, 1998: 7; Cheng, 2006: 202).

Gayri resmi kurumsal mesafenin yüksek olması durumunda, bir ÇUŞ'in çok farklı mesleki ve kurumsal kültürleri temsil eden örgütsel uygulamaları ve iş gücünü satın alınan yan kuruluşa entegre etmesi çok zor olabilir. Bu gibi durumlarda, sıfırdan yatırım, ÇUŞ'lere yatırım yapmak için çekici bir kuruluş modu seçeneği olarak görünmektedir. Bununla ilintili olarak ÇUŞ'ler, ev sahibi ülkeler arasındaki gayri resmi kurumsal mesafe yüksek olduğunda sıfırdan yatırımları tercih etme eğilimindedirler (Arslan, and Larimo, 2011: 347).

ÇUŞ'ler yatırım yapacakları ülkede kendisine düşük bir kar payı bırakan çok kısıtlayıcı bir DYY politikasıyla karşı karşıya kaldıklarında, sınır ötesi birleşmenin sıfırdan yatırımdan daha düşük kar sağlamasına neden olmasından dolayı sıfırdan yatırımı tercih etmektedirler (Qiu, and Wang, 2011: 837).

Piyasa yapısı sıfırdan yatırım ve satın alma-birleşme arasındaki seçimde önemli bir faktördür. Sıfırdan yatırım yoluyla giriş, yerel kapasiteyi artırır ve rekabeti yoğunlaştırırken satın alma ve birleşmeler için bu söz konusu değildir. Bununla ilintili olarak hükümetlerin satın almalara karşı kısıtlayıcı bir tutum sergilerken neden yeni yatırımları çekmek için sık sık rekabet ettiğini açıklamaktadır (Buckley, and Casson, 2010: 199). Yeşil alan yatırımlarını etkileyen bir diğer faktör ise teknolojik farklılıktır. Sıfırdan yatırım, rakipler arasındaki teknolojik boşluk yeterince büyükse en uygun giriş modu olarak seçilmektedir (Müller, 2007: 93).

Yeşil alan yatırımlarının birçok cazip yönü bulunmasına rağmen bazı zorlukları da bulunmaktadır. Sıfırdan bir girişimde bulunmak için tamamlayıcı yerel kaynaklara ihtiyaç vardır. Buna örneğin gayrimenkul, işyeri ruhsatları, yerel mavi yakalı işçiler ve ara mal ve hammadde tedarikleri dahildir. Yatırım gerçekleştirilen ülkede belirli kaynaklar, özellikle beceriler ve yerel malzeme girdileri az gelişmiş olabilmektedir. Kaliteli kaynaklar, ilgili rekabet avantajlarının bir parçası oldukları için bunları satmak istemeyen yerel firmalar tarafından veya devlete ait firmalar için politik kaygılar nedeniyle ulaşım imkanı kısıtlanabilmektedir. Aynı zamanda yasal kısıtlamalar, arazi veya doğal kaynakların yabancılara satışını engelleyebilmekte veya yasaklayabilmektedir (Meyer, and Estrin, 1998: 11).

Yeşil alan yatırımları, yalnızca üretim kapasitesini artırmakla ve istihdam yaratmakla kalmaz, aynı zamanda piyasadaki tedarikçilerin sayısını artırarak rekabeti de artırır. İktisadi üretimdeki ilerleme işgücü talebini artırmakta ve bu da yeni kalifiye işçiler için daha yüksek ücret alınmasına yol açmaktadır (Raza et.al, 2021: 195).

iv. Birleşme ve Satın Alma

Birleşme ve satın alma, yabancı bir ülkede var olan bir şirkette kontrol sağlamaya yetecek miktarda hisse satın alınması olarak tanımlanmaktadır. Bu bağlamda, genellikle yeni bir pazarda güçlü bir konum oluşturma, pazar gücü kazanmanın ve firmanın büyüklüğünü artırmanın veya riskleri yayma ve pazar hâkimiyeti sağlamanın en hızlı yolunu temsil etmektedir. Bu yatırımcılar, aynı zamanda, ev sahibi ekonominin sunduğu finansal fırsatlardan yararlanma imkânı elde etmekte ve bununla ilintili kazançlar sağlamaktadır (Kogut, and Singh, 1988: 412; UNCTAD, 2000: xx).

Giriş engelleri nedeniyle yabancı ülkelerde yeni pazarlara girmek genellikle zordur. Belirli endüstri ve pazardaki rekabetçi profil için ortak olan giriş engellerine ek olarak, ülkeler genellikle yabancı firmaların pazara girişini engelleyen düzenlemelere sahiptir. Yabancı firmaların tedarikçiler ve distribütörlerle ilişki kurma olasılığı düşüktür, bu da yeni bir pazara girmeyi ve başarılı bir şekilde faaliyet göstermeyi zorlaştırır. Ancak, o pazarda zaten var olan bir firmayı satın almak, bu giriş engellerini aşar. Bu nedenle satın alma, başka yollarla erişilemeyen pazarlara erişim sağlar (Hitt, and Pisano, 2003: 134).

Birleşme ve satın almalar, stratejik güdü (firma stratejisini güçlendirmek, teknoloji edinme), pazar güdüsü (genişleme, yeni pazarlar, pazar payı, dağıtım kanallarına erişim) ve ekonomik güdü (ölçek ekonomileri, maliyet liderliği) ile hareket etmektedirler. Yatırımcıların, küresel veya uluslararası çeşitlendirme olarak sınıflandırılan ev sahibi ülkede yerleşik bir firmayı satın alarak ürün ve hizmetlerini diğer ülkelere çeşitlendirebilme imkanına ulaşması ise satın alma ve bileşmelerin en temel güdüsüdür (Reddy, 2015: 5).

Birleşme ve satın alma teorisine (Oster,1990) göre bir firmanın sıfırdan yatırım yerine satın alma ve birleşmeler yoluyla büyümeyi seçmesinin iki nedeni bulunmaktadır. Birleşme ve satın alınacak hedef firmanın değerinin ikame maliyetlerinden düşük olması birinci nedeni oluşturmaktadır. Bir diğer neden ise üç durumda gerçekleşmektedir. Satın almalar, pazara giren kişiye pazar gücü sağlamalıdır. Satın almaların, sıfırdan giriş yoluyla elde edilemeyen özel avantajlar oluşturduğu başka bir durum, hızlı girişin istendiği durumdur. Sıfırdan bir bağlı şirket kurmak, devam eden bir işletmeyi satın almaktan daha fazla zaman alır. Bu nedenle, girişi geciktirmenin fırsat maliyeti yüksekse, yatırımcı yabancı bir firma satın almayı seçebilir. Son olarak, kapasite artırımı istenmediğinde satın alma yoluyla giriş, sıfırdan girişe göre açık avantajlara sahiptir. Ölçek ekonomileri ne kadar büyük olursa, sıfırdan alana giriş kapasiteyi o kadar artıracak ve fiyatlardaki düşüş o kadar büyük olacaktır (Hennart, and Park, 1993: 1057-58).

Sıfırdan yatırımların varlığı bazı durumlarda birleşme ve satın almaların tercih edilmesine sebep olmaktadır. Sıfırdan yatırım, ihracattan daha kârlıysa, bu, çok uluslu şirketin yerel bir firmayı satın almak için teklif etmesi gereken fiyatı düşürür ve sonuç olarak çok uluslu şirket, sıfırdan yatırıma birleşme ve satın almayı tercih eder (Raff et. al, 2009: 10). Sıfırdan yatırımların birleşme ve satın almalara tercih edildiği durumlar ise genellikle teknoloji kanalıyla gerçekleşmektedir. Güçlü teknolojik yeteneklere sahip firmalar, yeni kurulan şirketlere göre satın almalara iki sebepten dolayı daha az meyillidir. Birincisi, mevcut firmaların teknolojik beceriler açısından onlara sunacakları nispeten az şey vardır. İkincisi, satın alan firmalar üstün teknolojik yeteneklere sahipse, örgütsel atalet nedeniyle bu yetenekleri edinilen şirketlere aktarmak zor veya imkansız

olabilir. Bu nedenle, eski rutinlere bağılı olmayan yeni bir girişim kurmak daha kolay olmaktadır. Bir diğter tercih sebebi, ana şirket, yerel halktan işçileri seçmeleri, işe almaları ve eğitmeleri için çalışanlar gönderebilir ve bir başlangıçtan itibaren şirkete özgü avantajları (teknoloji ve yerleştirme kuralları, prosedürleri, sözleşmeleri, yardımları, bilgisi vb.) uygulatabilmektedir. Ancak birleşme ve satın almada bu uygulamanın gerçekleştirilmesi çok kısıtlıdır (Barkema, and Vermeulen, 1998: 9).

Faktör fiyatlarındaki farklılıklar ve teknolojik üstünlük gibi maliyet düşürücü etkenlerden dolayı yeşil alan yatırımları; girişimcilik yeteneklerinin yüksek olduğu durumlarda ise, daha çok satın alma ve birleşme yolu tercih edilmektedir (Nocke, and Yeaple, 2008: 531).

v. Kahverengi Alan Yatırımları

Kahverengi alan yatırımları, başlangıç itibariyle satın alma ve birleşme özelliği taşıırken dönüşüm süreciyle yeşil alan yatırımına benzemektedir. Bu yatırım türünde, yabancı yatırımcı, başlangıçta yerel bir firma satın alır; ancak tesis, neredeyse tamamen yatırımcı tarafından sağlanan kaynaklarla hızlı ve öncelikli olarak inşa edilir. Yalnızca kısa bir dönüşüm döneminden sonra, genellikle iki yıldan kısa bir süre sonra, satın alınan yerel firma, bir yeniden yapılanma sürecinden geçmekte ve hem maddi varlıkları hem de marka adları ve organizasyon kültürü gibi maddi olmayan varlıkları, tamamlayıcı bir role indirgenmektedir (Meyer, and Estrin, 2001: 576).

Kahverengi alan yatırımlarının avantajı, yeşil alan yatırımlarının girişinin dezavantajını tam olarak telafi edebilmektedir. Bir yatırımcı, yerel bir şirket satın alarak, en baştan yeni bir bağılı şirket kurmanın yüksek maliyetlerine (yerel müşteriler, yerel firmanın dağıtım kanalları, yerleşik profesyoneller) katlanmadan işe adım atabilmekte ve önemli bir pazar payı elde etmektedir. Bununla ilintili olarak kahverengi alan yatırımları daha hızlı büyümeyi ve başlangıçtan itibaren iyi karlar elde etmeyi sağlarken, yeşil alan yatırımlarının belli bir kapasiteye ulaşması için zamana ihtiyacı vardır (Tulung, 2017: 163).

Bir firma, ev sahibi pazarda oldukça yoğunlaşmış bir sektöre sıfırdan yatırım gerçekleştirdiğinde, artan kapasite, ev sahibi pazardaki lider firmalardan gelecek fiyat savaşları gibi agresif direnişleri tetikleyebilmektedir. Bu tür tepkiler olası rakipleri

pazara girmekten caydırabilir. Bu nedenle, yerleşik kapasitenin edinilmesi, yeni bir giriş yapan yatırımcının ülkedeki yerleşik firmalardan agresif tepkiler gelmesini önlemek için kahverengi alan yatırımı yapması akıllıca bir politika olacaktır (Cheng, 2006: 215).

1.2.2. Portföy Yatırımları

Portföy Yatırımı, bir firmanın %10'dan daha az miktarda öz sermayesine sahip, doğrudan yabancı yatırımlar ve rezerv varlıklar haricindeki hisse senedi, tahvil şeklindeki borç senetleri, para piyasası araçları, opsiyon gibi finansal türevleri içeren sınır ötesi işlemler ve pozisyonlardır. Portföy yatırımlarının en önemli özelliği kolay bir şekilde devredilebilir olmalarıdır. Bu özellik yatırımcılara, portföylerini çeşitlendirme imkanı tanınmasının yanında yapmış oldukları finansal yatırımları istenilen sürede elden çıkarma fırsatı sunmaktadır (IMF, 2009: 110; Lipsey et.al, 1999: 315).

Portföy yatırımlarını oluşturan finansal varlıklarla ilgili bilgiler, fiziksel varlıklarla ilgili bilgilere göre genellikle daha bol ve elde edilmesi daha az maliyetlidir. Bilgi mevcudiyeti, yatırımcıların yatırım kararlarını ve sonuçlarını etkileyebilecek gerekli bilgileri almalarının gerçek olasılığını göstermektedir. Hisse senetleri, tahviller gibi finansal varlıklarda yatırımcılar için önemli olan bilgilerin büyük bir kısmı kamuya açık olduğundan, bu menkul kıymetlerin değerini etkileyen birçok faktörün açıklanması, yatırımcılar tarafından alınan kararlara ve analizlere dahil edilebilmektedir. Portföy yatırımları vadelerine ve yapılarına göre farklı türlere ayrılmaktadır (Levišauskait, 2010: 11-19):

i. Yatırım Fonları

Bireysel yatırımcıların, tasarruflarını profesyonel kurumlarca oluşturulan fonlara aktararak yine bu fonlar aracılığıyla menkul kıymetlere yatırım yapmalarını ifade eden fonlardır. Belirli bir ülke için ve o ülkenin sermaye piyasası araçları ile oluşturulan ülke fonları, cari işlemler fazlası veren ülkelere devlet kontrolünde oluşturulan ve diğer ülke sermaye piyasalarına yönlendirilen fonları ifade eden ulusal varlık fonları ve vergi avantajı sağlayan hedge fonları olmak üzere üç farklı şekli bulunmaktadır (Turaboğlu, 2018: 340).

ii. Euro Tahvil

Euro-tahviller, devlet veya şirketlerin kendi ülkeleri dışında kaynak sağlamak amacıyla uluslararası piyasalarda yabancı para birimleri üzerinden satışa sunulan ve uzun vadeli olarak da değerlendirilebilecek borç araçlarıdır. Kur ve faizden etkilenen Euro-tahvil fiyatları, uluslararası piyasalarda oluşan faize karşı değişimin de önemli göstergesi olmaktadır (Ertunga, 2010: 72). Bu tahviller çok uluslu bir banka sendikası tarafından garanti altına alınır ve çoğunlukla tahvilin para birimi cinsinden ifade edildiği ülke dışındaki ülkelere yerleştirilir ve belirli bir ulusal tahvil piyasasında işlem görmezler (Solnik, and McLeavey: 313).

iii. Yabancı Tahvil

Yabancı tahviller, yerleşik olmayan kuruluşlar tarafından yerel bir piyasada ve genellikle yerel para birimi cinsinden ihraç edilirler. Yabancı tahvil ihraçları ve ticareti yerel piyasa otoriteleri tarafından kontrol edilmektedir (Claes et. al, 2002: 373; Solnik, and McLeavey: 313).

iv. Global Tahvil

Global tahviller, hem yurt içi hem de yabancı menkul kıymetlere karşılıklı yatırım yapma olanağı sunmaktadır (Shim, and Conostas, 2001: 145). Örneğin bu fonlar, ABD tahvil piyasaları da dahil olmak üzere dünya çapındaki tahvil piyasalarına yatırım yapma imkanı sağlamaktadır. Fonların en önemli özelliği ise ABD sabit getirili yatırımcılara, kalite ve vade bakımından benzer olmaları, ABD yerel tahvil fonlarına yatırım yapmalarına bir alternatif veya buna ek olarak sunulabilmesidir. Bu benzerlik global tahvilleri, yatırım portföyüne eklemek için umut verici bir yatırım aracı haline getirmektedir. Aynı zamanda küçük yatırımcılar için uluslararası çeşitlendirilmiş tahvil portföyleri uygulamak için kolay ve nispeten düşük maliyetli bir yol sağlamaktadır (Polwitoon, and Tawatnuntachai, 2006: 2768).

Global tahviller, döviz kuru hareketlerinin aktif olarak yönetilen portföylerin performansı üzerindeki etkisini araştırmak için önemli fırsatlar sunmaktadır (Detzler, 1999: 1196).

v. Hedge Fonlar

Riskten korunma fonu olarak da adlandırılan hedge fonlar, geleneksel hisse senedi ve tahvil yatırımlarına kıyasla farklı risk/getiri profilleri sağlayan (Stefanini, 2006: 1), pozitif mutlak getiri elde etmek için çeşitli aktif yatırım stratejilerini serbestçe kullanabilen, sıkı düzenlemelere tabi olmayan bir yatırım aracıdır (Garbaravicius, and Dierick, 2005:5).

Yatırımcı, yükselen bir piyasada fon alışı ve düşen bir piyasada açığa satış yapması sonucu, korunacak ve piyasa hangi yöne giderse gitsin para kazanacaktır. Riskten korunma fonları, opsiyonları, açığa satışları, vadeli işlemleri ve diğer türev ürünleri kullanarak piyasalara karşı strateji geliştirerek ortalama riskin üzerinde olağanüstü kazançlar elde etme imkanı sunarken, büyük risklere de sebep olabilmektedir (Chambers, 2008: 5; Shim, and Constat, 2001: 146).

vi. Depo Sertifikaları

Depo Sertifikaları, 1927'de J.P. Morgan tarafından ABD'li yatırımcıların Londra Menkul Kıymetler Piyasasına katılmaları için bir araç olarak oluşturulmuştur (Miller, 1999: 106). Faaliyet gösterdiği ülke dışında bir borsada işlem görmek isteyen şirketlerin hisse senetlerini dayanak alan ve hisse senedi gibi işlem gören bir yatırım aracıdır. Depo sertifikaları hisse senetlerinin katlarını ya da bir bölümünü temsil etmektedir (Çikot, 2011: 19).

Hisse senetlerinin depo sertifikaları yoluyla yabancı ülke piyasalarına kote ettirilerek işlem görmesi, firmanın daha geniş bir yatırımcı kitlesine ulaşmasını mümkün kılması, depo seritikalarını temsil ettikleri hisse senetlerine göre daha likit bir varlık haline getirmektedir. Bu özelliğinden dolayı sertifikalar derinliği olan ve likiditesi yüksek menkul kıymet olarak sınıflandırılmaktadır (Yalçiner, 2005: 400).

vii. Spekülatif Yatırım Araçları

Yüksek riskli ve yüksek kar getirisi olan varlıklardır. Bu yatırım araçlarını kullanan spekülatörler, düşük fiyattan alıp yüksekten satmaya çalışırlar. Birincil kaygıları beklenen piyasa dalgalanmalarını tahmin etmek ve bundan kar elde etmektir. Bu tür yatırımlardan elde edilen tek kazanç, satış ve satın alma fiyatları arasındaki

pozitif farktır. Gelecekte fiyatlarını etkileyen değişikliklerle ilgili belirsizlik içermeleri nedeniyle diğer yatırım araçları olarak adlandırılırlar. Spekülatif yatırım araçları: Opsiyonlar; türev finansal araçlardır. Opsiyon sözleşmesi, sözleşmenin sahibine, bir finansal varlığı başka bir taraftan belirli bir fiyattan satın alma veya satma yükümlülüğü değil, hakkı verir. Futures (vadeli sözleşme); gelecekteki bir sözleşme, iki taraf arasında, belirli bir tarihte önceden belirlenmiş bir fiyattan finansal varlıklarla ilgili olarak işlem yapmayı kabul ettikleri bir anlaşmadır. Taraflardan biri finansal varlığı satın almayı, diğeri ise finansal varlığı satmayı kabul eder. Vadeli işlem sözleşmesi durumunda her iki tarafın da ifa yükümlülüğünün olması ve hiçbir tarafın ücret talep etmemesi çok önemlidir. Son olarak; kahve, tahıl metalleri gibi borsada işlem gören emtialar, portföy yatırım türlerine örnek olarak gösterilmektedir.

Portföy yatırımcılarının temel güdüsü bir ülkeden başka bir ülkeye finansal varlıkların edinilmesi sonucu faiz geliri ve temettü kazancı sağlamasıyla belirli bir risk seviyesi altında maksimum getiri elde etme fırsatı sunmasıdır. Portföy yatırımlarının artması, hisse senedi fiyatlarının, firmaların temel değerlerini daha doğru bir şekilde yansıtmasına ve sermaye akışlarının daha verimli dağılmasına imkân vermekte ve sonuç olarak hisse senedi piyasalarının gelişimi ve işlevselliği artmaktadır (Evans, 2002: 2).

Portföy piyasalarının en önemli faydalarından biri yurt içi borsa fiyatlarına yukarı yönlü bir ivme kazandırmasıdır. Portföy yatırımlarındaki artış, hisse fiyatlarının yükselmesine, ihraç maliyetinin düşmesine ve daha fazla hisse senedi ihraç edilmesine neden olur. Piyasada likidite bolluğu ve talep artışı sermayenin maliyetinde düşüş yaşanmasını sağlar. Bununla ilintili olarak piyasadaki firmalar daha fazla hisse senedi ihraç eder ve yeni firmalar borsaya katılır. Yerel talepteki artış yabancı talebi tetikler ve ihraç maliyetlerinin düşmesi sonucu daha fazla hisse senedi ihraç edilmeye başlar. Bu bağlamda firmaların fiyat-kazanç oranları etkilenir ve daha yüksek bir F/K oranı, daha düşük bir finansman maliyetine yol açar. Finansman maliyetlerindeki düşüş ise daha yüksek miktarda yatırım olanaklarına kavuşulmasını sağlar (Pal, 2010: 124).

Portföy yatırımları yerli ve yabancı finans kurumları arasında rekabet ortamının oluşmasına ve finansal teknolojinin ithal edilmesi sonucu yerel ekonomiye uyarlanması, bilgi işlem ve finansal hizmetlere daha fazla yatırım yapılmasına neden olmaktadır.

Finans alanında uygulanan ileri teknolojiler sayesinde risk paylaşımında ve sermayenin tahsisinde verimlilik artışı yaşanması talebin canlanmasını ve sermayenin daha az maliyetli hale gelmesini sağlar. Uluslararası sermaye piyasalarının varlığı, portföyün ulusal sınırlar dışında daha fazla çeşitlendirme imkanı sunmasına, tasarruf sahiplerinin portföy tercihlerini doğru bir şekilde değerlendirebilmesine, beklenen getiri oranı en yüksek yatırımları belirleyip fonlayabilmesine ve finansal varlıkların altında yatan risklere göre uygun şekilde fiyatlama yapılabilmesine olanak sağlaması; ülkeye özgü risklerin azalmasına ve daha düşük bir risk primi oluşmasıyla ekonomide verimlilik artışı yaşanmasına sebep olmaktadır (Pal, 2010: 124; Taylor, and Sarno, 1997: 452).

Ülkelerin yurt içi cari açıklarını finanse etmek için sermaye birikimine olan ihtiyaçlarını karşılamada portföy yatırımları etkili bir kaynaktır. Bu yatırımın kısa vadeli olma özelliği, yatırımcılara menkul kıymeti alıp satarken uygun faiz ve döviz kuru avantajı sayesinde yüksek getiri elde etme imkanı verir. Aynı zamanda ev sahibi ekonominin likidite pozisyonunu iyileştirmesi döviz kurunun istikrara kavuşmasını ve döviz rezervlerinin artmasını sağlar. Ev sahibi ülkenin riskleri yabancılarla paylaşmasını ve sektörleri için daha düşük sermaye maliyetine sahip olmasını sağlayarak yatırım seviyesini arttırır ve ülkede yeni fonların oluşmasını teşvik ederek milli geliri arttırır (Aziz et. al, 2015: 161; Stulz, 1999: 43).

Portföy yatırımları etkin bir yurt içi sermaye piyasasının gelişmesine olumlu katkıda bulunmasının yanında diğer makroekonomik parametrelerle olan bağlantıları ve bu akışların doğası nedeniyle olumsuz sonuçlara da neden olabilmektedir. Portföy yatırımlarının, çok kısa vadede tersine dönme potansiyeline sahip olmaları ekonomiler için tehdit oluşturmaktadır. Aynı şekilde portföy yatırımlarındaki istikrarsızlık ve belirsizlik, merkez bankasının gerekli tepki hızından yoksun olması ve uluslararası rezerv stokunun düşük düzeyde kalması politika yapıcılar tarafından makroekonomik istikrar politikalarının uygulanmasını zorlaştırır ve bunun sonucu olarak ödemeler dengesinde bozulma, para arzı, döviz kuru seviyesi ve borsa oynaklığının öngörülemeyen davranışlarına neden olur. Özellikle yüksek sermaye hareketliliği nedeniyle uzun süreli aşırı sermaye girişleri varlık fiyatlarında balonların oluşmasına neden olarak enflasyonist baskıya neden olabilirken, portföy yatırımlarında ani geri

çekilmeler ve varlık fiyatlarında büyük düzeltmeler ekonomi için ciddi risk oluşturabilir (Agarwal, 1997: 218; Duasa, and Kassim, 2009: 109-110).

IMF (1993: 165), portföy yatırımlarının finans ve teknik yardım yoluyla piyasa gelişimine sürekli destek sağlanması, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeleri, özellikle kurumsal yatırımcıların daha fazla katılımını kolaylaştırarak, portföy akışları üzerindeki düzenleyici ve diğer engellerin kaldırılmasının hızlandırılması sonucunda olumsuz özelliklerin ortadan kaldırılabilceği öngörüsünde bulunmaktadır.

1.3. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin İktisadi Etkileri

Uluslararası sermaye hareketleri iktisadi büyüme ve kalkınmayı artıran kaynakların verimli bir şekilde tahsisine yol açması bakımından hayati bir öneme sahiptir. Sermaye hareketleri, ülkelerin kendi kapasiteleri dışında tasarruf fazlası oluşturarak daha yüksek sermaye birikimi ve büyüme oranlarına ulaşmalarına yardımcı olmaktadır. Yabancı sermaye büyüme, cari açık, döviz kuru, faiz oranları, dış ticaret, yatırım ve istihdam gibi makro iktisadi değişkenler üzerinde farklı etkilere sahiptir.

1.3.1. Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Büyüme İlişkisi

Uluslararası sermaye hareketleri, gelişmiş ülkeler için yüksek getirili kar alanları sunarken, tasarruf açığı ve ödemeler dengesi sorunu yaşayan gelişmekte olan ekonomiler için, iktisadi büyüme ve kalkınmalarını gerçekleştirebilmede ihtiyaç duydukları finansmana kavuşmalarını sağlamaktadır.

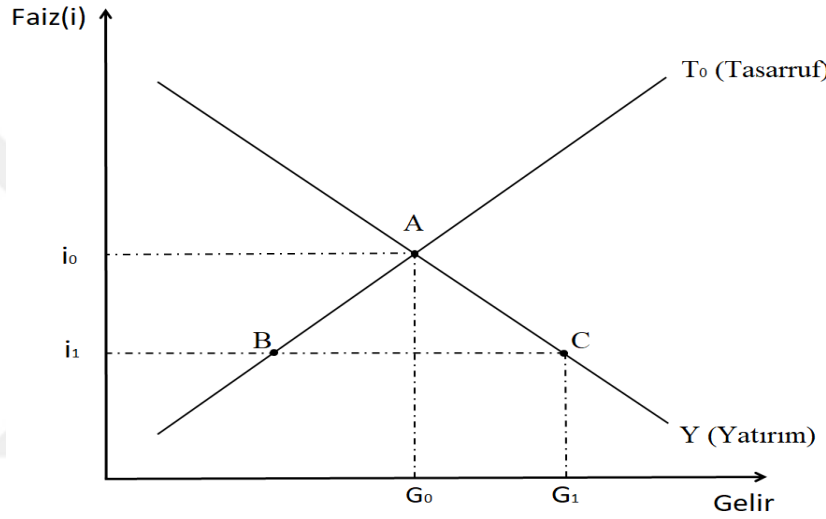
Sermayenin zengin ülkelere daha düşük sermaye stoku olan ülkelere ve daha geniş bir yelpazede karlı yatırımlara, özellikle sermaye talebi yüksek olan endüstrilerden yararlanan ülkelere akmasıyla sermayenin verimliliği artmaktadır. Borçluların risksiz sermayeye erişimi olduğu varsayımı altında, net sermaye akışları, hem sermaye ihracatçılarına hem de sermaye ithalatçılarına fayda sağladığı için bir Pareto iyileştirmesini de temsil etmektedir (IMF, 2016: 12).

Bir ekonominin büyüme potansiyeline ulaşması, hizmet ve üretim kapasitesini arttırmasına bağlıdır. Bu da genellikle ülkelerin verimli yatırımlar gerçekleştirilebilme potansiyeline sahip olunmasıyla açıklanmaktadır. Uluslararası sermaye hareketleri yeterli tasarrufa sahip olmayan ülkelere üretken yerli yatırım projeleri için ek finansal

kaynaklar sağlamanın yanında uzun vadeli iktisadi büyümeyi etkileyecek teknolojik ve yönetsel bilgi birikimini de beraberinde getirmektedir (Bailliu, 2000: 3; Eichengreen et. al, 1999: 2-3).

Uluslararası sermaye hareketlerinin büyüme üzerindeki etkisi, yatırım tasarruf modeli kullanılarak açıklanabilir.

Grafik-1: Yabancı Sermayenin Büyümeye Etkisi



Grafik 1’de, dikey ekseninde faiz ve yatay ekseninde gelir gösterilmektedir. Uluslararası sermaye hareketlerinin olmadığı durumda i_0 ile verilen faiz oranında denge A noktasındadır. Sermaye hareketlerinin varlığında yatırımdaki artış yabancı tasarruflarla finanse edildiğinde, yatırım C noktasına yükselir. Sermaye girişlerindeki artışlar, yurtiçi faiz oranlarının dünya faiz oranlarına (i_1) doğru istikrarlı bir şekilde hareket etmesine ve dolayısıyla daha yüksek yatırım ve daha hızlı büyüme gerçekleşmesine neden olmaktadır (Prasad et.al, 2007: 9).

Doğrudan yabancı yatırımlar, teknoloji ve yönetsel bilgi-becerileri transfer ederek; dolaylı yabancı yatırımlar ise, yerel finans piyasalarının derinliğini arttırarak farklı şekillerde iktisadi büyümeye katkı sağlama (Bosworth, and Collins, 1999: 144) potansiyeli barındırmaktadır.

1.3.4. Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Cari Açık İlişkisi

Cari işlemler dengesi, herhangi bir ekonominin performansını ölçen göstergelerden biri olmasının (Calderon et. al, 2002: 1) yanında politika yapıcıların ekonomik gelişmelere ilişkin analizlerinde önemli roller oynar. Mal ve hizmet piyasalarında ülke yerleşiklerinin yabancılarla yaptığı işlemlerin toplamını ifade eden cari hesap ihracat, ithalat arasındaki farkı, uluslararası yatırımları ve diğer yardımları yansıtmaktadır. Bununla ilintili olarak bir ülkenin dünyanın geri kalanı üzerindeki net alacaklarının (veya yükümlülüklerinin) zaman içindeki evrimini belirlediğinden, (yerli ve yabancı) yerleşiklerin zamanlar arası kararlarını belirlemektedir (Aristovnik, 2007:2).

Yabancı sermaye akımlarının, verimli yatırımlara yönlendirilmesi olumlu sonuçlar doğururken tüketim amaçlı krediye yönlendirilmesi cari işlemler açığına yol açmaktadır. Cari hesabın sermaye hareketlerinden nasıl etkilendiğini görebilmek için ülke dışından sağlanan gelirlerin dışarıya yapılacak ödemelere eşitlenmesiyle dış ekonomik ilişkileri yansıtan ödemeler dengesinden faydalanabiliriz (Bayraktutan, 2017: 332-33; Yan, and Yang, 2012: 27-28).

$$\text{ÖD} = \text{Cari İşlemler hesabı Dengesi} + \text{Sermaye Hesabı dengesi} = 0$$

Eşitlikten de görüleceği üzere yabancı sermaye yatırımları ile cari işlemler dengesi birbirlerini etkilemektedir. Spesifik olarak, cari işlemler açığı (fazla), yurt içi tasarrufların yurt içi yatırımlardan daha düşük (yüksek) seviyede gerçekleşmesi sonucu ülkenin borçlanması anlamına gelir. Yabancı sermaye girişlerindeki artış, tasarruf ve yatırım aracılığıyla cari hesabın davranışını etkileyebilmektedir. Yurt içi tasarrufların yatırımları karşılayamaması sonucu meydana gelen cari açık sorunu döviz geliri sağlayan yabancı sermaye yatırımları ile giderilebilmektedir.

Yabancı sermaye ithal eden ülkelerde yaşanan parasal genişleme, enflasyonu artırmaya zorlayarak reel döviz kurlarının değer kazanmasına neden olabilir. Aşırı değerli bir para birimi, ülkenin ihracatını daha pahalı ve ithalatını daha ucuz hale getirerek cari açığa neden olabilmektedir. Finansal altyapının sağlam olmaması, kaynakların yanlış tahsis edilmesine neden olarak yabancı sermayeyi aşırı tüketim ve verimsiz yatırımlara yönlendirebilir ve bunların biri veya her ikisi de cari hesabın sürdürülebilirliğini tehlikeye atabilir (Calvo et. al, 1994: 63; Kim, and Kim, 2011: 497;

Yan, and Yang, 2008: 439-458). Sonuç olarak, yabancı sermaye girişleri, cari işlemler hesabı bakımından doğru yönetilmesi gereken enstrüman konumundadır.

1.3.5. Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Döviz Kuru İlişkisi

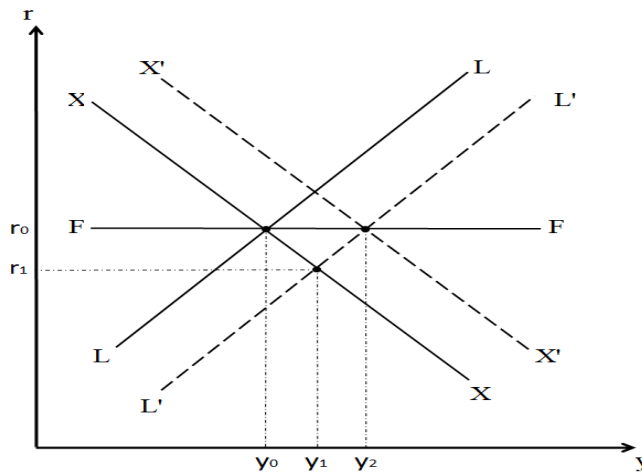
Uluslararası sermaye hareketleri sonucu döviz kurunda değişiklikler meydana gelmekte ve bu da ekonomiler üzerinde farklı iktisadi etkiler oluşturmaktadır. Mundell-Flaming modeli döviz kurunun etkilerini tam sermaye hareketliliği varsayımı altında sabit ve esnek kur sistemleri üzerinden açıklamaktadır (Mundell, 1963: 477-480).

1.3.5.1. Tam Sermaye Hareketliliği Varsayımı Altında Esnek Kur Sistemi

Esnek kur sisteminde, merkez bankası piyasaya müdahale etmemekte; tam sermaye hareketliliği koşullarında sermaye giriş ve çıkışlarına müdahale edilmemektedir.

Dikey ekseninde faiz oranlarının yatay ekseninde ise gelirin yer aldığı Grafik-2 'de X mal piyasası dengesini; L ise, para piyasası dengesini ifade etmektedir. Genişletici bir para politikası durumunda L sağa kayar. Yurt içi faiz oranları dünya faiz oranlarının altına düşer. Ülkeden sermaye çıkışı yaşanır. Döviz miktarının azalması sonucu döviz kuru yükselir ve ulusal malların ucuzlaması sonucu ihracat artar. X sağa kayar, gelir istihdam artar. Dolayısıyla para politikası tam etkindir.

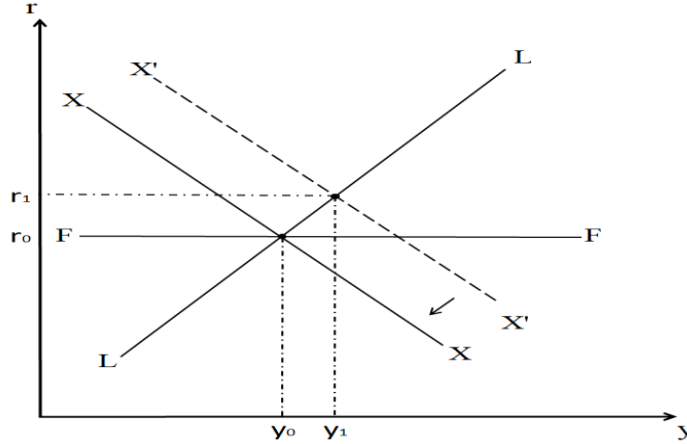
Grafik-2: Esnek Kur ve Genişletici Para Politikası



Grafik-3'de görüldüğü gibi, genişletici maliye politikası uygulanması durumunda X sağa kayar. Yurt içi faiz oranları dünya faiz oranlarının üstüne çıkar. Ülkeye sermaye

girişı yaşanır. Döviz miktarının artması sonucu döviz kuru düşer, ulusal para değerlenir. İthalat artar. İhracat olumsuz etkilenir. Ülkenin rekabet gücü azalır. X eski konumuna sola kayar. Maliye politikası etkin değildir.

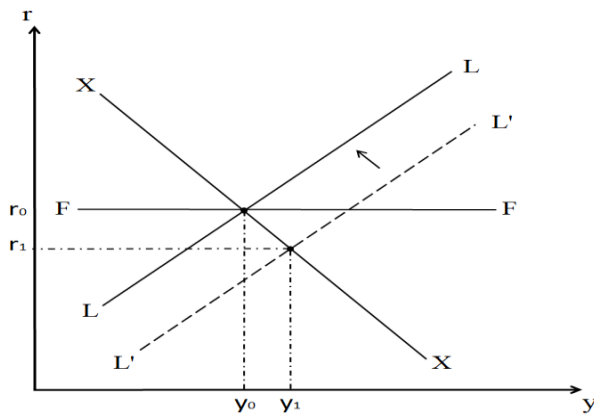
Grafik-3: Esnek Kur ve Genişletici Maliye Politikası



1.3.5.2. Tam Sermaye Hareketliliği Varsayımı Altında Sabit Kur Sistemi

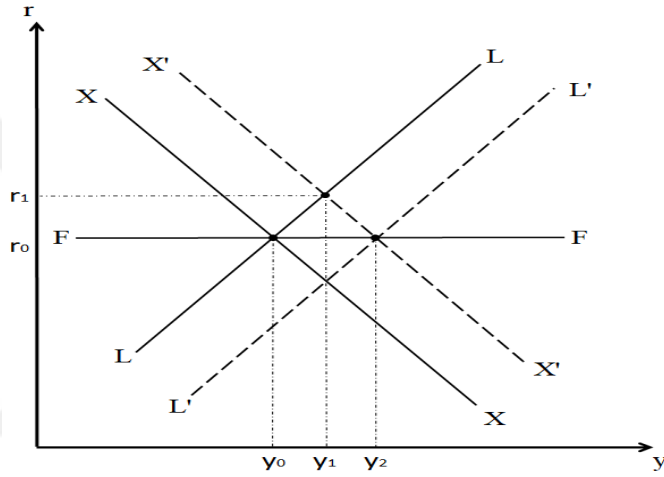
Sabit kur sisteminde merkez bankası piyasaya müdahale etmektedir. Grafik-4'de görüldüğü gibi, genişletici bir para politikası ile para arzındaki artış sonucu L sağa kayar. Yurt içi faiz oranları dünya faiz oranlarının altına düşer. Sermaye çıkışı yaşanması sonucu döviz miktarında azalma, kurda yükselme meydana gelir. Merkez bankası piyasaya müdahale ederek döviz satar ve para arzı eski düzeyine gelene kadar bu süreç devam eder. L tekrar eski konumuna sola kayar. Bu durum sabit döviz kurları altında uygulanan para politikasının gelir düzeyini etkilemediğini, rezervlerde azalmaya neden olduğunu; yani para politikası etkinsizliğini göstermektedir.

Grafik-4: Sabit Kur Sistemi ve Genişletici Para Politikası



Grafik-5’de görüldüğü gibi, genişletici maliye politikası sonucu harcamalar artar ve X sağa kayar. Yurt içi faiz oranları dünya faiz oranlarının üzerine çıkar ve ülkeye sermaye girişi yaşanması sonucu döviz miktarında artış meydana gelir. Döviz kurunun düşmesi sonucu ulusal para değeri kazanır. Merkez bankası piyasaya müdahale ederek döviz alımı gerçekleştirir. Para arzının artması L’yi sağa kaydırır. Gelir ve rezervler artar. Maliye politikası etkindir.

Grafik-5: Sabit Kur Sistemi Genişletici Maliye Politikası



Sonuç olarak sabit döviz kurları altında para politikasının istihdam üzerinde etkisi bulunmazken, esnek döviz kurları altında maliye politikasının istihdam üzerinde etkisi yoktur. Öte yandan, maliye politikası sabit döviz kurları altında istihdam üzerinde güçlü bir etkiye sahipken, para politikası ise esnek döviz kurları altında istihdam üzerinde güçlü bir etkiye sahiptir. Sabit döviz kurları altındaki para politikası, rezerv seviyelerini; esnek döviz kurları altındaki maliye politikası ise ticaret dengesini değiştirmede bir araç haline gelmektedir.

1.4. Sermaye Hareketlerini Açıklayan Teoriler

Sermaye hareketlerini açıklamaya yönelik farklı teoriler geliştirilmiştir. Çalışmada DYY ve Portföy yatırımlarını açıklayan teoriler ele alınmaktadır.

1.4.1. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarını Açıklayan Teoriler

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını açıklamada kullanılan başlıca teoriler; Hymer’in endüstriyel organizasyon teorisi, tekel üstünlüğü teorisi, içselleştirme teorisi, oligopolistik tepki teorisi, eklektik teori veya OLI paradigmasıdır.

1.4.1.1. Endüstriyel Organizasyon (Hymer) Teorisi

Hymer'in endüstriyel organizasyon teorisi, firmaların neden Çok Uluslu Şirket (ÇUŞ) ve Doğrudan yabancı yatırım (DYY) gerçekleştirdikleri sorusu üzerine inşa edilmiştir. Hymer bir firmanın DYY yapmasının ardındaki motivasyon kaynağını iki sebebe dayandırmaktadır. Birincisi, birden fazla ülkedeki işletmeleri kontrol etmek ve rekabeti ortadan kaldırmak; diğeri ise, firmaların sahip olduğu bazı avantajları kullanarak yurt dışında operasyon kurma sonucu karlarını arttırma isteğidir.

Farklı ülkelerdeki işletmeler sıklıkla pazarlar aracılığıyla birbirlerine bağlanırlar. Aynı pazarda satış yaparak rekabet ederler veya firmalardan biri diğesine satış yapabilir. Böyle durumlarda her ülkede ayrı firmalara sahip olmak yerine tüm firmaları tek bir firmanın yönetmesi daha karlı olabilmektedir. Bu sebeple firmalar birleşme yolunu tercih eder ve bu da rekabeti ortadan kaldırarak toplam karın artmasına sebep olur. Hymer, bu tür gizli anlaşmalar sonucu oluşturulan uluslararası operasyonların karlarındaki artışı eksik rekabet koşuluna bağlamıştır. Tam rekabetin olması durumunda piyasaya çok miktarda firma giriş sağladığında karın azalacağını öne sürmüştür (Hymer, 1976: 41).

Uluslararası operasyonların bir diğeri nedeni olan avantajlar, yerel firmaları pozitif yönde etkilerken yabancı firmaların engellerle karşı karşıya kalmalarına neden olabilmektedir. Yerel firmaların ülkeleri hakkında ekonomi, dil, hukuk ve politika gibi alanlarda daha iyi bilgiye sahip olma avantajı vardır. Yabancı bir firma için bu bilgilere ulaşmak maliyet açısından sakınca oluşturabilmektedir. Aynı zamanda hükümet, tüketiciler ve tedarikçiler tarafından çeşitli ayrımcılık içeren hareketlere maruz kalmaları uluslararası operasyonlar önünde ciddi engeller oluşturmaktadır (Hymer, 1976: 38-40). Hymer bu engeller üzerinde durarak firmaların DYY veya ÇUŞ kurma kararı vermelerinin sebepleri üzerinde durmuştur.

Bu tür engellere rağmen firmaların yabancı bir ülkede DYY yapma teşebbüsünde bulunabilmesi için mevcut veya potansiyel yerel rakiplerin erişemediği ve yabancı firmaları o ülkede karşılaştıkları dezavantajların maliyetlerini telafi etmekten daha fazlasını sağlayan piyasa kusurlarından türetilen spesifik, aslında tekelci bir avantaja sahip olmaları gerekmektedir. Yatırım yapan yabancı bir firmanın sahip olması gereken

avantajlar arasında daha ucuz finansman kaynakları, marka adı, patentli veya pazarlanamayan teknoloji, pazarlama becerileri veya pazarlara erişim, yönetim becerileri bulunmakla birlikte bu özellikleri kullanabilme yeteneklerinin olması da gerekmektedir (Agarwal, 1980: 749; Fischer, 2016: 16).

Hymer'in, ÇUŞ ve DYY 'ın varlık sebeplerini piyasa kusurlarına dayanarak analiz etmesi ve yabancı ülkelere ihracat, ithalat ya da lisanslama yapmak yerine doğrudan yatırımı tercih etme sebebinin maliyetleri düşürmek değil firmaların sahip oldukları avantajları daha iyi kullanabilmeleri olarak ifade etmesi, çığır açıcı iki özellik olarak yorumlanmaktadır (Dunning, and Pitelis, 2008: 168). ÇUŞ ve DYY literatürüne önemli katkılar sağlamasına rağmen Hymer, iktisadi açıdan bazı eleştirilere maruz kalmıştır (Buckley, 2006: 142; Dunning, and Rugman, 1985: 230; Moosa, 2002: 31):

i. Teori, ÇUŞ'lerin her zaman tekelci nedenlerle, yani "piyasaları ayırmak ve birimler arasındaki rekabeti önlemek için var olduklarını öne sürerken bu gibi oluşumların verimlilik nedeniyle kusurlu piyasaların yerini alabileceğini göz ardı etmektedir.

ii. Teorinin ortaya atılmasında önemli bir paya sahip olan avantajlardan bahsetmiş fakat yaratılma sürecinden bahsetmemiş, inovasyon sürecine değinmemiştir.

iii. DYY'ın verimlilik etkilerini analiz etmek için önemli olan işlem maliyetlerini ihmal etmiştir.

iv. Tüm tekelleşme veya gizli anlaşma çabalarını her koşulda başarılı olması muhtemel olan çabalar olarak görme eğilimi sergilemiştir. Bu noktadaki temel zayıflık, gizli anlaşmanın başarılı olabileceği veya olmayabileceği koşulları dikkatli bir şekilde ayırt etmemiş olmasından ileri gelmektedir.

v. Firmanın kendi ülkesinde üretmek ve DYY'a bir alternatif olan ihracat yapma avantajlarını neden kullanmadığını açıklamamıştır.

vi. Teori, sanayileşmiş ekonomiler arasında meydana gelen DYY olgusunu açıklamak için geliştirilmiştir. Bu sebeple gelişmekte olan ülkelerde gerçekleştirilen DYY için yeterli bir açıklama sunmamaktadır.

1.4.1.2. Aliber Para Birimi Teorisi

Aliber (1970: 20), DYY teorisini sermaye piyasası ilişkileri, döviz riski ve piyasadaki güçlü para birimleri cinsinden varlıkları elde tutma gibi kilit faktörler üzerinden açıklamaktadır. Bu faktörler, bazı ülkelerdeki firmaların yapmış olduğu DYY'nın miktarlarındaki büyüklükleri veya yatırımların yerel bir firmayı satın alarak gerçekleştirilmesinin altında yatan sebepleri açıklamaktadır. Faktörlerin önemli bir unsuru farklı para birimlerinin varlığına dayanmasıdır.

Dünyanın farklı para birimlerine bölünmesi, kur riskiyle ilgili belirsizliğe katlanmak için piyasanın risk tahminine bağlı olarak bazı para birimlerine diğerlerinden daha yüksek prim koymasına yol açmaktadır. Bununla ilintili olarak para birimi primi olarak adlandırılan döviz primi, farklı para birimleriyle ifade edilen sabit fiyatlı varlıkların faiz oranları arasındaki farkın, döviz kurlarında beklenen değişimi aşması olarak ifade edilmektedir. Para birimi primi, patentlerden türetilen gelir akışlarının kapitalizasyon değerini etkiler ve dolayısıyla bir ülkenin muhtemel bir kaynak ülke mi yoksa yabancı yatırım için ev sahibi ülke mi olacağını belirler. Güçlü para birimlerine sahip ülkeler, para birimlerinin yüksek prim taşıması nedeniyle kaynak ülke olma eğilimindeyken düşük kur primine tabi olan ülkeler, ev sahibi ülke olmaktadır (Aliber, 1970: 29; Ietto-Gillies, 2005: 92; Moosa, 2002: 44).

Aliber (1970: 18-34), bir modelin DYY teorisi olabilmesi için bazı sorulara yanıt bulması gerektiğini öne sürmüştür:

i. DYY gerçekleştirecek olan firmaların ev sahibi ülkede maruz kalacakları, bir işletmeyi uzaktan kontrol etmek için katlanacakları ek maliyetler ve politik risklere karşı avantajlara sahip olmaları gerektiği ve bu avantajların kaynaklarının neler olduğunun bilinmesi,

ii. İkinci Dünya Savaşı sonrası gerçekleştirilen DYY miktarının önemli bir bölümünün neden ABD firmaları tarafından yapıldığı,

iii. Gerçekleştirilen DYY modellerinin endüstriye göre neden farklılıklar içerdiği.

Aliber (1970: 18-35), avantajları patentler, teknik bilgi ve yönetim becerileri olarak sıralamıştır. DYY'ın coğrafi özelliğini yansıtan ikinci sorunun cevabını farklı para birimlerinde ifade edilen hisse senetlerinin kapitalizasyon oranlarıyla açıklamıştır. Kapitalizasyon oranlarındaki farklılıklar yatırım kararı alınmasında ana etkindir. DYY gerçekleştiren firmaların büyük olasılıkla kapitalizasyon oranlarının yüksek olduğu ülkelerdeki firmalar olması muhtemeldir; ev sahibi ülke firmaları, kapitalizasyon oranlarının düşük olduğu ülkelerdeki firmalardır. Bununla ilintili olarak DYY'ın önemli bir kısmının ABD firmalarınca gerçekleştirilmesini, sahip oldukları yüksek kapitalizasyon oranlarıyla ilişkilendirmiştir. Son soruya yanıt olarak ise, DYY modelindeki farklılıkların ev sahibi ülke pazarının büyüklüğüyle, patentlerin değeriyle, tarifelerin yüksekliği ve yurt dışında iş yapmanın maliyetleriyle açıklanabileceği cevabını vermiştir.

Aliber teorisinin faydalı yönü ÇUŞ'lerin faaliyetlerinin para birimleri, döviz kurları ve dolayısıyla ulusal hükümetlerin para politikaları ve ilgili faiz oranları üzerindeki etkisiyle ilgili olduğunu açıklamasıdır (Ietto-Gillies, 2005: 94). Aynı zamanda yapılan ampirik çalışmalarda, bir para biriminin aşırı değerlendirilmesinin doğrudan yabancı yatırım çıkışlarıyla ve düşük değerlemenin doğrudan yabancı yatırım girişleriyle ilişkili olup olmadığına odaklanarak test edilen Amerika Birleşik Devletleri, Birleşik Krallık, Almanya, Fransa ve Kanada'daki doğrudan yabancı yatırım değerlendirmeleri, teori ile tutarlı sonuçlar vermesine rağmen (Lizondo, 1991: 74) varsayımları bazı noktalarda eleştirilmiştir (Buckley, and Casson, 2002: 71; Ietto-Gillies, 2005: 96; Nayak, and Choudhury, 2014: 12):

i. Farklı para birimleri arasındaki doğrudan yabancı yatırımın hem varlığını hem de yönünü açıklarken, aynı para birimleri içindeki sermaye akışları hakkında bilgi vermemektedir.

ii. DYY'ın ev sahibi ülke firmasından ziyade bir kaynak ülke firması tarafından yapıldığında uygulanan kapitalizasyon oranları aynı olsaydı, yabancı yatırım için teşvik olmazdı. Farklı değerlendirme için net bir sebep veya varlığına dair herhangi bir kanıt sunulmamıştır.

iii. DYY'ın coğrafi yapısını açıklarken üretim sorunları, organizasyonu ve çalışma ilişkilerinden bahsetmemektedir.

iv. Eşit güçte para birimlerine sahip iki gelişmiş ülke arasındaki yatırım için bir açıklama sağlamaz. Aynı zamanda gelişmekte olan bir ülkenin (daha zayıf para birimi) ÇUŞ'lerinin gelişmiş bir ülkedeki (daha güçlü para birimi) yatırımını açıklayamamaktadır.

v. Bir para birimi priminin varlığının, faiz ve kâr farkının döviz kurundaki beklenen değişikliği aşmasına neyin sebep olduğu üzerinde durulmamıştır.

vi. Bir firmanın neden yerel yerleşik firmayı devralmak yerine yeni bir operasyon kurduğunu ve ilgili sermaye maliyetlerine katlanacağını açıklamamıştır.

vii. Para birimleri arasındaki çapraz yatırımlara açıklık getirmemiştir.

1.4.1.3. Oligopolistik Tepki Teorisi

Knickerbocker, oligopolistik bir ortamda, bir firma tarafından yapılan DYY'in, pazar paylarını korumak amacıyla sektördeki diğer önde gelen firmalar tarafından benzer bir eylemi tetiklediğini açıklamak için oligopolistik tepki teorisini ortaya atmıştır (Moosa, 2002: 41). Teori, bir rakibin DYY aracılığıyla yeni yetenekler, bilgiler, pazarlar ve rekabetçi seçenekler biriktirmesini önlemek için yapılan yatırımlara karşı koymakla beslenir (Flowers, 1976: 43). Dar ürün yelpazesine sahip firmalar, çok az seçeneğe sahip oldukları için, bir rakip yabancı yatırım yaptığında aynı şekilde yanıt verme eğilimindedir. Geniş ürün yelpazesine sahip firmaların ise, dış pazarlarda çeşitli şekillerde kar elde etmesi, oligopolistik tepkiye duyarsız kalmalarını sağlamaktadır (Knickerbocker, 1973: 7). Knickerbocker, lideri takip etme (savunmacı) anlayışı üzerine inşa ettiği ve daha çok ilk yatırım yapan lider firma (saldırgan) değil takipçi firma davranışları üzerine odaklandığı teorisi üç gözleme dayanarak geliştirmiştir (Ietto-Gillies, 2005: 81):

i. İkinci Dünya Savaşı sonrası dönemde, firmalar giderek daha fazla uluslararası olma eğiliminde olmuştur.

ii. Bir dizi ABD endüstrisindeki firmalar, dışa dönük doğrudan yabancı yatırımlarını aynı ülkelerde konumlandırma eğiliminde olmuştur.

iii. Uluslararası genişlemeye dâhil olan firmalar, oligopolistik yapılarla karakterize edilen endüstrilere aittir.

Birinci gözlem, oligopolcülerin, yurtiçinde edindikleri özel firmaya özgü teknolojik ve organizasyonel beceriler gibi yeteneklerin yurtdışında DYY gerçekleştirecek karlarını arttıracaklarını bununla ilintili olarak rakip bir firmanın dış pazara girmesinin yalnızca diğer oligopolcülerin şirket kazançlarını tehdit etmekle kalmayıp, aynı zamanda hâlihazırda sahip olduğundan çok daha fazla rekabetçi varlık elde etmesine de yol açabileceğini ifade etmektedir (Barclay, 2000: 23).

İkinci gözlemi oligopolistik tepkinin temelini oluşturan belirsizlik, riskten kaçınma ve oligopol piyasa faktörlerine bağlı olarak açıklamıştır (Altomonte, and Pennings, 2003: 1). Yabancı bir ülkeye yatırım, önemli miktarda belirsizlik içerir; bu özellikle yeni bir ürünü piyasaya süren, yeni teknolojiler kullanan ve yeni bir ülkeye taşınan ürün öncüsü firma için geçerlidir. Ancak firma her harekette öğrenir ve pazarları tanıma ve belirsizlikleri azaltma yeteneğini geliştirir. Rakip bir firma da aynı şekilde yurt dışına yatırım yapma konusunda belirsizliklerle karşı karşıyadır. Yatırım yapmaması durumunda ilk hamle yapanın agresif hareketinden önemli avantajlar elde etmesi ve ardından avantajları rakiplerine karşı kullanması riskiyle karşı karşıyadır. Sonuç olarak, teori, DYY'ın belli bir ülkede kümelenmesini, firmaların oligopolistik bir piyasa yapısındaki riskleri en aza indirmek için tasarlanmış savunmacı (lideri takip etme) politikalarının sonucu olarak açıklamaktadır (Ietto-Gillies, 2005: 84-85).

Üçüncü gözlem için 187 büyük ABD çokuluslu işletmesine ait verilerle yapılan analiz sonucunda Amerikan firmalarının dış pazarlara girişlerinin zaman içinde kümelenildiğini gösteren bir giriş yoğunlaşma endeksi (ECI) oluşturmuştur. Yeni yatırımların 146'sının üç yıllık dönemlerde ve 75'inin yedi yıllık dönemlerde kümelenildiğini göstermiştir. Oligopolistik yatırım davranışına yönelik bir eğilimin bu genel göstergesi, istatistiksel testler tarafından anlamlı bulunmuştur (Knickerbocker, 1973: 7; Agarwal, 1980: 752). Belirli bir pazarda ve endüstride yabancı girişimlere yapılan ilk yatırımların zaman içinde "kümelenme" eğiliminde olduğu ve bu kümelenmenin endüstri ne kadar oligopolistik olursa o kadar büyük olacağı sonucuna ulaşılmıştır (Seymour, 1987: 28).

DYY'ın gerçekleşmesini firmaların lideri takip etme sonucu verdikleri oligopolistik tepkiye dayandıran teori, oligopolcülerin rekabet edebilecekleri ve yine de bu algılanan riskleri en aza indirebilecekleri bir yol önerir; ancak ilk yatırımı tetikleyen faktörleri, lider firmanın motivasyonunu açıklamaz (Ietto-Gillies, 2005: 83; Lizondo, 1991: 73). Teori, belirli sektörlerde kümelenmeyi açıklamak için faydalı olmasına rağmen, takipçinin neden DYY yerine farklı bir pazara giriş modu seçmediğini açıklamamaktadır (Dreyhaupt, 2005: 35). Teori firmanın, kâr maksimizasyonu, yönetimsel riskten kaçınma, büyüme maksimizasyonu, pazar payının korunması yoksa başlı başına çokuluslu olma arzusu gibi amaçların hangisiyle hareket ettiğine açıklık getirmemiştir (Buckley, and Casson, 2002: 79). Bir diğer eleştiri ise, teorinin arkasındaki fikir olan ihracatçı ülkedeki üretim maliyetlerinden emin olmayan firmaların, ihracattan üretim birimi şeklinde yeni tesis kurmaya geçen bir rakip tarafından ev sahibi ülkede düşük fiyatlandırılma riskine sahip olmaları sonucu firmaların, rakibin hareketini taklit ederek, yabancı bir yerde düşük fiyattan kaçınmaya çalışmasıdır. Ancak bu önerme yalnızca firmanın yeni tesisini orada kurarak rakibine tahakkuk edebilecek karları bilmediğı belirsizlik durumunda geçerlidir. Bununla birlikte, koşullar kesin olarak biliniyorsa, rakibin eylemini tekrarlamak için hiçbir teşvik olmayacaktır (Gupta, and Singh, 2017: 74).

1.4.1.4. İçselleştirme Teorisi

Buckley ve Casson (2002: 36-37), dış pazarlardan kaynaklanan kusurların içselleştirmeye neden olduğunu ve firmaları DYY'a yönlendirdiğini ileri sürmüşlerdir. İçselleştirme yaklaşımına göre, ÇUŞ'ın, firma içi işlemlerin sözleşmeye dayalı dış piyasa işlemlerinden daha az maliyetli olduğu veya dış pazarların hiç bulunmadığı durumlarda bir iç organizasyon hiyerarşisi geliştirme ve kullanma eğiliminde olacağıdır (Parry, 1985: 564). Aynı zamanda teori, coğrafi olarak dağınık faaliyetleri dışsal olarak pazar aracılığıyla değil, dikey olarak entegre edilmiş işletme içinde koordine etmenin göreceli maliyetlerini ve faydalarını vurgular (Strange, and Humphrey, 2019: 1041).

Teori, insan sermayesi, bilgi, pazarlama ve yönetim uzmanlığı gibi temel ara ürünler için pazarların kusurlu olduğunu; farklı faaliyetleri bu pazarlar aracılığıyla birbirine bağlamanın, önemli zaman gecikmeleri ve işlem maliyetlerine yol açacağını

öne sürmektedir. Sonuç olarak, firmalar bahsi geçen ara ürünler için bu dış pazarları kendi iç pazarlarıyla değiştirmeye teşvik edilir. Piyasaların ulusal sınırların ötesinde içselleştirilmesi doğrudan yabancı yatırıma yol açar ve bu süreç, daha fazla içselleştirmenin marjinal faydaları marjinal maliyetlerine eşitlenene kadar devam eder (Agarwal, 1980: 753).

İçselleştirmenin avantajlı olacağı diğer pazarlar, çabuk bozulan tarım ürünleri, sermaye yoğun üretim süreçlerindeki ara ürünler ve mevduatları coğrafi olarak yoğunlaşmış hammaddelerdir. Bozulabilir tarım ürünleri, hem arz hem de talepteki kısa vadeli esnekliklerle birleşen, nispeten değişken ve öngörülemeyen bir arza sahiptir. Bu, üretim, işleme ve dağıtımın koordinasyonu için kısa vadeli, vadeli işlem piyasalarının gerekli olduğu anlamına gelir. Alıcı belirsizliğinin düşük olduğu standartlaştırılmış ürünler için vadeli işlem piyasaları kolayca organize edilir, ancak diğer durumlarda piyasanın içselleştirilmesiyle oluşturulmaları gerekmektedir (Buckley, and Casson, 2002: 40).

İçselleştirme teorisi iki genel aksiyoma dayanmaktadır. Birincisi, firmalar gerçekleştirdikleri her faaliyet için en düşük maliyetli yeri seçme eğilimindedirler. Diğeri ise firmaların, daha fazla içselleştirmenin faydalarının maliyetlerden daha ağır bastığı noktaya kadar piyasaları içselleştirerek büyüme olanaklarına sahip olacağı yönündedir (Buckley, 1988: 181) .

İçselleştirmeye neden olan beş tür piyasa kusuru bulunmaktadır. Bu kusurlar firmaları DYY yapma yönünde teşviklerini arttırmaktadır (Buckley, and Casson, 2002: 44; Yeung, 2001: 27):

- i. Birbirine bağımlı pazarları koordine edecek bir gelecek pazarının olmaması, önemli zaman gecikmelerine neden olur.
- ii. Ev sahibi ülkede ara üründe ayrımcı fiyatlandırma (piyasa gücünü verimli bir şekilde araştırmak için) mümkün değildir.
- iii. Pazar gücünün iki taraflı yoğunlaşmasının belirsiz veya istikrarsız bir pazarlık durumuna yol açması.

iv. Bir ürünün doğası veya niteliği hakkında alıcı ve satıcı arasında eşitsizlik olması

v. Uluslararası pazarlara devlet müdahalesi, tarifeler, sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamalar ve vergi cennetleri için fırsatlar ortaya çıkmasıdır.

Teoriye göre içselleştirme, ara bir maldaki piyasada, ancak ve ancak faydaların maliyetinden fazla olması durumunda gerçekleştirilir. İçselleştirmenin firmalara sağladığı beş tür fayda bulunmaktadır. Bunlardan dördü dahili; vadeli işlem piyasalarının oluşturulması, ayrımcı bir fiyatlandırma sisteminin uygulanması, ikili pazarlık maliyetlerinden kaçınma ve alıcı belirsizliğinin ortadan kaldırılmasıdır. Bunlar esas olarak ürünün doğasına ve yapısına bağlıdır. Beşinci tür fayda, transfer fiyatlandırması yoluyla devlet müdahalelerinin etkisini en aza indirme yeteneğidir. Transfer fiyatlandırmasının kullanılması, yalnızca ürünün doğasına ve dış pazarın yapısına değil, aynı zamanda pazarla ilişkili çeşitli bölgelerdeki mali sistemlerin özelliklerine de bağlıdır (Buckley, and Casson, 2002: 44). Her ne kadar içselleştirmenin faydaları olsa da katlanması gereken maliyetleri de mevcuttur. Bunları; kuruluş maliyetleri, iletişim maliyetleri veya daha genel olarak yabancı bir ülkede faaliyet göstermenin politik ve ekonomik maliyetleri olarak sıralayabiliriz (Dreyhaupt, 2005: 34).

Bu teori bakımından önemli bir başka husus ise, içselleştirmenin dört farklı faktöre bağlı olarak gerçekleşeceği yönündedir (Buckley, and Casson, 2002: 45):

i. Endüstriye özgü faktörler, yani ürünün doğası, dış pazarın yapısı ve pazarla bağlantılı faaliyetlerin optimal ölçekleri arasındaki ilişki,

ii. Bölgeye özgü faktörler; ilgili bölgeler arasındaki coğrafi ve sosyal mesafe,

iii. Ulusa özgü faktörler; ilgili uluslararası siyasi ve mali ilişkiler

iv. Yönetimin profesyonelleşme derecesi gibi firmaya özgü faktörler

Sonuç olarak içselleştirme, mal veya faktör piyasalarındaki herhangi bir dışsallığa tepki olarak gerçekleşebilir. Yukarıda tartışıldığı gibi, bir tarife veya mal piyasasındaki diğer kusur türleri, DYY'ı ve çok uluslu faaliyetleri teşvik edecektir. İçselleştirme teorisinin özü, pratikte uluslararası ticaret ve yatırımın verimli çalışmasını engelleyen

dünya çapındaki piyasa kusurlarının açıkça tanınmasıdır. Bu düşünce tarzını takip ederek, ÇUŞ'nin hem dış kaynaklı hükümet düzenlemeleri ve kontrolleri hem de serbest ticaret ve özel yabancı yatırımın teorik nedenlerini yok eden diğer piyasa başarısızlıklarına yanıt olarak geliştiği iddia edilebilir. İçselleştirme süreci, ÇUŞ yönetiminin ürün pazarındaki bu tür dışsallıkların ve hükümet düzenlemelerinin DYY'a yönelerek üstesinden gelinmesinde önemli bir rol oynaması yönünde gerçekleşmektedir (Rugman, 1980: 34).

İçselleştirme teorisi, firmaların hükümetlerle ilişkilerine, maliyet ve faydaların firmalar ve hükümetler arasındaki dağılımına (Grosse, and Behrman, 1992: 116), DYY türlerini veya çokuluslu şirketlerin uluslararası operasyonlarının tüm yönlerine (Parry, 1985: 565) , belirli sanayi sektörlerinde kümelenmenin yanı sıra farklı DYY akışlarının neden dalgalandığına açıklık getirmediği yönünde eleştirilmektedir (Dreyhaupt, 2005: 35).

1.4.1.5. Eklektik Paradigma (OLI)

Dunning, doğrudan yabancı yatırım teorileri olan; konum teorisi, endüstriyel organizasyon teorisi, içselleştirme teorisi, uluslararası ticaret teorisi ve risk yönetimi teorilerinden bir sentez oluşturarak eklektik paradigmayı geliştirmiştir (Dunning, and Dilyard, 1999: 14; Lizondo, 1991: 72).

Eklektik paradigma, hem bir ülkenin kendi işletmeleri tarafından üstlenilen yabancılara ait üretimin hem de yabancı işletmeler tarafından sahip olunan veya kontrol edilen yerli üretimin kapsamını ve modelini belirlemek için genel bir çerçeve sunmaya çalışmaktadır (Dunning, and Lundan, 2008:95). DYY'ı gerçekleştirmek isteyen bir firmanın mülkiyet (Ownership), konum (Location) ve içselleştirme (Internalization) avantajlarına sahip olması gerektiğini ileri süren eklektik paradigma, OLI paradigması olarak da adlandırılmaktadır.

OLI paradigması, ÇUŞ'lerin yurt içinde rekabetçi mülkiyet avantajları geliştirmelerini ve daha sonra bunları konum avantajlarına bağlı olarak, DYY aracılığıyla belirli ülkelere transfer etmelerini önerir; bu da ÇUŞ'lerin mülkiyet avantajlarını içselleştirmesine olanak tanır (Rugman, 2010: 2).

Dunning'in eklektik yaklaşımı, sahiplik, konum ve içselleştirme (OLI) avantajları açısından ÇUŞ'in, neden, nerede ve ne zaman/nasıl kararlarını, mikro ve makro düzeydeki belirleyicileri gruplayan bir çerçeve sunarak analiz etme olanağı sağlar. (Ietto-Gillies, 2005: 112; Kinda, 2010: 498). Mülkiyet avantajları ile yabancı firmaların, yerel firmaların kendi iç pazarlarındaki doğal avantajları göz önüne alındığında, yerel firmalarla nasıl rekabet edebileceği, konum avantajları ile gerçek yatırım için yer seçimini neyin açıkladığı, içselleştirme avantajları ile bir firmanın uluslararası operasyonunu organize ettiği çalışma şeklini neyin belirlediği sorularına cevap verilmektedir (Dreyhaupt, 2005: 37).

Eklektik veya OLI paradigması, firmaların sahip olduğu O ve I avantajları ne kadar büyükse ve bu avantajları kendi ülkesi dışındaki bir yerde yaratma, elde etme (veya artırma) ve kullanmanın L avantajı ne kadar fazlaysa, DYY teşvikinin de o oranda artacağını öne sürer (Dunning, and Dilyard, 1999: 13).

OLI terminolojisi, firmaların mülkiyet avantajlarının diğer firmalarla olan ilişkilerinden oldukça bağımsız olarak yaratıldığı ve organize edildiği, ülkelerin konum avantajlarının, bağlantılı olmayan hareketsiz varlıklarının kapsamını ve karakterini, hiyerarşilerin ve pazarların kullanımlarını belirleme şeklini yansıttığı ve firmaların ara ürün piyasalarını içselleştirme eğiliminin ise, esas olarak, firmaların karşılaştığı çoğu piyasa başarısızlığının onlar tarafından değişmez, yani dışsal olarak kabul edildiği varsayımına dayanmaktadır (Dunning, 1995: 116).

Eklektik paradigmanın dayandığı temel hipotez; DYY'ın mülkiyet, içselleştirme ve konumsal avantajlarının bir bileşeninden oluştuğu ve OLI değişkenlerinin bir firmanın belirli bir DYY üstlenmek için yerine getirmesi gereken yabancı katma değer yaratan faaliyetlerinin düzeyi ve yapısının dört koşulun yerine getirilmesine bağlı olacaktır (Agarwal, 1980: 763; Dunning, and Lundan, 2008:100):

i. Belirli pazarların veya pazar gruplarının hizmetinde, diğer milletlerden firmalara kıyasla benzersiz ve sürdürülebilir mülkiyete özgü (O) avantajlara sahip olma derecesidir. O avantajları, firmanın sahip olabileceği firmaya özgü maddi olmayan duran varlıkların birikiminden kaynaklanan ve diğer firmalara göre karşılaştırmalı üstünlüğe sahip olma özelliği taşımaktadırlar. Bu avantajlar, bir firmanın uluslararası deneyimi,

büyüklüğü, ürün veya hizmetini farklılaştırma yeteneği ve uyarlanabilirliği, hizmet yoğunluğu ve tekliflerinin teknoloji yoğunluğu ile yaratılır. DYY'ın giriş modu seçiminde firmaya rekabet avantajı sağlamak için mülkiyet avantajlarının hem benzersiz hem de sürdürülebilir olması gerekmektedir (Brouthers et. al, 1996: 379; GalánJavier, and Benito, 2001: 271; Moosa 2002: 37). Mülkiyet avantajlarına örnek olarak; yönetim ve liderlik becerileri, pazarlama ekonomileri, tescilli teknoloji, ticari markalar (patent), tekel/oligopol gücü, mühendislik becerileri, ar-ge kapasitesi, yönetim ve organizasyon uzmanlığı, hammaddelere ve ucuz finansmana erişim, doğal kaynaklara erişim veya bu kaynaklar hakkında bilgi, sermaye kullanılabilirliği ve finansal uzmanlığı verebiliriz (Dunning, 1979: 280-288; Fischer, 2000: 36; Moosa 2002: 37). Bu avantajların bir firmanın servet yaratma kapasitesini ve dolayısıyla varlıklarının değerini arttırdığı varsayılmaktadır.

ii. Birinci koşulunun karşılandığı varsayımı altında, teşebbüsün, avantajlarını veya kullanım haklarını bağımsız yabancı firmalara satmaktan ziyade, O avantajlarına değer katmayı kendi çıkarına ne ölçüde uygun gördüğüdür. Bu ise içselleştirme (I) avantajları olarak ifade edilmektedir. I avantajları, çok uluslu işletmenin mülkiyete özgü avantajlarını, satmak veya kiralamak yerine, kendi organizasyonu içinde ulusal sınırların ötesine transfer etme becerisini ifade eder. Yine, kusurlu pazarlar nedeniyle, örneğin firmanın, teknolojiyi kullanma hakkını aynı pazardaki yerli bir firmaya satmak yerine, kendi yabancı üretim biriminde girdi olarak kullanmayı tercih etmesini açıklar (Johanson, and Vahlne, 1990: 16). İçselleştirme avantajlarına örnek olarak; İşlem ve pazarlık maliyetlerinden kaçınma, müzakereler ve izleme ile ilgili maliyetlerde azalma; kotalar, tarifeler, fiyat kontrolleri ve vergi farklılıkları gibi devletle ilgili engellerden kaçınma ve yararlanma, girdilerin arzını ve satış koşullarını (teknoloji dahil) kontrol etmek, pazar satış noktalarının kontrolü (rakipler tarafından kullanılabilecek olanlar dahil), mülkiyet haklarını uygulama maliyetlerinden kaçınmayı verebiliriz (Dunning, 1979: 276; Fischer, 2000: 36).

iii. Birinci ve ikinci koşulların karşılandığı durumda, yabancı bir yerde O avantajlarının yaratılması, erişilmesi veya kullanılmasıyla işletmenin küresel çıkarlarına ne ölçüde hizmet edildiğidir. Bu da konum (L) avantajları vasıtasıyla

gerçekleştirilmektedir. L avantajları, genişlemenin en iyi yurtiçinde mi yoksa yurtdışında mı gerçekleştirildiği sorusuna, belirli bir coğrafi alanda mevcut olan kurumsal ve üretken faktörleri göz önünde bulundurarak cevap vermektedir. Bu avantajlar ana ülkede üretilen ürünleri, başka bir yerin değiştirilemez faktörleri ve ara ürünleri ile birleştirmenin daha iyi olduğu durumlarda ortaya çıkarlar (Galán, and González-Benito, 2001: 271; Moosa 2002: 37). Konum avantajlarına örnek olarak: girdilerin ve pazarların mekansal dağılımı, girdi fiyatları, kalite ve üretkenlikleri (emek, enerji, malzemeler, bileşenler, yarı mamul ürünler), devlet müdahalesi (İthalat kontrolü, tarife engelleri dahil), vergi oranları, teşvikler, yatırım ortamı, altyapı (ticari, yasal, ulaşım), psikik mesafe (dil, kültür, iş, gelenek vb. farklılıklar), güvenilir hukuk sistemi, gelişmiş fiziksel altyapı (yollar, demiryolları, havaalanları, limanlar, telekomünikasyon), siyasi istikrar, güç dengesini verebiliriz (Dunning, 1976: 286; Fischer, 2000: 36). Konum avantajlarına bağlı kaynakların, yeteneklerin ve kurumların mekansal dağılımının eşitsiz olduğu varsayılır ve bu nedenle, bunlara sahip olan ülkelere, olmayanlara göre rekabet avantajı sağlayacaktır.

iv. Son koşul ise belirli bir firmanın karşı karşıya olduğu mülkiyet, konum ve içselleştirme (OLI) avantajlarının konfigürasyonu göz önüne alındığında, bir firmanın yabancı üretimin paydaşlarının, yönetsel ve organizasyonel yapısını destekleyen kurumların uzun vadeli hedefleriyle tutarlı olduğuna inanma derecesi stratejisidir.

Mevcut literatürde DYY akımlarını yönlendiren dört farklı güdü üzerinde durulmaktadır. Birincisi, doğal kaynak arayan DYY, ikincisi, pazar arayan DYY, üçüncüsü, verimlilik arayan DYY ve son olarak stratejik varlık arayan DYY'dır. Dunning ve Dilyard (1999: 14), bu dört farklı DYY'ı gerçekleştirmede faydalanılan OLI avantajlarının bileşenlerinin farklı özelliklerde olacağını; bununla ilintili olarak herhangi bir DYY teorisinde yer alan açıklayıcı değişkenlerin de farklı olacağını; aynı zamanda bu farklılıkların ülkeye, sektöre ve faaliyet alanına göre değişiklik arz edeceğini belirtmektedir.

Dunning yaklaşımının özü, mülkiyet, konum ve içselleştirme avantajlarının eşzamanlı analizi ve bunun hem uluslararası ticaret ve üretim hem de üretim organizasyonuna uygulanmasıdır (Ietto-Gillies 2005: 114). Bu, aynı çerçevede üç ana

uluslararasılaştırma modunu (ticaret, uluslararası üretim ve lisanslama) analiz edebildiği anlamına gelir.

Eklektik paradigma, yabancı bir yatırımcı için mevcut avantajlara göre her türlü uluslararasılaşmayı açıklamaya yardımcı olabilecek kapsamlı bir teoridir. Hem karşılaştırmalı mülkiyet (O) hem de içselleştirme (I) avantajlarına sahip bir firma, konuma özgü (L) avantajları kendi ülkesinin dışında yer alıyorsa, yurt dışına yatırım yapmaya karar verecektir. Tersine, aynı O ve I avantajlarına sahip bir firma, eğer yabancı yer sadece düşük L avantajları sunuyorsa, ürün ve hizmetlerini ihraç etmeyi tercih edecektir. Firmaya özgü avantajların savunulamaması durumunda, şirket üretim seviyelerinin yurtiçinde sürdürülebilmesi için yabancı kuruluşlara lisans satmaya karar verecektir (Fischer, 2000: 35). Sonuç olarak, mülkiyet ve konum avantajlarına sahip bir firmanın, içselleştirme kazanımları varsa ve yerel faktörler yabancı yatırım artışını destekliyorsa, DYY gerçekleşecek ve bir ÇUŞ ortaya çıkacaktır (Moosa, 2002: 37).

Rugman (2010: 2), eklektik paradigmanın varsaydığı, DYY için üç güdü olan OLI değişkenlerinin her birinin aşırı belirlendiğini; ayrıca O ve L avantajlarının ayrımındaki zorluk nedeniyle Dunning'i eleştirmiştir. Bir diğer eleştiri, yapısal piyasa başarısızlığının kısmen ihmal edilmesi ve içselleştirme avantajlarına aşırı vurgu yapılmasından kaynaklanmaktadır. Dunning'in seçeneklerini, stratejik unsurlardan ziyade maliyet tasarrufu ve verimlilik açısından görmesine neden olması onun yaklaşımının en zayıf noktası olarak görülmesine neden olmuştur (Ietto-Gillies, 2005: 118).

1.4.1.6. Ürün Yaşam Döngüsü Teorisi

Ürün yaşam döngüsü teorisi, uluslararası ticaret ve yatırım modellerini açıklamak için yeni bir malın üretiminde ulusal karşılaştırmalı üstünlüğü, ardından ürün evrimini ve teknolojinin küresel yayılmasını vurgulayan dinamik bir yaklaşım taşır (Gladwin, and Giddy, 1973: 20). Bu teoriye göre, ürünlerin doğal yaşam döngüsü ve beraberindeki maliyet hususları, kurumsal liderler tarafından üç tür karar alınmasına yol açar: yurtiçinde üretmek, ihraç etmek veya üretimi dış pazarlara aktarmak (Fischer, 2000: 21).

Vernon bir malın ürün yaşam döngüsünün yenilik, olgunluk ve standardizasyon olmak üzere üç aşamadan geçerek evrimini tamamlayacağını ileri sürmüştür (Moosa, 2002: 38-39; Jacobs et. al, 1997: 75-76; Vernon, 1966: 195-197).

i. Yenilik aşaması, endüstriyel olarak gelişmiş bir ülkede yeni ürün yurt içinde tüketicilere yakın olarak ve Ar-Ge ile üretim birimleri arasında verimli koordinasyon ihtiyacı nedeniyle gerçekleşir. Bu aşamada, üreticiler genellikle geçici de olsa bir dizi kritik koşulla karşı karşıya kalmaktadırlar. Ürünün standartlaştırılmamış olması hasebiyle, girdilerin, işlenmesi ve nihai özelliklerinin oluşturulması geniş bir aralığı kapsayabilmektedir. Ürünün, talep fiyat esnekliği nispeten düşüktür. Bu, yüksek derecede ürün farklılaşmasından veya erken aşamalarda bir tekelin varlığından kaynaklanmaktadır. Bu durumda yenilikçi firma nispeten yüksek bir fiyat talep edebilir. Zaman geçtikçe, tüketicilerden gelen geri bildirimlere dayanarak ürün geliştirilir ve belli bir doyum noktasına gelene kadar yurt içi üretim devam edecektir.

ii. Olgunluk aşaması, ihracat başlar ve bu karlılık sürene kadar devam eder. Belli bir ilk kitlesel pazar yenilikçi ülkede bulunsa da, ürüne yönelik bazı talepler hemen hemen başka yerlerde ortaya çıkmaya başlar. Yenilikçi ülkeden ihraç edilen malların marjinal üretim maliyeti artı nakliye maliyeti, ithalat pazarındaki olası üretimin ortalama maliyetinden düşük olduğu sürece, yenilikçi ülkedeki üreticiler muhtemelen bir yatırımdan kaçınmayı tercih edeceklerdir. Ancak talep büyümeye devam ettikçe ve rekabet ortaya çıktıkça, yenilikçi firma yerel talebi karşılamak için ihracat yaptığı ülkelerde DYY'a başvuracaktır. Bu aşamada, ana ülke ürünün net ihracatçısı, yabancı ülkeler ise net ithalatçı konumundadır.

iii. Ürünün tam standardizasyona ulaştığı evreyi temsil eden son aşamada, diğer üreticilerin fiyat rekabeti, yenilikçi firmayı, maliyet avantajı arayarak ürünü daha az gelişmiş ülkelerde üretim yapmaya teşvik edecektir. Standardizasyon aşamasında ana ülke, ürünü hem yerli hem de yabancı ülkelerde bulunan yabancı firmalardan ithal etmeye başlar. Ana ülke net ithalatçı olurken, yabancı ülkeler net ihracatçı olur.

Uluslararası ticaret ve yabancı yatırım arasındaki dinamik etkileşimi açıklayan ürün yaşam döngüsü teorisinin “örtük varsayımı”, ürünleri kendi iç pazarlarında geliştiren firmaların, teknolojilerini ev sahibi ülkeye satmak veya lisanslamak yerine, bol vasıfsız işgücü ile tanımlanan ülkelerdeki üretim tesislerini satın alacakları yönündedir (Du Pont, 2000: 11; Fischer, 2000: 21). Teorinin bir diğer varsayımı, bilgi ve teknolojinin sıkı bir şekilde kontrol edildiğini ve ülkeler arasında serbestçe transfer

edilemediğini, ar-ge ve üretimde ölçek ekonomilerinin olduğunu ve ürünlerin pazarlama ve üretim özelliklerinde zamanla öngörülebilir değişikliklere uğradığıdır (Gladwin, and Giddy, 1973: 20).

Ürün yaşam döngüsü, çokuluslu bir firmaya dinamik, küresel üretim, ihracat ve doğrudan yatırım stratejisi tasarlama yeteneği kazandırmaktadır. Yerel bir firmanın ithal ikamesi ve potansiyel ihracatı için ürün politikası öncelikleri konusunda karar vermesine, aynı zamanda devlet kurumlarının endüstriler için farklı destek programları ile ilgili kararlar almasına yardımcı olmaktadır (Ayal, 1981: 92).

1.4.2. Portföy Yatırımlarını Açıklayan Teoriler

Portföy yatırımlarını açıklamaya yönelik teoriler, klasik sermaye akımları teorisi, modern portföy teorisi ve sermaye varlıklarını fiyatlandırma modelidir.

1.4.2.1. Klasik Portföy Teorisi

Klasik portföy teorisi, hisse senedi, tahvil ve gayrimenkul gibi farklı yatırım türlerinden bir sepet oluşturularak çeşitlendirme sağlanması sonucu getiriden ödün vermeden riskin en aza indirilebileceği varsayımına dayanmaktadır. Portföy çeşitlendirmesindeki varlık sayısı ile riskin ters orantılı olduğunu ileri süren teori, nitel bir yaklaşım özelliği taşımaktadır (Fabozzi, 2009: 27). Bu teoriye göre, yatırımcılar için yeterli olduğu düşünülen portföyler, önlerinde belirlenen gereksinimlere, yatırımcının zaman ufku, tolere edilen risk eşiklerine ve yatırımın beklenen nakit getirisine bağlı olarak önemli ölçüde değişebilir. Birincil yatırımcı talebi gelir istikrarı ise, portföy yüksek kaliteli uzun vadeli tahvillerden oluşacaktır. Amaç likidite ve güvenlik ise, portföy yüksek kaliteli kısa vadeli tahvillerden oluşacaktır. Bununla ilintili olarak geleneksel portföy teorisinin nispeten basit analizlere dayandığı sonucuna varılabilir. Sübjektif ve yetersiz analitik bir yaklaşımla karakterize edilmektedir. Optimal bir portföy aramaya ve oluşturmaya yönelik sistematik bir yaklaşım sağlayamamaktadır. Riski ölçmek ve muhasebe yöntemlerine dayalı temel analizi geliştirmek ve tamamlamak için hiçbir istatistiksel önlem ve araç yoktur. Ayrıca, güveni teşvik edecek ne matematiksel bir temel ne de kesin cevaplar verememektedir (Lekovic, 2021: 222).

Geleneksel portföy teorisinde, en fazla eleştirilen konu ise aşırı çeşitlendirmedir. Aşırı çeşitlendirmenin olumsuz yönlerini; fazla sayıda finansal varlığın idaresinin güç ve maliyetli olması, çeşitlendirme nedeniyle azalan risk sonucu elde edilen getirinin portföyüne daha fazla menkul kıymet eklemekten kaynaklanan artan işlem maliyetlerinden düşük olması ve menkul değer sayısının artmasının komisyon giderlerini arttırması olarak sıralayabiliriz (Elton, and Gruber, 1977: 415; Özarlan, 2018: 352-53). Bir diğer eleştiri ise, hangi varlık sınıfına ne kadar yatırımın yapılacağının belirsiz olmasıdır (Fabozzi, 2009: 28).

1.4.2.2. Modern Portföy Teorisi

Ortalama varyans analizi olarak da adlandırılan modern portföy teorisinin temelleri, Markowitz'in 1952 yılında yayınladığı makale ile atılmıştır. Teori, yatırımların beklenen performansına ve yatırımcının risk iştahına dayalı olarak portföyler oluşturmak ve seçmek için bir çerçeve sağlar (Fabozzi et. al, 2002: 7).

Modern portföy teorisi, portföy sayısındaki fazlalığın risk açısından belirleyici olduğunu ileri süren geleneksel teorisinin aksine, elde tutulan farklı menkul kıymetlerin sayısı değil, bu menkul kıymetlerin aralarındaki korelasyon ilişkisine dikkat çekmiştir (Curtis, 2004: 17). Teori, etkin bir portföy oluşturmak için getirileri mükemmel bir şekilde pozitif korelasyona sahip olmayan farklı varlıkları birleştirerek portföy getirisinin toplam varyansını azaltmaya çalışır (Wilford, 2012: 94).

Bu teori bağlamında, çeşitlendirme yapılırken portföyün getirisini ve riskini sırasıyla ölçmek için ortalama ve standart sapma gibi bazı nicel araçlar önerilmekle birlikte bir risk ölçüsü olarak varyansın ve bir getiri ölçüsü olarak beklenen getirinin, yatırımcılara portföy kararlarında yardımcı olması sağlanmaktadır. Riskin varlığı, yatırımcının artık herhangi bir varlığa yapılan yatırımla tek bir rakamı veya getiriyi ilişkilendiremeyeceği anlamına gelir. Getiri ise bir dizi sonuçla ve bunların her biri bir frekans fonksiyonu veya getiri dağılımı olarak adlandırılan ilişkili gerçekleşme olasılıklarıyla tanımlanmaktadır. Yatırımcının getiri ve risk koşulları çerçevesinde çeşitlendirmeyi, fonlarının maksimum beklenen getiri ve minimum varyansı sağlayan tüm menkul kıymetler arasından yapması beklenir (Elton, and Gruber, 1995: 44; Markowitz, 1952: 79; Mohamed et. al, 2012: 1219-21).

Markowitz (1959: 14), portföy seçimini, geçmiş performanslardan ziyade geleceğe ilişkin makul inançlara dayandırmaktadır. Yalnızca geçmiş performanslara dayalı seçim, aslında, geçmişin ortalama getirilerinin, gelecekteki olası getirileri için iyi tahminler olduğunu ve geçmişteki getiri değişkenliği, gelecekteki getiri belirsizliğinin iyi bir ölçüsü olduğunu ileri sürer.

Modern portföy teorisine göre, en yüksek olası getiriye sahip portföy, kesin bir şekilde getiri belirsizliği en az olan portföy olarak tanımlanmamalıdır. Son derece yüksek bir olası getiriye sahip en güvenilir portföy, kabul edilemez derecede yüksek bir belirsizliğe maruz kalabilmektedir. Ya da en az belirsizliğe sahip portföy, istenmeyen şekilde küçük bir olası getiriye sahip olabilir. Bu tür belirsizlik durumlarında yatırımcılar portföylerini seçerken, getirisi yüksek belirsizliği daha düşük olan varlıklara yönelirler. Tüm bu yöndeki portföyler seçilerek etkin portföylere ulaşılması sağlanacaktır. Etkin portföyler arasından doğru seçim, yatırımcının risk alma isteğine ve kabiliyetine bağlıdır. Bu bağlamda Markowitz yatırımcının izleyeceği yolu dört şekilde açıklamaktadır (Markowitz, 1959: 7; Sharpe, 1963: 227).

i. Öncelikle verimli portföyler verimsiz portföylerden ayrılarak etkin portföyler belirlenir.

ii. Etkin portföylerden elde edilebilecek olası getiri ve getiri belirsizliği kombinasyonları belirlenmelidir.

iii. Yatırımcının veya yatırım yöneticisinin, ihtiyaçlarına en uygun olası getiri ve belirsizlik kombinasyonu sonucu, menkul kıymetlerin gelecekteki performanslarına ilişkin olasılık tahminleri yapılır,

iv. Verimli bir portföy seti belirlemek için bu tahminler analiz edilir ve

v. Yatırımcının tercihlerine en uygun risk ve getiri kombinasyonunu sağlayan portföyler seçilir.

Modern portföy teorisinin, piyasaların serbest ve istikrarlı hareket ettiği, fiyatların sürekliliği, işlem maliyetlerinin genellikle minimum ve yatırımcıların rasyonel olduğu gibi varsayımları, yatırımcıların her zaman rasyonel davranmadıkları, fiyat sürekliliğinin 1987 yılında yaşanan kara pazartesiye açıklık getirememesi ve vergilerin varlığının

işlem maliyetlerini önemli ölçüde etkileyebileceği nedeniyle eleştirilmiştir (Curtis, 2002: 12).

1.4.2.3. Sermaye Varlıklarını Değerleme Modeli

Sermaye varlıklarını değerlendirme modeli, (capital asset pricing model: CAPM) bazı basitleştirici varsayımlara dayanan neoklasik bir denge modelidir (Kruschwitz, and Löffler, 2009: 171). Sharpe (1964) ve Litner (1965) tarafından Markowitz'ın modern portföy teorisine iki varsayım eklenerek geliştirilmiştir. Birinci varsayım, yatırımcı beklentilerinin homojenliği, yani yatırımcılar $t-1$ 'den t 'ye kadar aynı varlık getirisi dağılımını seçebileceğidir. Diğer varsayım ise tüm yatırımcıların risksiz bir oranda miktar kısıtlaması olmaksızın borç alma veya borç verme imkanına sahip olmasıdır (Elbannan, 2015: 217; Fama et. al, 2004: 26).

Sermaye varlıklarını fiyatlandırma modeli, beklenen getirinin, bir varlığın piyasa portföyünün getirisiyle (yani, beta riski) kovaryansının doğrusal olarak ilişkili olması gerektiğini ileri sürer. Daha yüksek beta riskinin daha yüksek getiri ile ilişkili olduğu risk telafisi ilkesi ampirik olarak oluşturulmuştur (Bark, 1991: 353). Bununla ilintili olarak risk, yalnızca bireysel menkul kıymetin piyasa getirisine (beta) olan duyarlılığı ile ölçülmektedir (Kisman, and Restiyanita, 2015: 184).

Sermaye varlıklarını fiyatlama modeli belirli varsayımlar üzerine inşa edilmiştir (Basu, and Chawla, 2010: 210; Elton et. al, 2013: 291; Sharpe, 1964: 433):

i. Yatırımcılar, bir dönemlik gelecek portföylerin beklenen getirilerine ve standart sapmalarına bakarak portföyleri değerlendirir.

ii. Yatırımcılar doyumsuzdurlar, bu nedenle aynı standart sapmalara sahip iki portföy arasında seçim yapmaları istendiğinde, beklenen getirisi daha yüksek olanı seçeceklerdir.

iii. Yatırımcılar riskten kaçınırlar, dolayısıyla aynı beklenen getiriye sahip iki portföy arasında seçim yapmaları istendiğinde, standart sapması daha düşük olanı seçeceklerdir.

iv. Bireysel varlıklar sonsuz bölünebilir, yani bir yatırımcı isterse hisselerin bir kısmını satın alabilir.

v. Bir yatırımcının borç verebileceği (yani yatırım yapabileceği) veya borç alabileceği risksiz bir oran vardır. Risksiz menkul kıymetlerin oranına eşit bir faiz oranından istediği miktarda fon ödünç verebilir veya ödünç alabilir.

vi. Vergiler ve işlem maliyetleri önemsizdir. Herhangi bir varlığı almanın veya satmanın maliyeti yoktur. İşlem maliyetleri mevcut olsaydı, herhangi bir varlıktan elde edilen getiri, yatırımcının karar döneminden önce o varlığa sahip olup olmadığına bağlı olarak değişebilecektir. Bu nedenle, modele işlem maliyetlerini dahil etmek, büyük bir karmaşıklık oluşturacaktır.

vii. Yatırımcılar, servetlerinden beklenen faydayı maksimize etmeyi amaçlayan riskten kaçınan aynı zaman ufkuna sahip bireylerden oluşur.

viii. Risksiz oran tüm yatırımcılar için aynıdır.

ix. Bilgi, tüm yatırımcılar için ücretsiz ve anında mevcuttur.

x. Yatırımcıların homojen beklentileri vardır, yani menkul kıymetlerin beklenen getirileri, standart sapmaları ve kovaryansları ile ilgili aynı algılara sahiptirler.

Bu varsayımlar, CAPM modelinin analizinde kolaylık sağlaması bakımından uç bir duruma indirgenmektedir. Herkes aynı bilgilere sahiptir ve menkul kıymetlerin gelecekteki beklentileri hakkında hemfikirdir. Örtülü olarak bu, yatırımcıların bilgileri aynı şekilde analiz edip işlediği anlamına gelir. Menkul kıymet piyasaları mükemmel piyasalardır, yani yatırımı engelleyecek hiçbir sürtüşme yoktur. Sınırlı bölünebilirlik, vergiler, işlem maliyetleri ve farklı risksiz borçlanma ve borç verme oranları gibi potansiyel engeller ortadan kaldırılmıştır. Bu yaklaşım, bir bireyin nasıl yatırım yapması gerektiğini, herkes benzer bir şekilde yatırım yaparsa menkul kıymet fiyatlarına ne olacağına odaklanmasını sağlar. Piyasadaki tüm yatırımcıların ortak davranışını incelemek, her bir menkul kıymetin riski ve getirisi arasında ortaya çıkan denge ilişkisini geliştirmeyi sağlayacaktır (Sharpe et. al, 1998: 228).

Sermaye varlıklarını fiyatlandırma modelinin en önemli özelliği riskin nasıl ölçüleceğine ve beklenen getiri ile risk arasındaki ilişkiye yönelik güçlü ve sezgisel olarak tatmin edici tahminler sunmasıdır (Fama et. al, 2004: 25). Aynı zamanda CAPM modeli, firmalara öz sermaye risk priminin ölçülmesi, maliyetinin tahmin edilmesi ve

çeşitlendirilmiş portföylerin yönetilmesi gibi pek çok pratik sorunun çözümünde yarar sağlamaktadır (Arouri et. al, 2012: 2475).

CAPM'nin, yalnızca varsayımları doğruysa kesin olarak geçerli olabileceği; ancak modelin varsayımlarının geçerliliğini sorgulattığı ileri sürülerek pek çok gerçekçi olmayan varsayıma dayandığı gerekçesiyle model, gerçeğe uymadığı konusunda eleştirilmiştir (Basu, 2010: 211). Yatırımcıların varlıkların getiri sağlayan süreçleri hakkında tam bilgiye sahip oldukları varsayımı, gerçek dışı görülmektedir. Yatırımcılar, üretim ve yatırıma özgü risklerle karşı karşıya kalmanın yanı sıra, genellikle bu süreçleri yöneten parametrelerin belirsizliğiyle ve tahmin riskiyle de karşı karşıya kalmaktadırlar (Kumar et. al, 2008: 1). Bir diğer eleştiri, yöneticilerin firmalarının beta (sistemik) riskini düşürmeye odaklanmaları ve firmaya özgü (sistemik olmayan) risklerle ilgilenmemeleri tavsiyesi, iki şekilde paradoksa yol açtığı yönündedir (Chatterjee et. al, 1999: 556). Birincisi, betayı azaltmak, yöneticilerin yapamayacakları bir şeyi yapmalarını, yani yatırımcıların makroekonomik belirsizliklere maruz kalmalarını, yatırımcıların yatırım portföylerini değiştirerek kendi başlarına gerçekleştirebileceklerinden daha düşük bir maliyetle azaltmalarını gerektirir; ikincisi, yöneticilerden firmaya özgü riskin önemini küçümsemelerinin istenmesi iktisadi bir argümana aykırı olmaktadır.

1.5. Sermaye Hareketlerinin Belirleyicileri

Sermaye hareketlerini belirlemeye yönelik açıklamalar genellikle ülkenin kendi işleyişi olan çekici faktörler ve ülke dışında gerçekleşen iktisadi siyasi etkenlerden kaynaklanan itici faktörler ışığında yapılmaktadır.

1.5.1. İtici (Dışsal) Faktörler

İtici faktörler fikri, sermayenin ülkeler arasındaki faiz oranı farklılıklarına tepki gösterdiğini ve getirisi düşük ülkelere yüksek getirisi olan ülkelere doğru aktığını öngören neoklasik teoriye dayanmaktadır (Hannan, 2018: 6).

Küresel finans piyasalarından gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını etkileyebilecek faktörlere küresel itici faktörler denilmektedir (Cerutti et. al, 2019: 134;

Felices, and Orskaug, 2008: 5). Bu faktörler, merkez ülke dışından kaynaklandığı için dış faktör olarak da adlandırılmaktadır.

Sanayileşmiş ülkelerin neden olduğu itici faktörler, gelişmekte olan ülkelere sermaye akışlarının arzında bir değişikliğe neden olmaktadır (Boero et. al, 2019: 2; De Vita, and Kyaw, 2008: 305). İtici faktörlerin belirlenmesi, sermaye ihraç eden ülkelerin (gelişmiş ülkeler) ekonomik koşullarının gelişmekte olan ülkelerdeki sermaye girişlerini nasıl etkilediğini açıklamasına imkan sağlar. Bununla ilintili olarak dış faktörler, bu ülkelerdeki yatırımın fırsat maliyetini de yansıtmaktadırlar (Kinda, 2012: 2).

Dış faktörlerin önemli rolünün bir sonucu, sermaye akışlarının dalgalı olabilmesi ve dış koşullar değiştikçe ters yönde gerçekleşmesi, yabancı sermayeye bağımlı ülkeleri büyüyen cari hesap açıkları için finansman mevcudiyetinde keskin bir azalma yoluyla krize sürükleyebilmektedir. Bunun sonucunda yerli paranın değer kaybetmesi, enflasyonist baskıyı artırır ve döviz borcu olan finansal veya finansal olmayan firmaların bilançolarının kötü yönde etkilenmesine sebep olur. Dış faktörlerin neden olduğu sermaye akışlarının endişe kaynağı olmasının bir başka nedeni de, bunların daha az verimli ve hatta savurgan amaçlarla kullanılma ihtimalinin daha yüksek olmasıdır (Kim, 2000: 250). Yatırımcılar gelişmekte olan ülkelere yerel temellerden bağımsız olarak benzer şekilde davranırsa ve böylece gelişmiş ekonomilerdeki bol likidite, finansal stres veya olgun ekonomilerdeki zayıf büyüme beklentileri gibi küresel gelişmelere yanıt verirse, sermaye akışlarının itici faktörler tarafından yönlendirildiği söylenebilmektedir (Förster et. al, 2014: 102).

İtici faktörler, sistemik olarak büyük ekonomilerdeki parasal ve ihtiyati politikaları ve küresel risk iştahını içermektedir (IMF, 2012: 16). Bu faktörler, küresel finans piyasasında veya merkez ülkelerde var olan ve çevre ülkelere sermaye girişlerini etkileyen ortak faktörü temsil eder. İtici faktörlere, uluslararası piyasalarda ve gelişmiş ekonomilerdeki faiz oranları ile GSYİH büyüme oranları, küresel risk faktörleri, ABD ekonomisinin yavaşlaması ve faiz oranlarının düşük seviyesi, ABD üretim artışı, ABD kısa ve uzun vadeli faiz oranları gibi dış faktörler örnek olarak verilebilmektedir (Arias et. al, 2016: 4; Calvo et. al, 1993: 126; Montiel, and Reinhart, 1999: 634).

Sermaye girişleri yalnızca dış faktörler tarafından belirleniyorsa, akışlar oldukça istikrarsızdır ve gelişmekte olan ölkeler, gelişmiş ölkelerdeki makro ve finansal koşulların ve yatırımcı duyarlılığının evrimine maruz kalır ve bu da bir kırılğanlık kaynağına dönüşür (Brana, and Lahet, 2010:274). Çoğu gelişmekte olan ölkeler, sermaye girişlerini sürdürülemez hale getirecek olumsuz dışsal gelişmelere karşı savunmasız hale gelir. Tipik bir ölkedeki sermaye girişleri, büyük ölçüde elverişli uluslararası faiz oranlarına bağlıdır ve diğer koşullar sabitken, daha yüksek seviyelere dönerlerse bu ekonomiler için önemli bir risk teşkil eder (Fernandez-Arias, 1996: 414).

1.5.2. Çekici (İçsel) Faktörler

Çekici faktörler, fonları küresel finansal piyasadan yerel finansal piyasalara çeken ölkeye özgü temel ekonomik koşulları yansıtan faktörlerdir (Eller et. al, 2020:2; Kang, and Kim, 2019: 3). Sermaye akışının ölkelerin makroekonomik koşulları doğrultusunda hareket etmesi nedeniyle içsel faktörler olarak da adlandırılmaktadırlar.

Alıcı ölkelerdeki sermaye akışlarına olan talebi etkileyen çekici faktörler, yatırım fırsatlarını yansıtan ölkeye özgü unsurları ifade eden ülkenin ekonomik gelişmeleriyle ilgilidir (De Vita, and Kyaw, 2008: 305; Felices, and Orskaug, 2008: 5). İstikrarlı bir makroekonomik ortam, yatırım kararları, katma değer yaratılması çekici faktörleri olumlu yönde etkilemektedir (Kinda, 2012: 2).

Çekici faktörler, üretkenliği artıran ekonomik reformlardan kaynaklanan, gelişmekte olan ölkeler borçluları tarafından ihraç edilen varlıkların risk-getiri özelliklerindeki iyileştirmelerden etkilenen faktörlerdir (Montiel, and Reinhart, 1999: 621). Bu faktörler gelişmekte olan ölkelerdeki yabancı sermayeyi çekmeye yardımcı olan iç koşullarla ilgilidir (Koepke, 2019: 516).

Yatırımcılar ölkeler arasında dikkatli bir şekilde ayırım yaparsa ve böylece alıcı ölkelerin büyüme beklentileri veya gelişmiş ekonomilere göre getiri farklılıkları gibi temel özelliklerine yanıt olarak fon gönderirse, sermayenin çekici faktörler tarafından yönlendirildiği söylenmektedir (Förster et. al, 2014: 102). Sermaye girişleri iç faktörler tarafından belirleniyorsa, gelişmekte olan ölkelerde sağlam veya iyileşen ekonomik politikalar, istikrarlı kalkınma bunda önemli etkenlerdir (Brana, and Lahet, 2010:274). Çekici faktörler gelişmekte olan ölkelerdeki büyüme beklentileri dahil olmak üzere,

Ülkelerin kurumlarından, politikalarından ve makroekonomik temellerinden etkilenmektedirler (IMF, 2012: 16).

ekici faktörler, ev sahibi ülkenin hem kr etme fırsatlarını hem de algılanan yatırım riskini yansıtmaktadırlar. Bu faktörlere, ülkenin GSYİH retim artışı ve görünümü, yatırım ortamı ve kredi notu, finansal açıklık, dış borç seviyesi ve döviz rezervleri, faiz oranları, GSYİH'nın payı olarak toplam ihracat, döviz kurundaki oynaklık, yurt içi faiz oranları, cari işlemler açığı, dış finansman ihtiyaçları, enflasyon ortamı, uluslararası rezervler, hukukun üstünlüğü, ekonomik özgürlük, borç sorununun başarılı bir şekilde çözülmesi, nitelikli işgücü, eğitim ve siyasi istikrarı örnek olarak verebiliriz (Humanicki et. al, 2013: 4-8; Byrne, and Fiess, 2011: 17; Fernandez-Arias, 1996: 392).

1.6. lke Riski ve Risk Türleri

Riskin temel özelliği öngörülemezlik veya geleceğe ilişkin beklentilerdeki değişkenliktir (Di Gregorio, 2005: 215). Çok uluslu şirketler, özel ve kamu yatırımcıları bir ülkeye yatırım yaparken belirli risklerle karşılaşmaktadırlar (Shapiro, 2013: 214). Bu riskler, bir ülke borçlusunun borlarını temerrüde düşürme olasılığını ifade eden ülke riski olarak adlandırılmaktadır (Cosset, and Roy, 1991: 135). lke riski farklı yazarlar tarafından değişik şekillerde yorumlanmaktadır.

Bouchet vd. (2003: 50) lke riskinin, yabancı bir ülkenin borçlusunun, ithalatçısının veya kurumsal ortağının yabancı bir borç verene, ihracatçıya ve/veya yatırımcıya karşı sözleşmeden doğan yükümlülüklerini yerine getirememesi veya isteksiz olabilmesi olasılığından kaynaklandığını ve bunun sebebinin ise sözleşmeden doğan yükümlülükler, krediler, tahviller, sermaye yatırımları, ihracat ve ithalat ve hizmet alımları ile ilgili olabileceğini öne sürmüştür.

Krayenbuehl (1985: 177), benzer şekilde bir egemen devletin veya belirli bir ülkenin egemen borçlularının, yabancı bir borç verene ve/veya yatırımcıya karşı yükümlülüklerini, ilgili olarak ortaya çıkan olağan risklerin ötesindeki nedenlerle yerine getirememesi veya isteksiz olabilmesi ve diğer borçluların, yabancı bir borç verene ve/veya yatırımcıya karşı yükümlülüklerini yerine getirememe olasılığı olarak tanımlamıştır.

Bekaert ve Hodrick (2011: 475), uluslararası tahvil piyasalarından hareketle daha dar bir tanımlama yaparak ülke riskini, tahvil ödemelerinde temerrüde düşen bir hükümetle ilişkilendirmektedir.

Schroeder (2008: 504), bir ülkenin borç servisi ödemelerini karşılayabilecek kazanç elde edememesi (kredi riski) ve/veya kazançlarını yabancı alacaklılara iletme için yeterli dövizde sahip olmaması (transfer veya döviz) şeklinde tanımlar.

Ülke riskini tanımlamaya yönelik herhangi bir girişimde ortaya çıkan bir sorun, tanımların ülke riski uzmanlarının ilgilendikleri alanla bağlantılı olarak açıklamalarda bulunmalarıdır. İhracatçı bir firmadaki bir risk yöneticisinin ülke riskini, korumacı tehditleri ve firmanın yurtdışındaki ürün ve/veya hizmetlerine olan talebi azaltabilecek siyasi ve ekonomik olaylar olarak tanımlaması; yabancı yatırımcının, yatırım yaptığı ülkenin ticari faaliyetlerini etkileyebilecek kamulaştırma riskinden, siyasi, sosyal, ekonomik ve vergisel şoklardan kaynaklı meydana gelen risk olarak tanımlaması ve bir ülke analistinin ülkelerin dış borcunun faizini ve amortismanını zamanında ödeme kabiliyetini ve istekliliğini etkileyen faktörler olarak tanımlaması buna örnek olarak verilebilmektedir (Gaillard, 2020: 1; Nordal, 2001: 197; Saini, and Bates, 1984: 342).

Ülke riski, bir coğrafi bölgede bulunan herhangi bir yatırımı veya yabancı işletmeyi etkileyen siyasi, ekonomik, sosyal ve kurumsal faktörlerden etkilenmekte (Iloie, 2015: 628); iktisadi, finansal, politik ve jeopolitik vb farklı bileşenlerden oluşmaktadır.

1.6.1. Ekonomik Risk

Bir ülkenin ekonomik riski, ulusal ekonomide, uluslararası bir ekonomik veya finansal işlemin sonucunu etkileyebilecek gelişmeleri ifade eder. Bir portföy yatırımı söz konusu olduğunda, yatırımın elde tutulduğu ülkedeki para biriminin değer kaybetmesi, tasarruf sahibinin anapara birimindeki yatırımdan elde edilen nakit akışlarının ve getirilerin değerini azaltacaktır. Doğrudan yabancı yatırım olması durumunda benzer şekilde, bir durgunluk veya ekonomik yavaşlama, nakit akışlarını ve ana şirkete olan getirileri azaltarak bir risk oluşturacaktır (Bouchet et.al, 2003: 43). Bununla ilintili olarak ekonomik risk, bir yatırımın karlılığını etkileyebilecek faiz ve döviz kurlarındaki gelişmeler gibi belirli bir ülkenin makroekonomik politikalarıyla da ilgili özellik

taşımaktadır. Örneğin, sağlam bir para politikası, düşük enflasyon ve işsizlik oranları ülke riskinin azalmasına katkıda bulunurken devletin ödemelerde temerrüde düşmesi, yüksek enflasyon, ekonomik kötü yönetim ve yolsuzluk gibi olumsuzluklar ülkenin ekonomik koşullarını istikrarsız hale getirerek riskin artmasına sebep olabilmektedir (Meschi, and Riccio, 2008: 259; Oetzel et.al, 2001: 130; Rothaermel et.al, 2006: 59).

Bir ülkenin ekonomik riski, ticari çıkarlara zarar veren iş ortamında ciddi değişikliklere yol açabilecek ekonomik güçlere işaret etmektedir. Burada, ekonomik kötü yönetim ve yolsuzluk, genellikle yüksek enflasyon, sermaye kaçıışı ve borç temerrüdü ile sonuçlanan artan ekonomik riskin başlıca nedenleri olarak görülmektedir (Rothaermel et.al, 2006: 59).

Ekonomik riskin belirlenmesi sonucu oluşturulacak istikrarlı bir para politikası tarafından desteklenen makroekonomik istikrar, ekonomik riski azaltır ve daha düşük enflasyona ve daha düşük reel faiz oranlarına yol açar. Bunun sonucunda insanların tasarruf etme isteğindeki artış ve girişimcilerin ülke ekonomisine yatırım yapma isteği ekonomik büyümeyi teşvik edecektir (Shapiro, 2013: 238).

1.6.2. Finansal Risk

Finansal risk, bir ülkenin finansal yükümlülüklerini yerine getirememe durumunu ifade etmektedir. Bir ekonominin borç faiz ve anapara ödemelerini karşılayacak kadar döviz üretme kabiliyeti finansal riskle ilişkilendirilmektedir (Bouchet et.al, 2003: 87).

Piyasa riski, kredi riski ve likidite riski olmak üzere çeşitli finansal risk türleri bulunmaktadır. Piyasa riski, Piyasada meydana gelen dalgalanmalardan dolayı yapılan yatırımın beklenildiği kadar kârla sonuçlanmamasına ilişkin risktir (Alkan, 2007: 89).

Kredi riski, bir sözleşme tarafının, üzerinde anlaşmaya varılan şartlara uygun olarak yükümlülüklerini yerine getirememe olasılığı olarak tanımlanmaktadır. Kredi riski ayrıca temerrüt riski, performans riski veya karşı taraf riski olarak da adlandırılmaktadır (Brown, and Moles, 2014: 2).

Likidite riski ise iki bileşenden oluşmaktadır. Bileşenlerden ilki, bir firmanın yükümlülüklerini, varlıklarının yetersizliği veya pasif karakterli likidite yaratma güçlüğü nedeniyle, zamanında karşılayacak likiditeye sahip olmaması ya da sürdürülemez bir

maliyetle karşılayabilmesi olarak tanımlanan fonlama likidite riskidir. Diğeri ise, firmanın yükümlülüklerini karşılayacak likiditeyi, yetersiz piyasa derinliği veya piyasa bozulması nedeniyle varlıkların gerçekleştirilememesiyle ilgili olan piyasa likidite riskidir (Akan, 2008: 68; Adalsteinsson, 2014: 25-26). Fonlama likidite riski, yeniden finansman zorlukları ve karşı taraf temerrüdü ile (iç ve piyasa çapındaki sorunlardan kaynaklanabilir) ortaya çıkmaktadır. Bu durum, finans kuruluşunun kısa vadeye doğru çok dengesiz repo-borç pozisyonlarından oluşan bir vade yapısına sahip olması durumunda özellikle şiddetli hale gelebilir. Büyük piyasa dalgalanmaları durumunda, likiditenin azalması likidite sıkıntısı durumuna neden olabilmektedir. Piyasa likidite riski ise, genellikle piyasa genelindeki büyük şokların ardından artan likidite sıkıntısı gibi bir piyasa senaryosunda karşı tarafın temerrüde düşmesinden kaynaklanmaktadır (Adalsteinsson, 2014: 26; Buraschi, and Menini, 2002: 282).

Finansal risk, reel ekonomi üzerinde çok ciddi bir etkiye sahip olup, yatırım, istihdam, üretim ve tüketimde keskin düşüslere neden olarak ekonomiyi uzun süreli bir durgunluğa sürüklemektedir (Wen et.al, 2022:2). Aynı zamanda finansal riski yüksek olan ülkelerin ani bir finansal krizle karşı karşıya kalma olasılığı daha yüksektir (Hayakawa, 2013: 61).

1.6.3. Politik Risk

Politik risk, borç verenlerin ve/veya yatırımcıların maruz kaldıkları, kredilerinin ve/veya belirli bir ülkedeki yatırımlarının, yani sermaye, temettü, faiz, ücret veya imtiyaz ücretlerinin o ülke tarafından yalnızca siyasi nedenlerle kısıtlanması riskidir (Krayenbuehl, 1985: 178).

Politik riskin, makro ve mikro olmak üzere iki türü bulunmaktadır. Makro-politik risk, tüm yabancı işletmeleri aynı genel şekilde etkileyen risktir. Kamulaştırma, özel işletmelere devletin el koyması ve sahiplerine çok az tazminat verilmesi, makro-politik riske bir örnektir. Mikro-politik risk ise ekonominin seçilmiş sektörlerini veya belirli yabancı işletmeleri etkileyen risktir. Bu riskler genellikle endüstri düzenlemesi, belirli ticari faaliyet türleri üzerindeki vergiler ve yerel içerik yasaları şeklindeki hükümet eylemlerinin bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır (Rugman et.al, 2006: 377-78).

Bir  lke, yatırım için geçerli olan ülkeye özgü kural ve düzenlemelere sahip siyasi bir varlıktır. Mülkiyet haklarını koruyan yasalar, bir hükümetin bu kural ve düzenlemeleri değiştirme istekliliği ve yeteneği politik riski belirleyen unsurlardır (Nordal, 2001: 199). Bununla ilintili olarak politik risk oluşturabilecek birçok faktör bulunmaktadır (Hoti, and McAleer, 2004: 541; Lessard, 1996: 53; 224; Solberg, 2002: 18):

i. Düşük kurumsal kalite ve politik istikrarsızlık nedeniyle yatırım getirilerinin zarar görmesi

ii. Savaşlar, i  ve dış çatışmalar, bölgesel anlaşmazlıklar, hükümet de i ikliklerine yol açan devrimler, politika duru undaki önemli de i ikler ve dünya çapındaki terör saldırıları gibi olaylar

iii. Sosyal faktörler; ideolojik farklılıklardan kaynaklanan i  huzursuzluk, eşitsiz gelir dağılımı ve dini çatışmalar

iv. Sosyal huzursuzluk ve düzensizliğin ticari faaliyetlerin genel olarak kesintiye uğraması

v. Etkin olmayan kolluk kuvvetlerinin mülkiyet ve kişiler için bir risk oluşturması sonucu i  yapma maliyetlerini, üretim, nakliye ve iletişimin verimliliğini büyük  l de etkilemesi

vii. Devletin yabancı şirketlere karşı düşmanca politika uygulamaları; mülke el koyma, para birimi dönüştürme kısıtlamaları ve ithalat engelleri

vii. Yerel yönetimlerin ekonomik ve düzenleyici politikaları hakkındaki belirsizlikler olarak sıralayabiliriz.

Ekonomik risk bir ülkenin ödeme gücünü ifade ederken, politik risk ise dış borcun geri ödenme isteklili ini ifade etmektedir (Solberg, 2002: 18). Sonuç olarak politik risk, hükümet ve kurumsal istikrar, sosyo ekonomik durum, yolsuzluğun düzeyi ve hükümetin doğrudan yabancı yatırıma karşı tutumu olarak ifade edilmektedir (Meschi, and Riccio, 2008: 259).

1.6.4. Jeopolitik Risk

Jeopolitik kavram olarak, uluslararası ve küresel boyutu olan coğrafi varlıkların kontrolü ve bu tür coğrafi varlıkların siyasi avantaj için kullanılması mücadelesi olarak tanımlanmaktadır (Flint, 2022: 35). Jeopolitik risk ise uluslararası ilişkilerin barışçıl seyrini etkileyen savaşlar, terörizm ve devletler ile siyasi aktörler arasındaki her türlü gerilim gibi olumsuz olayların tehdidi ve gerçekleşmesidir (Caldara, and Iacoviello, 2022: 4).

Jeopolitik olaylar hem yerel hem de küresel düzeyde ekonomik etkileşimlere girerek daha fazla şekillenmektedir. Dünya çapında terör olayları, yerel/bölgesel istikrarsızlık, siyasi sorunlar, enerji krizi, siyasi şiddet, karasal anlaşmazlıklar jeopolitik riskleri arttırmaktadır (Dogan et.al, 2021: 2).

Ekonomi literatüründe bir belirsizlik olarak ifade bulan jeopolitik risk, yatırım kararlarının kilit bir belirleyicisi ve nihai olarak uluslararası sermaye akışlarını etkileyen önemli bir faktördür (Feng et.al, 2022: 1).

Jeopolitik riskin oluşturduğu belirsizlik ekonomiyi istikrarsız hale getirerek dış finansman maliyetinin yükselmesine, firmaların nakit akışlarının ve getirilerinin artmasına; riskin etkisini hafifletmek için çaba sarf eden firmaları finansman kısıtlamasına zorlamaktadır (Lee, and Wang, 2021: 2). Bununla ilintili olarak, temerrüt olasılığının artmasına, kredi büyümesine ve karlılığı azaltan yatırımcı duyarlılığı dalgalanmalarına neden olur. Hem yatırımcılar hem de bankalar, artan jeopolitik risk dönemlerinde yatırımlarını kaybetme konusunda çok endişeli hale gelirler ve bu nedenle portföylerini yeniden düzenleme ihtiyacı duyarlar (Phan et.al, 2022:2). Belirsizliğin artması tüketicilerin, tüketimlerini ertelemelerine ve firmaların ihtiyati tasarruf güdüsü nedeniyle yatırımlarını ertelemelerine neden olabilmektedir (Cheng et.al, 2018: 2).

Teorik modellere göre, döviz kurlarının gerçek değerini büyük ölçüde beklentiler belirlemektedir. Jeopolitik risklerin para ve maliye politikasına ilişkin olumsuz beklentiler oluşturması döviz kurları üzerinde önemli etkiler meydana getirmekte bu da ticari gerilimlerin artmasına, GSYİH ve istihdam oranının istenmeyen yönde değişmesine neden olmaktadır (Gupta et. al, 2019: 516; Lee, and Wang, 2021: 2).

1.7. Ülke Riskini Etkileyen Faktörler ve CDS

Bu başlık altında ülke riskini etkileyen faktörler ve CDS primi kavramı ve türlerine değinilecektir.

1.7.1. Ülke Riskini Etkileyen Faktörler

Ülke riski, siyasi ve sosyal risklerden makro ve mikro ekonomik risklere kadar uluslararası yatırımlarda karşılaşılan belirli potansiyel zorluk kaynaklarını kapsamaktadır (Bouchet et. al, 2003:4). Bununla ilintili olarak ülke riskinin birçok ortak özelliği bulunmaktadır (Ramady, 2014: 223; Shapiro, 1985: 891):

- i. GSYİH'ya göre büyük bir devlet açığı.
- ii. Özellikle nispeten sabit bir döviz kuru ile birleştiğinde, yüksek bir parasal genişleme oranı.
- iii. Oldukça değişken ticaret hadleriyle birlikte yüksek kaldıraç.
- iv. Düşük getiri oranları sağlayan önemli hükümet harcamaları.
- v. Yüksek vergi oranları (tasarruf ve yatırım teşviklerini yok eder)
- vi. Hesap verebilirlik düzeyleri düşük olan büyük devlete ait şirketler.
- vii. Yaygın yolsuzluk, meşru ticari faaliyetler üzerinde büyük bir vergi görevi görür, gelişmeyi engeller, yabancı yatırımın cesaretini kırar ve toplumun temel dokusunu zayıflatır.
- viii. Devletin temel kurumlarının yokluğu; iyi işleyen bir hukuk sistemi, mali piyasaların ve kurumların güvenilir şekilde düzenlenmesi ve dürüst bir kamu hizmetinin mevcut olmaması
- ix. Fiyat kontrolleri, faiz oranı tavanları, ticaret kısıtlamaları ve ekonominin değişen nispi fiyatlara yumuşak bir şekilde uyum sağlamasının önünde hükümetin koyduğu diğer engeller.
- x. Kamu sektörü harcamaları yoluyla ulusun yaşam standardını korumak ve genişletmek için hükümetin sorumluluğunu kabul eden bir siyasi sistemdir.

Ülke riskini belirleyen faktörler farklı katagorilerde ele alınmaktadır. Politik risk faktörleri; hükümet istikrarı, sosyoekonomik koşullar, yatırım profili, dış çatışma, yolsuzluk, siyaset ordu ilişkisi, dinsel gerilim, kanun ve düzen, etnik gerginlikler, demokratik sorumluluklar, hükümet istikrarı ve bürokrasi kalitesinden oluşmaktadır. Bu faktörler, bir ülkenin siyasi istikrarını yansıtmaktadır. Finansal risk göstergeleri; GSYİH'nın yüzdesi olarak toplam dış borç, mal ve hizmet ihracatının yüzdesi olarak borç servisi ve cari işlemler hesabı, ithalatın yapıldığı aylar bazında net uluslararası likidite ve % değişim olarak döviz kuru istikrarıdır. Finansal riskin beş bileşeni; resmi ve ticari borç yükümlülüklerini finanse etme kabiliyetini gösterir. Ekonomik Risk faktörleri; kişi başına GSYİH, reel yıllık GSYİH büyümesi, yıllık enflasyon oranı, GSYİH'nın yüzdesi olarak bütçe dengesi, GSYİH'nın %'si olarak cari hesaptan oluşmaktadır. Ekonomik riskin beş bileşeni; ülkenin ekonomik gücünü ve zayıf yönlerinin değerlendirilmesine imkan vermektedir (PRS, 2022: 10-21).

Jeopolitik riski belirleyen faktörler; savaş tehditleri, barış tehditleri, askeri yapılar, nükleer tehditler, terör tehditleri, savaşın başlangıcı, artan savaş ve terör eylemlerinden oluşmaktadır. Jeopolitik riski belirleyen bu faktörler ülkenin dış tehditlere karşı savunmasızlığını yansıtmaktadır (Caldara, and Iacoviello, 2022).

Ülke riskini ölçmede kullanılan bir değişken olan CDS (kredi temerrüt takası) primi, yatırımcıların başvurdukları bir kalvuz niteliği taşımaktadır.

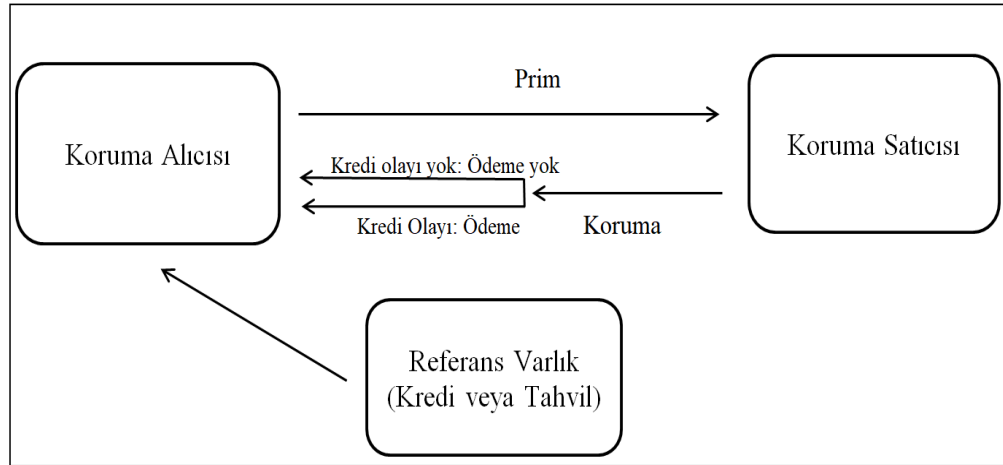
1.7.2. CDS Kavramı ve CDS Primi Türleri

Türkçeye kredi temerrüt takası şeklinde çevrilen credit default swap ifadesinden kısaltma olan CDS, bir alıcı ve bir satıcı arasında, sabit bir süre boyunca referans kuruluşun tahvili üzerindeki kayıplara karşı koruma sağlayan müzakere edilmiş finansal sözleşmedir. Sabit süre genellikle yıl olarak ölçülür ve tipik bir CDS beş yıldır. Referans varlık bir şirket veya hükümet olabilir, ancak varlığa dayalı menkul kıymet adı verilen teminatlandırılmış bir borç yükümlülüğü bonosu da olabilir. Kredi riskine karşı koruma elde etmek için koruma alıcısı, koruma satıcısına genellikle üç ayda bir olmak üzere düzenli primler öder. Primler, sözleşmenin itibari değeri ile orantılıdır (Augustin, 2014: 8; Callen et.al, 2009: 1365; Jarrow, 2011: 241). Bağımsız bir CDS sözleşmesi, iki taraf

arasında gelecekteki beklenmedik durumlara dayalı olarak nakit akışlarını değiş tokuş etmek için yapılan ikili bir tezgah üstü anlaşmadır (Dieckmann, and Plank, 2012: 906).

Şekil-1’de yansıtıldığı gibi CDS sözleşmelerinde çoğunlukla koruma alıcısı, koruma satıcısı ve sözleşmeye konu olan referans varlık olmak üzere üç taraf bulunmaktadır. Bir örnekle açıklarsak; borç için tahvil ihraç eden A Şirketine B Şirketi borç vermektedir. B Şirketi borcunun temerrüde düşme tehlikesine karşı C Şirketinden bir koruma satın alır. Bu durumda B Şirketine koruma alıcısı, C şirketine ise koruma satıcısı denilmektedir. B Şirketi koruma satın almasının bedeli olarak temerrüt gerçekleşene veya takas sözleşmesinin vadesi gelene kadar her dönemde C Şirketine sabit bir prim ödemeye devam eder. Bu prime CDS primi denilmektedir. A Şirketinin tahvili temerrüde düştüğünde yani bir kredi olayı gerçekleştiğinde, C Şirketi B Şirketine tahvili nominal değerinden satın alarak B şirketinin zararını karşılayacaktır. Herhangi bir kredi olayı meydana gelmezse, sözleşme vade sonunda sona erer (Longstaff, 2005: 2214; Norden, and Weber, 2004: 2814).

Şekil-1: Kredi Temerrüt Takasının Yapısı



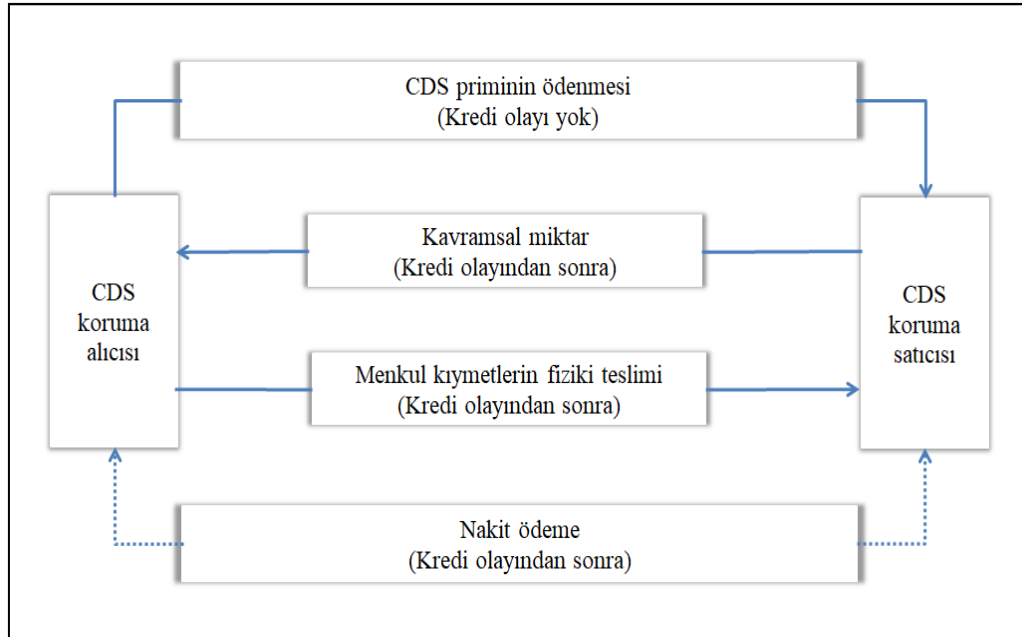
Kaynak: Weistroffer, 2009

Kredi olayı borcun temerrüde düşmesi sonucu gerçekleşmektedir. Bir kredi olayı, tipik olarak iflas, ödemede başarısızlık, referans varlığın yeniden yapılandırılması, inkar veya moratoryum gibi yasal olarak tanımlanmış olaydır (Callen et.al, 2009: 1365; O’Kane, and Turnbull, 2003: 1).

Şekil-2’de kredi olayının gerçekleşmesi sonucu meydana gelebilecek seçenekler yansıtılmaktadır. Kredi olayının gerçekleşmemesi sonucu sözleşme olağan seyrini tamamlamaktadır. Kredi olayı meydana geldiğinde ise sözleşme feshedilir ve koruma satıcısı, referans tahvili itibari değerinden satın almakla yükümlüdür (Amadei et.al, 2011: 6; Zhu, 2006: 212). Referans kuruluş sözleşmenin tarafı değildir ve alıcı veya satıcının bir CDS'e girmek için referans kuruluşun onayını alması gerekli değildir. Koruma satıcısı koruma alıcısının tazminini nakit ve fiziki olmak üzere iki şekilde gerçekleştirebilmektedir. Nakit ödemede, koruma alıcısı referans tahvile sahip değilse, tazminat, referans varlığın tahvilinin değeri ile nominal değeri arasındaki farka eşit bir götürü ödeme şeklindedir. Fiziki ödemede ise koruma alıcısı bonoyu elinde tutuyorsa, koruma alıcısı ya nakit farkını alır ya da referans varlığın bonosunu koruma satıcısına nominal değeri üzerinden teslim eder (Callen et.al, 2009: 1365).

Yüksek düzeyde, CDS ürünlerini, nakit akışlarının ve CDS değerinin türetildiği bir CDS’in altında yatan kredi riskinin kaynağına göre kategorize edilebilmektedir. Bu açıdan bakıldığında, tek isimli, çok isimli ve endeks olmak üzere üç ana CDS türü bulunmaktadır (Culp et.al, 2016: 3).

Şekil-2: CDS Priminde Kredinin Yapısı



Kaynak: European Central Bank, 2009.

Tek isimli CDS, belirli bir şirket veya ülke tarafından kredi olayı riskine karşı koruma sağlayan bir sözleşmedir. (Blanco et.al, 2005: 1-2). Yaygın biçimde kullanılan bu CDS'lerde nakit akışları ve değeri, bir şirket, devlet veya belediye gibi tek bir varlığın kredi kalitesine bağlıdır (Culp et.al, 2016: 3; Weistroffer, 2009: 7). Kurumların kredi risklerini değiş tokuş etmelerine olanak tanır ve kredi riskinin yönetimi için temel araçlardır (Jorion, and Zhang, 2007: 861).

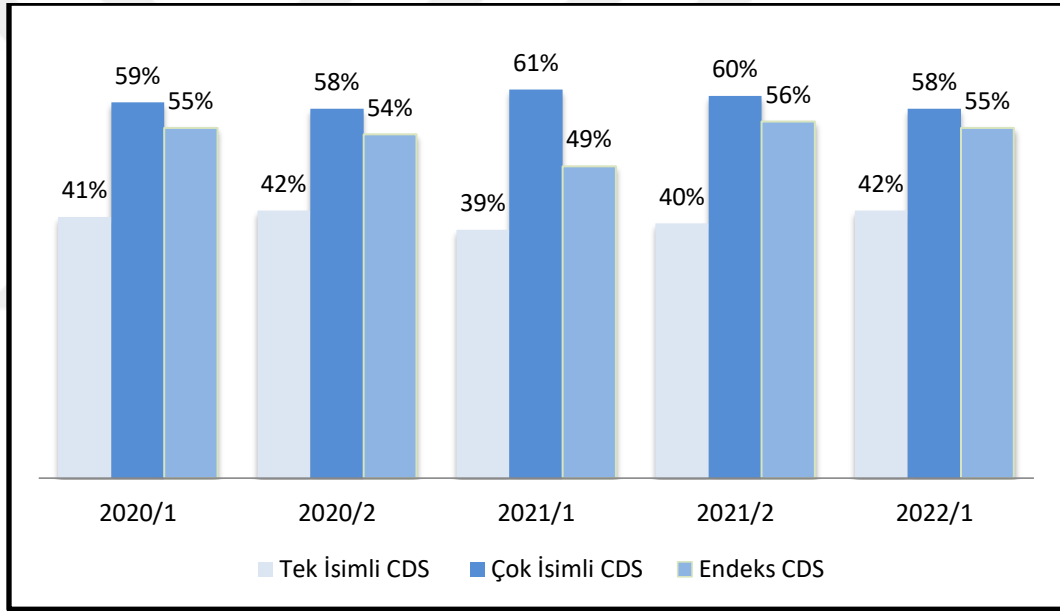
Belediyeleri, kamu iktisadi teşebbüslerini ("KİT'ler") veya diğer bireysel borçlanma senedi ihraççıları temel alan tek isimli CDS'ler için tanımlı bir kredi olayının gerçekleşmesi üzerine takas edilecek tam nakit akışlarını veya menkul kıymetleri belirleyen referans kuruluş yükümlülükleri genellikle tahvillerle sınırlıdır (Culp et.al, 2016: 15).

Çok isimli CDS, iki veya daha fazla referans isim tarafından ihraç edilen menkul kıymetler veya kredilerden oluşmaktadır. En temel özelliği, koruma satın alan kişinin ilgili referans portföyündeki varlıklar üzerindeki krediyle ilgili zararlarının tazmin edildiği bir sözleşme olmasıdır (Culp et.al, 2016: 4- 6). Bu CDS'ler, dayanak portföyün kredi riskini "dilimleyerek" çalışır. Dilimleme, farklı menkul kıymetlerin veya "dilimlerin" yapılandırıldığı bir mekanizmadır, böylece portföydeki herhangi bir temerrüt zararı belirli bir sırayla gerçekleşir. İlk temerrüt kayıpları, en riskli öz sermaye diliminden kaynaklanır. Bu kayıpların büyüklüğü öz kaynak diliminin nominal değerini aşarsa, kalan kayıplar ara dilim tarafından, hala kayıplar varsa kıdemli dilimler tarafından karşılanır. Örneğin, her birinin nominal değeri 1000 ABD Doları olan 100 tahvillik belirli bir sepete dayalı bir portföy CDS'i, koruma alıcısına 100.000 ABD Doları kadar koruma sağlar ve bu, 100 tahvilin tamamı temerrüde düştüğünde ödenir. Bu kredi türev sözleşmesinin riski, portföydeki kredilerin birlikte temerrüde düşme eğilimine duyarlı olmasıdır. Bu, varsayılan korelasyon olarak bilinir ve bu nedenle bu türevler, korelasyon ürünleri denilmektedir (O'Kane, 2008: 5).

Standart tek isimli CDS'lerin bulunduğu bir havuzdan oluşan endeks CDS, sahip olunan varlıkların temerrüt riskini kapsayan bir sigorta sözleşmesidir. Havuzdaki her bir varlık, endeks içindeki itibari miktardan eşit bir paya sahiptir. Endeks, tek bir firmadaki CDS gibi işlem görür. Temel fark, endekste koruma alan bir alıcının, endekste tüm

isimler için sabit oran adı verilen aynı primi ödemeye zımnen zorunlu olmasıdır. Ek olarak, endeks sözleşmeleri, uygun kredi olayı türlerini iflas veya ödememe ile sınırlandırır. Bir kredi olayı durumunda, işletme endeksten çıkarılır ve sözleşmenin nominal değeri 1/125, yani % 0,8 oranında azalır. Kredi olayı olmaması durumunda ise sözleşme vade sonuna kadar devam eder. Piyasada en fazla işlem gören endeksler ise, DJ CDX (Kuzey Amerika ve gelişmekte olan pazarlar için) ve DJ iTraxx (Avrupa ve Asya için)'tır (Amato, and Gyntelberg, 2005: 74-75; Avino, and Nneji, 2014: 262; European Central Bank, 2009: 9).

Grafik-6: CDS Priminin Türlerine Göre Dağılımı



Kaynak: BIS, 2023.

Grafik-6 incelendiğinde, kredi temerrüt takasının türleri arasında ortalama %59'luk bir payla en fazla tercih edilen tür çok isimli CDS'dir. İkinci sırada ortalama %53'lük bir oranla endeks CDS ve üçüncü sırada ise ortalama % 40'lık bir oranla tek isimli CDS yer almaktadır.

1.7.3. Bir Gösterge Olarak CDS

Ülke riski, borç piyasalarındaki getirilerin özelliklerini belirlediğinden, yatırımcıların, bankaların ve diğer finansal kurumların küresel borç portföylerinin riskini çeşitlendirme kabiliyetini doğrudan etkilemektedir. Bir ülkenin kredi riskinin niteliği,

hem onun küresel borç piyasalarına erişim kabiliyetini hem de sermaye elde etmek için ödemesi gereken risk primini etkilemektedir (Longstaff et.al, 2011: 1).

Kredi derecelendirme kuruluşları ülkelerin riskliliğini belirlemede sıklıkla kullanılmıştır. Fakat 1990'ların sonunda yaşanan Asya krizi süreci, kredi kuruluşlarına yönelik eleştiriler almasına neden olmuştur. Derecelendirme kuruluşları kriz sürecini değerlendirmede yavaş hareket etmişlerdir. Tayland, Endonezya ve Güney Kore gibi krizden en çok etkilenen ülkelerin notu, 1997 sonuna kadar, yani krizin başından itibaren 6 ay boyunca aynı seviyede tutulmuş; puan değişikliği bariz gecikme sonrasında ani bir düşüşle gerçekleştirilmiştir. Notların zamanından geç ve yüksek oranda düşürülmesi iktisadi/finansal krizin derinleşmesine ve yayılmasına sebep olmuştur (Bayraktutan ve Şensoy, 2020: 11). Aynı zamanda 2008 yılında krizi öngörememeleri sonucu kredi kuruluşlarına olan güven iyice sarsılmıştır. Kredi kuruluşlarının bu gibi eleştirilere maruz kalması yatırımcıları alternatif gösterge arayışına yönlendirmiş ve bu bağlamda CDS primi öncü göstergeler arasında yerini almıştır.

2009 krizi dünya çapında bankaların çökmesine neden olarak yerel yönetimleri finans sektörünü kurtarmak için borç ihracını hızlandırmaya zorlamıştır. Bu müdahale, ülke CDS primlerinin hızla yükselmesine neden olarak, ülkeler için borçlanmayı daha maliyetli hale getirmiştir. Finansman maliyetinin yüksek olması, borcun çevrilmesinde zorluklara yol açarak, ülkelerin yükümlülüklerini yerine getirememe riskini artırarak, temerrüde düşme riskini gerçek bir endişe kaynağı haline getirmiştir. CDS'ler gibi krediye duyarlı araçlar, ülke temerrütleri hakkındaki piyasa beklentisini ve bunun gibi potansiyel olarak yıkıcı olaylara karşı riskten kaçınmada önemli göstergeler olarak gündeme gelmiştir (Manzo, and Veronesi, 2016: 561).

Bir ülkenin CDS primi genellikle o ülkenin ülke kredi riskinin bir göstergesi olarak alınır (Blommestein et.al, 2016: 3). Prim, yatırımcıların ülke temerrüt riskine yönelik beklentilerini yansıtmakla birlikte bir borçlunun yükümlülüklerini yerine getirmeme olasılığının göreceli olarak değerlendirilmesine olanak tanımaktadır. CDS primlerindeki yükseliş ülke riskliliğinin arttığının bir göstergesidir. Ülkeler genellikle, pek çok yatırımcının, görünüşte benzer kredi riskine sahip derecelendirilmemiş menkul kıymetlere göre derecelendirilmiş menkul kıymetleri tercih ettiği uluslararası sermaye

piyasalarına erişimlerini kolaylaştırmak için genellikle risk primlerine bakarak hareket etmektedirler (Cantor, and Packer, 1995: 1).

Yatırımcılar, ülke borçlarının daha yüksek bir temerrüt olasılığı algılsa, riske karşı korunmak veya spekülasyon yapmak için daha yüksek bir prim ödemeye istekli olurlar ve bu da CDS primlerini daha yüksek seviyelere çıkarır (Pan et.al, 2021: 288).

Bir ülkenin temerrüt riski ne kadar yüksekse, CDS primi de o kadar büyük olmaktadır. Temerrüt olasılığı, CDS primlerinin yayılımından yola çıkılarak hesaplanabilmesi ve tahmin edilebilmesi ülke riskinin bir temsili olduğunu göstermektedir. Bu nedenle, CDS spreadinin nasıl belirleneceği önemli bir konu olmaktadır (Ho, 2016: 580).

İKİNCİ BÖLÜM: DÜNYADA RİSK DEĞERLENDİRMELERİ VE SERMAYE HAREKETLERİ

1970’lerde başlayan uluslararası sermaye hareketliliği, XIX. yüzyıldan beri iktisadi-finansal işleyişin temel bileşenlerinden biri olarak dikkat çekmekte; inişli-çıkışlı seyrine bağlı olarak aktüel tartışma konuları arasında yer almaktadır. Tasarruf eksikliği yaşayan gelişmekte olan ülkelerde uluslararası sermaye akımları, tamamlayıcı unsur olarak finansal piyasaların etkin gelişimi, düzenlenmesi ve serbestleştirilmesini gerekli kılmıştır. Ülkelerin sermaye çekebilmesi büyük oranda belirsizlik ve risk düzeyi düşük bir ekonomiye sahip olmalarını zorunlu kılmaktadır. Ülke riskine ve belirsizliğe neden olan unsurların tespit edilmesi iktisadi ortamın iyileştirilmesini sağlamaktadır. Bu bölümde, öncelikle ülke riskini değerlendiren kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi notları ve ülke riskini belirlemede ölçüt alınan CDS primi bakımından detaylar ve ülke örnekleri üzerinden değerlendirmeler yapılacaktır. Sonrasında dünyada sermaye hareketlerinin seyri ve yönelimleri tartışılacaktır.

2.1. Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Kredi Notları

Kredi notları ülkelerin ya da firmaların fon temini ve borçlanma maliyetleri yanında finansal sermaye hareketlerinin değerlendirilmesi bakımından önemlidir. Zira kredibilite ya da kredi notu değerlendirmelerinin doğrudan ve özellikle dolaylı yatırım faaliyetlerine ışık tutması beklenmektedir. Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sonucu kuruluşların yapmış olduğu değerlendirmelere ilginin artması, ülkelerin yatırım yapma ve yatırım çekme konusunda başvurdukları önemli bir yol gösterici kaynak olmalarını sağlamıştır (Bayraktutan ve Şensoy, 2022: 1-2).

Kredi derecelendirme kuruluşları arasında, Standard and Poor’s, Moody’s, Fitch ve JCR bulunmaktadır. Aşağıda bu kurumlar ve puanlama yaklaşımları tanıtılacaktır.

2.1.1. Standard and Poor’s

XIX. yüzyılın ortalarında başlayan demiryolu endüstrisinin, gelişmiş bölgelerden gelişmemiş bölgelere kadar Kuzey Amerika kıtasına yayılmasıyla, demiryolunun güçlü bir şekilde genişlemesi, bankaların ve doğrudan yatırımcıların sağlayabileceğinden çok daha yüksek bir sermaye talebini gerektirmiştir. Bununla ilintili olarak, demiryolu ve

diğer ticari kuruluşlar tahvil ihraç etmeye başlamış, yatırımcıların borçlular ve borçlanma araçları hakkında bilgi alma ihtiyacı duyduğu ortaya çıkmıştır. Bu doğrultuda American Railroad Journal'ın editörü Henry Varnum Poor, 1868'de demiryolu şirketlerinin mali bilgilerini içeren ve tahvil ihraç eden şirketler hakkında bağımsız bir ticari bilgi kaynağı olan "Amerika Birleşik Devletleri Demiryolları El Kitabı"nı yayınlamaya başlamış; 1941 yılında Standard İstatistik ve Poor's Publishing'in birleşmesiyle Standard and Poor's (S&P) kurulmuştur (Baresa et.al, 2012: 72-73).

Standard & Poor's, (S&P), şu göstergeleri dikkate alarak ülke risk değerlendirmelerini gerçekleştirmektedir (Elkhoury, 2008: 5): Siyasi risk (siyasi kurumların istikrarı, öngörülebilirliği ve şeffaflığı, kamu ve ulusal güvenlik, değişime ve uyum sağlamaya yatkınlık), gelir ve ekonomik yapı (mülkiyet haklarının kapsamı, kişi başına gsyh), ekonomik büyüme beklentileri (yaşam standardındaki değişiklikler, gelir dağılımı), mali esneklik (vergi gelirleri, giderleri ve bütçelerin dengelenmesinde geçmiş performans, açık finansman yöntemleri ve bunların enflasyona etkisi, büyüme dostu ve değiştirilebilme kolaylığına sahip vergi sistemi, harcamaların verimliliği), devlet borç yükü (devletin borcunu ne ölçüde ödeyebileceği ve yönetebileceği), bütçe dışı ve şarta bağlı yükümlülükler, mali olmayan kamu sektörü işletmelerinin büyüklüğü ve sağlığı, finans ve bankacılık sisteminin sağlığı), parasal istikrar (kredi trendleri, geçmiş ekonomik döngülerdeki fiyat davranışları, kamu sektörü borcunun düzeyi, para birimi ve vadesi, para ve kredi genişlemesi, merkez bankasının bağımsızlığı, döviz kuru rejiminin para politikasıyla uyumu, para politikası araçlarının kapsamı ve etkinliği, sermaye piyasalarının derinliği ve genişliği), dış likidite (mal ticaretinin, hizmetin, gelirin ve transferlerin yapısı, yatırımcı duyarlılığındaki değişikliklere karşı hassasiyet, resmi döviz rezervlerinin yüzdesi olarak brüt dış finansman), özel sektör borç yükleri (yerleşiklerin varlık ve yükümlülükleri), kamu sektörü borç yükü (kamu sektörü borçlarındaki eğilimler, şarta bağlı yükümlülükler, döviz rezervleri).

Tablo-2.1'de görüldüğü gibi, kuruluş ülke notlarını A ve D arasında harflendirerek değerlendirmektedir. En yüksek değer AAA, risksiz bir yatırım ortamının varlığını; en düşük değer olan D ise, sağlıklı bir yatırım ortamının olmadığını ifade etmek için kullanılmaktadır.

Tablo-2.1: S&P Derecelendirme Puanları

Düzey	Puan	Anlam
Yatırım Yapılabilir	AAA	Mali taahhütleri yerine getirmek için son derece güçlü kapasite
	A	
Spekülatif Derece	AA	Mali taahhütleri yerine getirmek için çok güçlü kapasite
	A	Mali taahhütleri yerine getirmek için güçlü kapasite; ancak olumsuz iktisadi koşullara ve koşullardaki değişikliklere bir şekilde duyarlı
	BBB	Mali taahhütleri yerine getirmek için yeterli kapasite; ancak daha çok olumsuz iktisadi koşullara tabi
	BBB -	En düşük yatırım derecesi
	BB +	Yatırım için en yüksek spekülatif not
	BB	Yakın vadede az da olsa savunmasız; ancak devam eden olumsuzlukla karşı karşıya; ticari, mali ve iktisadi koşullara ilişkin belirsizlikler
	B	Olumsuz ticari, mali ve iktisadi koşullara karşı daha savunmasız; ancak şu anda mali taahhütleri yerine getirme kapasitesine sahip
	CCC	Şu anda savunmasız ve mali taahhütleri yerine getirmek için elverişli ticari, mali ve iktisadi koşullara bağımlı
	CC	Son derece savunmasız; varsayılan henüz gerçekleşmedi, ancak sanal bir kesinlik olması bekleniyor
	C	Şu anda ödeme yapılmamasına karşı oldukça savunmasız ve toparlanmanın, daha yüksek derecelendirilmiş yükümlülerden daha düşük olması beklenmektedir.
	D	Mali bir taahhütte ödeme temerrüdü veya bir taahhüdün ihlali; ayrıca bir iflas başvurusu veya benzer bir işlem yapıldığında da kullanılır.

Kaynak: S&P, 2023.

2.1.2. Moddy's

John Moody tarafından girişimci ve yatırımcılara yardımcı olma amacıyla 1900 yılında kurulan ve demiryolları şirketlerini ve tedavüldeki menkul kıymetlerin analizini içeren Moody's Endüstriyel ve Çeşitli Menkul Kıymetler El Kitabı'nı yayınlamaya başlayan (Moddy's, 2023) Moody's, derecelendirmelerini uzun ve kısa vadeli olarak

gerçekleştirmektedir. Uzun dönem değerlendirmelerini, orijinal vadesi bir yıl veya daha uzun olan sabit getirili borçların göreceli kredi riskine ilişkin görüşleri ifade etmektedir. Finansal bir yükümlülüğün söz verildiği gibi yerine getirilmeme olasılığını; hem temerrüt riskini hem de temerrüt durumunda maruz kalınan her türlü mali zararı yansıtmaktadır (Bayraktutan ve Şensoy, 2022: 8).

Moody's ülke derecelendirmesine, ekonomik güç, kurumlar ve yönetim gücü mali güç, politik risk, devlet likidite riski, bankacılık sektörü riski ve dış güvenlik açığı riskinin bileşiminden oluşan olay riskine duyarlık faktörleriyle uygulamış olduğu nicel ve nitel analizler sonucunda karar vermektedir (Moody's, 2023).

Tablo-2.2: Moody's Uzun Dönem Derecelendirmeleri

Puan	Anlam
Aaa	En düşük riske tabi; en yüksek kalite
Aa	Çok düşük riske tabi; yüksek kalite
A	Üst-orta kalite ve düşük risk
Baa	Orta kalite ve orta derecede riske tabi; bu nedenle belirli spekülasyon özelliklerine sahip olabilir.
Ba	Spekülasyon; önemli kredi riskine tabi
B	Spekülasyon olarak kabul edilir ve yüksek kredi riskine tabidir.
Caa	Spekülasyon olarak değerlendirilir ve çok yüksek kredi riskine tabidir
Ca	Oldukça spekülasyon; borçlu temerrüde düşmüş veya düşmek üzeredir; anapara ve faizin bir miktar geri kazanılması ihtimali vardır.
C	En düşük kalite temerrüt hali; anapara veya faizin geri kazanılması için çok az olasılık vardır.

Kaynak: Moody's, 2023.

Tablo-2.2'de görülen uzun vadeli derecelendirmeler, orijinal vadesi 11 ay veya daha fazla olan ihraççılara veya yükümlülükler dayanmaktadır. Tablo- 2.3'te gösterilen kısa dönem derecelendirmeler, orijinal vadesi 13 aya kadar veya daha kısa olan yükümlülükler atanır. Her iki dönem derecelendirmeleri de hem sözleşmeden doğan

finansal yükümlülüklerin temerrüde düşme veya değer düşüklüğüne uğrama olasılığını hem de bu durumunun gerçekleşmesi sonucu uğranması beklenen mali zararı yansıtmaktadır.

Tablo-2.3: Moody's'in Kısa Dönem Derecelendirmeleri

Puan	Anlam
Prime-1	Kısa vadeli borç yükümlülüklerini geri ödeme konusunda üstün bir yeteneğe sahiptir.
Prime-2	Kısa vadeli borç yükümlülüklerini geri ödeme konusunda güçlü bir yeteneğe sahiptir.
Prime-3	Kısa vadeli yükümlülükleri geri ödeme konusunda kabul edilebilir bir yeteneğe sahiptir.
NP	Üst düzey derecelendirme kategorilerinin hiçbirine girmez.

Kaynak: Moody's, 2023.

Moody's ülke risk değerlendirmelerini, ekonomik yapı ve performans(gsyih, enflasyon, nüfus, kişi başına düşen gsmh, işsizlik, ithalat ve ihracat), mali göstergeler (devlet gelirleri, harcamaları, dengesi ve borcunun tamamı gsyh'nin yüzdesi olarak), dış ödemeler ve borç (döviz kuru, işçilik maliyetleri, cari hesap, döviz borcu ve borç servis oranı), parasal ve likidite faktörleri (kısa vadeli faiz oranları, yurt içi kredi, m2/döviz rezervleri, vadesi gelen borçlar/döviz rezervleri, banka yükümlülükleri/banka varlıkları) ışığında gerçekleştirmektedir (Setty, and Dodd, 2003: 5).

1.1.3. Fitch

Fitch, New York'ta John Knowles Fitch, Henry P. Clancy ve Fabian Levy adlı üç yatırımcı tarafından kurulmuştur. Yayın hayatına, doğrudan yatırımcılara sunulan, kullanıcı dostu tahvil verilerinin bir özeti olan Fitch Tahvil Kitabıyla başlamıştır. Bu kitap “Fitch Yatırımcılar Hizmeti” olarak da bilinmektedir (Fitch, 2023).

Fitch Ratings, bir kuruluşun finansal taahhütleri yerine getirme konusundaki göreceli kabiliyeti veya yükümlülüğü hakkında ileriye dönük görüşler olarak ifade edilen kredi notlarını yayınlar. Bu değerlendirmeler; şirketlere, bağımsız kuruluşlara,

bankalara, finansal kiralama şirketleri ve sigortacılar gibi finansal kurumlara ve kamu finansmanı kuruluşlarına verilmektedir (Fitch, 2023).

Fitch'in kredi değerlendirmede kullandığı not ölçeği, AAA ila BBB (yatırım yapılabilir seviye) ve 'BB' ila 'D' (spekülatif not) kategorileri kullanılarak ifade edilir ve göreceli farklılıkları gösteren AA ila CCC seviyeleri için ek bir +/- temerrüt veya kurtarma olasılığını ifade eder. Fitch kredi notları, Tablo-2.4 ve Tablo-2.5'te görüldüğü gibi, uzun vadeli veya kısa vadeli olarak belirlenmektedir. Uzun vadeli derecelendirmeler, belirtilen "AAA" ila "D" ölçeğini kullanır.

Tablo-2.4: Fitch Uzun Dönem Derecelendirme Notları

Puan	Anlam
AAA	En yüksek derecelendirmeyi gösterir. En düşük temerrüt riski beklentisine sahip ihraççılara veya yükümlülüklerle verilir.
AA	Çok düşük seviyede temerrüt riski beklentilerini ifade eder. Temerrüt riski, en yüksek puanlı ihraççılar veya yükümlülüklerinden yalnızca biraz fazladır.
A	Düşük düzeyde temerrüt riski beklentilerini ifade eder.
BBB	Orta düzeyde bir temerrüt riskini belirtir.
BB	Yüksek bir temerrüt riskini belirtir.
B	Önemli ölçüde yüksek bir temerrüt riski düzeyini gösterir.
CCC	Çok yüksek düzeyde bir temerrüt riskini belirtir.
CC	En yüksek seviyeler arasında olduğunu belirtir.
C	Temerrüt veya temerrüde benzer bir süreç başlamıştır veya geri ödeme kapasitesi geri alınamaz şekilde bozulmuştur.
RD	Kısıtlanmış temerrüt. Mali yükümlülükler üzerinde temerrüde düşmüş, bir ödeme temerrüdü yaşayan ancak iflas başvurusu veya diğer resmi tasfiye prosedürleri ve başka şekilde işi durdurulmamış yükümlü.
D	İflas başvurusu, resmi tasfiye prosedürlerine giren veya başka şekilde işi durdurulan yükümlü.

Kaynak: Fitch, 2023.

Uzun dönemli değerlendirmede AAA'dan BBB'ye kadar olan notlar yatırım yapılabilir seviyeyi gösterirken BB spekülasyon ve daha aşağısı ise aşırı spekülasyon seviyeyi ifade etmektedir. Yatırım yapılabilir kategorileri, nispeten düşük ila orta kredi riskini gösterirken, spekülasyon kategorilerdeki derecelendirmeler, ya daha yüksek bir kredi riskinin ya da zaten bir temerrüdün meydana geldiğinin sinyalini vermektedir (Fitch, 2023).

Tablo-2.5: Fitch Kısa Dönem Derecelendirme Notları

Puan	Anlam
F1	Mali taahhütlerin zamanında ödenmesi için en güçlü kapasiteyi gösterir. Bu derecelendirme, en düşük temerrüt riskine işaret eder. Likidite profilinin özellikle güçlü olduğu durumlarda, atanan nota bir "+" eklenir.
F2	Mali taahhütlerin zamanında ödenmesi için iyi bir kapasite gösterir. Bununla birlikte, güvenlik marjı, daha yüksek derecelendirmelerde olduğu kadar büyük değildir.
F3	Mali taahhütlerin zamanında ödenmesi için yeterli kapasiteyi gösterir.
B	Mali taahhütlerin zamanında ödenmesi için belirsiz bir kapasiteyi gösterir.
C	Mali taahhütlerin zamanında ödenmesi için oldukça belirsiz bir kapasiteyi gösterir.
RD	Kısıtlı temerrüt: Diğer finansal yükümlülüklerini yerine getirmeye devam etmesine rağmen, bir veya daha fazla finansal taahhüdünde temerrüde düşen bir kuruluşu gösterir. Yalnızca kuruluş derecelendirmeleri için geçerlidir.
D	Bir kuruluş için geniş tabanlı temerrüt olayını veya kısa vadeli bir yükümlülüğün temerrüdünü belirtir.

Kaynak: Fitch, 2023.

Kısa vadeli derecelendirme ölçeği "F1+" ila "F3", "B", "C" ve "D/RD" şeklindedir. "D" ve "RD" derecelendirmeleri, hem uzun hem de kısa vadeli derecelendirmeler için kullanılmaktadır. Fitch'in derecelendirme analizi, uzun vadeli derecelendirme ufkunu dikkate alır ve bu nedenle hem kısa vadeli hem de uzun vadeli temel derecelendirme etkenlerini de dikkate almaktadır (Fitch, 2023).

Fitch,  lke risk derecelendirmelerinde, ülke yetkililerine ülkeye özgü sorular soracak şekilde anketler hazırlamaktadır. Bu çalışmayı yapmasındaki amaç, görüşmelerin yürütülmesi için temel olarak kullanılan, kamuya açık olmayan hassas verileri elde edebilmektir. Sonrasında kamu verilerini inceleyerek: maliye politikası ve uygulama, demografi, cari hesap, ekonominin açıklığı,  oklara dayanma yeteneği ve siyasi kurumların istikrarını incelemesi neticesinde, temerrüde d  meye yakın durumlara dayalı temel sıkıntı göstergelerini oluşturmak için verileri kullanır ve ardından göstergeleri, devlet borçluları için puanlar üreten bir risk modeline dahil eder. Fitch, ekonomik riskin yanı sıra politik riski de i  ve dış çatışmalar açısından incelemektedir (Setty, and Dodd, 2003: 5).

1.1.4. Japonya Kredi Derecelendirme Ajansı

Japonya Kredi Derecelendirme Ajansı (JCR), 1 Nisan 1985 tarihinde Japonya’da kurulmuştur. Yen cinsinden yabancı tahviller için ücret bazlı derecelendirme ile yayın hayatına ba lamı  ve ilerleyen zamanlarda ülke derecelendirmeleri ile gelişimine devam etmiştir. JCR’de, bir borçlunun yükümlülüklerini yerine getirme konusundaki s rekliiliği hakkında bilgi sağlayan bir derecelendirmeye uzun vadeli ihraççı notu denilmektedir. Kuruluşun derecelendirmesinde temel dayanak noktası borçlunun kredi gücüdür (temerrüde düğüme olasılığı). JCR derecelendirme kodları, bu tür bir temerrüdün meydana gelme olasılığının seviyesini gösterir. Alacaklı için, borçlunun iflas etmesi durumunda geri alma olasılığı da önemli bir ilgi konusudur. Münferit yükümlülükler arasında geri alma olasılığında, yatırımcılar arasında tedbir talep etme noktasına varan bir tutarsızlık olduğunda, JCR’nin bir çentik farkı (bir veya iki çentiğin üstünde veya altında, bazen daha fazla) atadığı durumlar olabilmektedir (JCR, 2023).

JCR, borçlunun kredi gücü seviyesi (uzun vadeli ihraççı derecelendirmesine dayalı olarak), borçlunun mali yapısı, derecelendirilen yükümlülüğün ilgili sözleşmeye dayalı konumunu dikkate alarak bu üç faktörün analizi doğrultusunda değerlendirme yapmaktadır. Borçlunun kredi gücü temerrüde düğüme olasılığıyla ölçülmektedir. Borçlunun mali yapısı genel olarak borcun büyüklüğü ve geri ödeme yeterliliğini yansıtmaktadır (JCR, 2023).

JCR, notları bir yıldan uzun vadeli yükümlülükler için kullanılan uzun vadeli notlar ve bir yıl içindeki yükümlülükler için kullanılan kısa vadeli notlar olarak ikiye ayırır ve her bir derecelendirme için farklı semboller kullanır (JCR, 2023). Tablo-2.6’da gösterilen uzun vadeli notlar, orta ve uzun vadeli yükümlülüklerin yerine getirilmesinin kesinliğini göstermektedir. AAA’dan BBB’ye olan notlar mali yükümlülüklerin yerine getirileceğine dair bir kesinlik arz ederken BB yükümlülüklerin yerine getirilmesiyle birlikte sıkıntılı bir durumun söz konusu olduğunu daha aşağıdaki puanlar ise temerrüt riskinin arttığını ifade etmektedir.

Tablo-2.6: JCR Uzun Dönem Derecelendirme Notları

Puan	Anlam
AAA	En yüksek derecelendirmeyi gösterir. Bir borçlunun mali yükümlülüklerini yerine getirme konusundaki en yüksek kesinlik düzeyini ifade eder.
AA	Çok düşük seviyede temerrüt riski beklentilerini ifade eder. Mali yükümlülükleri yerine getirmek için çok yüksek bir kesinlik düzeyine sahiptir.
A	Düşük düzeyde temerrüt riski beklentilerini ifade eder. Mali yükümlülükleri yerine getirmek için yüksek düzeyde kesinlik anlamına gelir.
BBB	Mali yükümlülükleri yerine getirmek için yeterli bir kesinlik düzeyi olmasına rağmen, bu kesinliğin gelecekte daha yüksek derecelendirme kategorilerine göre azalması muhtemeldir.
BB	Mali yükümlülükleri yerine getirme konusundaki kesinlik düzeyi şu anda sorunlu görülme de, bu kesinlik gelecekte de devam etmeyebilir.
B	Mali yükümlülükleri yerine getirmek için düşük düzeyde bir kesinlik, endişe nedeni sayılır.
CCC	Mali yükümlülüklerin yerine getirileceğine dair belirsizlik faktörleri vardır ve temerrüde düşme olasılığı vardır.
CC	Yüksek temerrüt riski
C	Çok yüksek temerrüt riski
D	JCR, yükümlülüğün temerrüde düştüğüne karar verir.

Kaynak: JCR, 2023.

JCR, kısa vadeli notları belirlerken, tıpkı uzun vadeli notlarda olduğu gibi, borçlunun koşullarına ve iş ortamına ilişkin üç yıllık bir görünüm oluşturur. Bu nedenle, orta ve uzun vadeli kredi gücünün değerlendirilmesi, JCR'nin kısa vadeli notlarını belirlemesinin temelini oluşturur. Sonuç olarak, aşağıdaki tabloda gösterildiği gibi, kısa vadeli notlar ile uzun vadeli notlar arasında bazı benzerlikler vardır (JCR, 2023).

Tablo-2.7’de ifade edilen kısa vadeli notlar, normalde bir yıl içinde olan kısa vadeli yükümlülüklerin kesinliğini gösterir. Ancak aynı zamanda, kısa vadeli kredi gücü orta ve uzun vadeli kredi gücünden ayrılamaz. Örneğin, borçlunun orta ve uzun vadeli yükümlülüklerini ifa etmesinin kesinlik derecesini öngören bir görünüm, borçlunun müşterilerle ve bankalarla olan ilişkisinin doğrudan etkilendiği kısa vadeli fonlamayı da önemli ölçüde etkileyecektir.

Tablo-2.7: JCR Kısa Dönem Derecelendirme Notları

Puan	Anlam
J-1	Bir borçlunun kısa vadeli mali yükümlülüklerini yerine getirme konusundaki en yüksek kesinliği. Bu derecelendirme kategorisinde, kesinliği özellikle yüksek olan yükümlülükler J-1+ sembolü ile gösterilir.
J-2	Kısa vadeli finansal yükümlülükleri yerine getirmek için yüksek düzeyde kesinlik, ancak J-1'den biraz daha azdır.
J-3	Bir borçlunun kısa vadeli mali yükümlülüklerini yerine getirme konusunda yeterli düzeyde kesinlik, ancak koşullardaki olumsuz değişikliklere duyarlıdır.
NJ	Bir borçlunun kısa vadeli mali yükümlülüklerini yerine getirme kesinliği, üst sıradaki kategorilere göre daha azdır.
LD	JCR, bir borçlunun üzerinde anlaşmaya varılan finansal yükümlülüklerin bir kısmını yerine getirmemesine karşın, üzerinde anlaşmaya varılan diğer tüm finansal yükümlülüklerini yerine getirdiğine karar verir.
D	JCR, tüm mali yükümlülüklerin fiilen temerrüde düştüğüne karar verir.

Kaynak: JCR, 2023.

JCR ülke notunun nesnelliğini ve doğruluğunu artırmak için hem niceliksel hem de niteliksel değerlendirme adımlarını kapsayan Devlet Değerlendirme Sistemini kullanmaktadır. Bir devletin borç yükümlülüklerini yerine getirme yeteneği ve isteği değerlendirilirken yedi faktör dikkate alınır (JCR, 2023): Mali taban, devletin mali

tabanının sağlamlığı; borç ödeme kapasitesini doğrudan etkilemesi nedeniyle son derece önemlidir. Dış şoklara karşı dayanıklılık, bir ũlkenin özel sektşrın borşları da dahil olmak ũzere dış borşlarını geri ödeme kapasitesini değerlendirmede bir gşsterge olarak kritik öneme sahiptir. Ekonomik temel, sürdürülebilir büyüme yoluyla hükümet için vergi ve diğer finansman kaynaklarının istikrarını ve genişlemesini sağlar. Sosyal ve politik temeller, sürdürülebilir büyüme yoluyla hükümet için vergi ve diğer finansman kaynaklarının istikrarını ve genişlemesini sağlar. Finansal sistem, ekonomik büyüme için ihtiyaç duyulan sermayenin sağlanması hayati bir rol üstlenmektedir. Ekonomi politikaları, uygun ekonomi politikalarının uygulanmasının, yukarıdaki faktörlerin istikrara kavuşturulması yoluyla ekonomik büyümenin sürdürülebilirliğini artıracakı düşünölmektedir. Uluslararası ilişkiler, bir ũlkenin uluslararası ekonomik faaliyetlerini istikrarlı bir şekilde yürütebileceği bir ortama sahip olup olmadığı ışığında değerlendirilir. Bu faktörlerin yanında JCR, geşmiş performanslarına dayanarak devletin borç yükümlölüklerini yerine getirme istekliliğini ve onu etkileyebilecek faktörleri de dikkate almaktadır.

2.2. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına Yşneltelen Eleştiriler

Kredi derecelendirme kuruluşları ekonomik aktşrlere yatırım konusunda kılavuz görevi görüyor olmasına karşın değerlendirmeleri sonucu birçok krize sebep olmaları nedeniyle eleştirilmektedirler. Finansal derecelendirme sektřrđ hem ABD'de hem de dünya çapında Standard & Poor's ve Moody's'in hâkimiyeti altındadır. Bu kurumların ihraççılardan ciddi ücretler talep edebildiği bir ikili veya en iyi ihtimalle, Fitch dahil edilirse bir oligopol oluşturmaktadırlar. Borç ihraç etmek için normalde iki derecelendirmeye ihtiyaç duyulmasından dolayı, iki büyük firma birbiriyle rekabet etmemektedir. Düşük kaliteli varlıklara, özellikle de riskli ipoteklere dayalı olanlara verilen yüksek notlar, krizde patlayan kredi piyasası balonlarına katkıda bulunduğu için dünya çapındaki otoriteler tarafından eleştirilmişlerdir (Rayn, 2013: 10).

1997 ve 1998 yıllarında pek şok gözlemci, derecelendirme kuruluşlarının piyasaları Doğu Asya krizine karşı önleyici şekilde uyarma konusunda başarısız olduğuına dikkat çekmiştir. Uluslararası finans kuruluşları oybirliğiyle derecelendirme kuruluşlarını Doğu Asya krizini öngörememekten sorumlu tutmuşlardır. ũlkelerin

değerlendirmelerini krizden sonra yapmaları büyük tepkilere yol açmıştır. Krizin iyice büyümesiyle derecelendirme kuruluşları Endonezya, Kore ve Tayland'ın notlarını yatırım yapılabilir seviyenin altına düşürmüştür. Doğu Asya'daki kriz ülkelerinin notunu, bu ülkelerin ekonomik temellerindeki kötüleşmenin haklı gösterebileceğinden daha fazla düşürmüşlerdir. Derecelendirme kuruluşlarının bu tür eylemleri, bu ülkeler için yurt dışından borçlanmanın maliyetini aşırı derecede arttırmış ve uluslararası sermaye arzının buharlaşmasına neden olmuştur. Buna karşılık, hak edilenden düşük notlar, Doğu Asya krizinin büyümesine neden olmuştur. Aynı zamanda derecelendirme kuruluşlarının, hem kriz öncesi notlarında hem de kriz sonrası not düşüşlerinde yansıyan ekonomik temellerden ziyade niteliksel kararlarına daha fazla ağırlık verdiklerini, dolayısıyla derecelendirme atamasının döngüsel doğasını sergilediğini göstermektedir (Ferri et.al, 1999: 336).

Kredi kuruluşlarının ABD'nin büyük şirketlerinden ENRON için 2001 yılında yapmış oldukları yüksek değerlendirmelerin ardından iflas etmesi kurumlara olan güveni sarsmıştır (Partnoy, 2017: 1410). Benzer şekilde 2008 yılında kredi derecelendirme kuruluşlarının vermiş olduğu yüksek dereceli tahvillerin birkaç ay gibi kısa bir süre içerisinde çöp durumuna düşmesi sonucu küresel mali sistemi karmaşaya sürükleyerek ekonomik gerilemeyi hızlandırmıştır. Kriz, ekonomik aktivitede ciddi bir düşüşe, uzun süreli bir durgunluğa, büyük firmaların iflasına ve dünya çapındaki hükümetler için ciddi ve devam eden zorluklara yol açan bir dereceye kadar belirsizliğe katkıda bulunmuştur (Scalet, and Kelly, 2012: 477).

2.3. Kredi Notlarının Değerlendirilmesi ve Makroekonomik Göstergeler

Kredi notları, bir ülkenin riskliliğinin değerlendirilmesi bağlamında fikir sunmaktadır. Kredi kuruluşları puanlarını ekonomik, finansal ve siyasi değişkenler ışığında değerlendirmektedirler. Ülkelerin kredi değerlendirmeleri beş temel faktöre dayanmaktadır (Dimitrijevic et.al, 2011: 4):

- i. Kurumsal etkinlik ve politik istikrar
- ii. İktisadi yapı ve büyüme beklentileri
- iii. Dış likidite ve uluslararası yatırım pozisyonu
- iv. Mali performans ve esneklik ile borç yükünün seyri

v. Para politikası duruşu ve gelişmeler

Kredi derecelendirme kuruluşlarının değerlendirmelerinde başvurdukları iktisadi ve siyasi göstergeler ülke karşılaştırmaları ve derecelendirme kuruluşlarının nesnelliğinin izlenmesi için yol gösterici olmaktadır. Tablo-2.8’de verileri üzerinden analiz yapılacak olan örnekleme oluşturan ülkelerin kredi notları ve iktisadi değişkenler yer almaktadır.

Kredi notu A düzeyinde olan üç ülkenin makroekonomik göstergeleri incelendiğinde, %5,2 büyüme oranıyla ilk sırada Çin, ikinci sırada Malezya ve son olarak Güney Kore gelmektedir. Kamu borcunun GSYH’ya oranı bakımından en iyi olan ülke % 49.8 ile Güney Kore’dir. Malezya ve Çin onu takip etmektedir. Cari açığın GSYH’ya oranı bağlamında %2,7 ile Malezya ve Çin ilk sırada yer almaktadır. Enflasyon oranları incelendiğinde, %0,4 ile ilk sıradaki Çin’i, Malezya ve Güney Kore takip etmektedir. İşsizlik oranları bağlamında %2,7 ile en iyi durumda olan Güney Kore’yi, Malezya ve Çin takip etmektedir. Son olarak, politika faiz oranı incelendiğinde, %3 ile en iyi performansı Malezya sergilemekte; Çin ve Güney Kore takip etmektedir. Özetle, seçilen temel iktisadi değişkenler bakımından kredi notu A olan ülkelerin, kredi notlarını hak eden verilere sahip oldukları; ancak Tayland’ın A düzeyinde değerlendirilmiş ülkelerin bazılarında iktisadi anlamda daha iyi performans göstermesine rağmen B kategorisinde puanlandığı gözlenmektedir.

BBB kategorisindeki ülkelerin iktisadi göstergeleri incelendiğinde, büyüme oranı en yüksek olan iki ülke %5,5 ile Filipinler’i sırasıyla Endonezya, Meksika ve Tayland takip etmektedir. Kamu borcunun GSYH’ya oranı, %39,3 ile en iyi durumdaki Endonezya’yı, sırasıyla Meksika, Filipinler ve Tayland takip etmektedir. Cari açığın GSYH’ya oranı bağlamında, %-0,2 ile Tayland’ı Endonezya, Filipinler ve Meksika takip etmektedir. Enflasyon oranı en düşük olan ülke % 1,8 ile Tayland’dır. Bu ülkeyi, sırasıyla Meksika, Filipinler ve Endonezya izlemektedir. İşsizlik oranı bakımından, %1,01 ile en iyi durumdaki Tayland’ı, sırasıyla Meksika, Filipinler ve Endonezya takip etmektedir. Politika faiz oranı, Tayland’da %2,5’tir. Ülkeyi sırasıyla, Endonezya, Filipinler ve Meksika takip etmektedir. BBB kredi notuna sahip ülkeler içinde Tayland, Endonezya ve Meksika daha iyi durumdadır. Ancak, Endonezya ve Meksika iktisadi

göstergeler açısından Filipinler'den daha iyi durumda olmasına rağmen Filipinler'in yatırım yapılabilirlik seviyesinin daha yüksek biçimde değerlendirildiği ve bunun kredi puanı-iktisadi performans bağlantısına ilişkin eleştirileri desteklediği söylenebilir.

Tablo-2.8: Makro Ekonomik Göstergeler ve Kredi Notları (2023)

Ülke	S&P	Fitch	Moody's	Büyüme Oranı	Kamu Borcu/ GSYH	Cari Hesap/ GSYH	Enflasyon Oranı	İşsizlik Oranı	Politika Faizi
Güney Kore	AA	AA-	Aa2	1.4	49.8	1.3	3.6	2.7	3.5
Çin	A+	A+	A1	5.2	79.05	1.5	0.4	5.1	3.45
Malezya	A-	BBB+	A3	3.2	58.05	2.7	2.7	3.3	3
Tayland	BBB+	BBB+	Baa1	1.9	61.98	-0.2	1.8	1.01	2.5
Filipinler	BBB+	BBB	Baa2	5.5	60.1	-1.3	6.4	4.1	6.5
Endonezya	BBB	BBB	Baa2	5.1	39.3	-0.3	8.1	4.82	6
Meksika	BBB	BBB-	Baa2	3.2	49.1	-1.5	5.8	2.8	11.25
Kolombiya	BB+	BB+	Baa2	0.7	64.3	-2.7	12.1	10.3	13.25
Brezilya	BB	Ba2	Ba2	2.9	74.42	-1.42	4.7	6.9	11.75
Güney Afrika	BB-	Ba2	BB-	0.7	72.2	-1.6	6.1	32.9	8.25
Türkiye	B+	B+	B3	4.5	29.5	-4	53.4	8.4	42.5
Arjantin	CCC- ↓	Ca	C	-1.5	88.4	-0.6	110.4	7.7	100
Rusya	CC	C	Ca	3.4	14.9	2.5	6.3	2.4	16

Kaynak: Tradingeconomics, 2024.

BB ve altı puan alan ülkenin makroekonomik göstergeleri incelendiğinde, büyüme oranı en yüksek olan ülke %4,5 ile Türkiye'yi, sırasıyla Rusya, Brezilya, Kolombiya, Güney Afrika ve Arjantin takip etmektedir. Kamu borcunun GSYH'ya oranı en iyi olan ülke %14,9,7 ile Rusya'dır; daha sonra sırasıyla Türkiye, Kolombiya, Güney Afrika, Brezilya ve Arjantin gelmektedir. Cari açığın GSYH'ya oranı bağlamında %2,5 ile en iyi performansı Rusya sergilemekte ve sırasıyla, Arjantin, Brezilya, Güney Afrika, Kolombiya ve Türkiye takip etmektedir. Enflasyon oranı %4,7 ile en düşük ülke olan Brezilya'yı, sırasıyla Güney Afrika, Rusya, Kolombiya, Türkiye ve Arjantin izlemektedir. İşsizlik oranı %2,4 ile en düşük olan ülke Rusya iken, bu ülkeyi Brezilya,

Arjantin, Türkiye, Kolombiya ve Güney Afrika takip etmektedir. En düşük politika faizine sahip olan ülke %8,25 ile Güney Afrika'dır. Diğer ülkeler için sıralama, Brezilya, Kolombiya, Rusya, Türkiye ve Arjantin biçimindedir.

Türkiye'nin de içinde yer aldığı BB ve altı puana sahip olan ülkeler arasında Türkiye'nin konumu dikkat çekmektedir. Birçok açıdan grubundaki ülkelere göre daha iyi iktisadi değerlere sahip bulunurken onlardan çok daha aşağıda değerlendirilmiştir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının değerlendirmelerini yaparken özellikle üzerinde durdukları borç yükümlülüklerini yerine getirme kabiliyeti dikkate alındığında, böyle bir değerlendirme aynı grupta yer alan diğer ülkelerle arasındaki puan farkı çelişkili görülmektedir.

2.4. CDS Primi Değerlendirmesi ve Makroekonomik Göstergeler

Ülke risk derecesini belirlemede sıklıkla başvurulacak bir değişken olan CDS primi üç farklı vade yapısı için ifade edilmektedir. Yatırımcılar borç verecekleri ekonomilere risk düzeyi ve vade yapısına göre borcu sigortalama işlemi yapmaktadırlar. CDS primi ne kadar yüksekse borçlanma maliyeti de o kadar yüksek olmaktadır. 2022 yılında toplam 18.141 milyar dolar olarak gerçekleşen kredi temerrüt takas işlemleri büyük bir piyasa hacmine sahiptir.

Tablo- 2.9'da yansıtılan veriler incelendiğinde 1-5 yıl arası vadeli kredi temerrüt swap sözleşmelerinin her dönemde diğer vadelerden daha fazla kullanıldığı görülmektedir. 2022 yılı verilerine bakıldığında toplam sözleşmelerin %79'unun vadesi 1-5 yıl arasında, %14'ünün vadesi 1 yıldan daha az, %7'sinin vadesi 5 yıldan daha fazladır. Ülke riskinin ölçülmesinde 5 yıl vadeli CDS'ler tercih edilmektedir. En fazla piyasa hacmine sahip olması bunda etkili olmaktadır.

Tablo- 2.9: Vadesine Göre Kredi Temerrüt Takas Piyasası (Milyar Dolar)

Yıl	1 yıldan az	1-5 yıl	5 Yıldan fazla
2005	1.533	16.960	5.625
2006	3.910	29.896	15.196
2007	6.243	60.391	34.191
2008	6.946	63.648	28.691
2009	7.276	44.500	17.015
2010	6.510	42.268	11.380
2011	9.361	42.704	8.972
2012	10.693	36.303	5.003
2013	7.971	34.522	2.877
2014	6.728	26.858	2.274
2015	5.115	19.722	2.051
2016	5.472	14.650	1.499
2017	4.395	13.033	1.490
2018	2.878	11.900	1.535
2019	3.168	10.301	1.449
2020	2.646	12.601	1.459
2021	2.397	13.329	1.414
2022	2.509	14.316	1.316

Kaynak: BIS, 2023.

Tablo-2.8’deki göstergelere CDS primi eklenerek oluşturulan Tablo-2.10 incelendiğinde, ülkelerin CDS primleri ile kredi notları sıralamasında farklılıklar görülmektedir. Örneğin Tayland’ın CDS primi Çin’den daha düşük olmasına rağmen kredi derecelendirme kuruluşlarınca verilen değerler göz önünde bulundurulduğunda daha iyi bir yatırım ortamına sahip olduğu öne sürülmektedir. Ülkelerin iktisadi göstergeleri karşılaştırıldığında Tayland’ın ekonomik durumunun daha iyi olduğu tablodan anlaşılmaktadır. CDS priminin anlık değerlendirmeler doğrultusunda açıklanması kredi derecelendirme notlarına göre takibinin daha kolay olması açısından yatırımcıların karar verme süreçlerinde daha güvenilir sonuçlar elde etmelerine yardımcı olmaktadır.

Tablo- 2.10: Makro Ekonomik Göstergeler, Kredi Notları ve CDS (2023)

Ülke	CDS	S&P	Fitch	Moody's	Büyüme Oran	Kamu Borcu/ GSYH	Cari Hesap/ GSYH	Enflasyon Oran	İşsizlik Oran	Politika Faizi
G. Kore	26.33	AA	Aa2	AA-	1.4	49.8	1.3	3.6	2.7	3.5
Çin	56.89	A+	A1	A+	5.2	79.05	1.5	0.4	5.1	3.45
Malezya	39.86	A-	A3	BBB+	3.2	58.05	2.7	2.7	3.3	3
Tayland	40.50	BBB+	Baa1	BBB+	1.9	61.98	-0.2	1.8	1.01	2.5
Filipinler	59.53	BBB+	Baa2	BBB	5.5	60.1	-1.3	6.4	4.1	6.5
Endonezya	58.74	BBB	Baa2	BBB	5.1	39.3	-0.3	8.1	4.82	6
Meksika	88.14	BBB	Baa2	BBB-	3.2	49.1	-1.5	5.8	2.8	11.25
Kolombiya	165.55	BB+	Baa2	BB+	0.7	64.3	-2.7	12.1	10.3	13.25
Brezilya	124.66	BB-	Ba2	BB-	2.9	74.42	-1.42	4.7	6.9	11.75
Güney Afrika	187.88	BB-	Ba2	BB-	0.7	72.2	-1.6	6.1	32.9	8.25
Türkiye	257.08	B↓	B3	B↓	4.5	29.5	-4	53.4	8.4	42.5
Arjantin	3699.26	CCC- ↓	Ca	C	1.5	88.4	-0.6	110.4	7.7	100
Rusya	12940.27	NR	NR	NR	3.4	14.9	2.5	6.3	2.4	16

Kaynak: Tradingeconomics, 2024; Datastream, 2024.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notların güvensizliğe neden olması sonucu fon sahipleri yatırım yapacakları ülkelerin riskliliğini değerlendirmek amacıyla alternatif değerlendirme yollarına başvurmuşlar ve CDS priminin her günün sonunda hesaplanması güncel iktisadi ve siyasi olaylara hızlı tepki vermesi nedeniyle risk değerlendirmelerinde daha fazla tercih edilmesine neden olmuştur.

2.5. Dünyada Sermaye Hareketleri

1970'lerde başlayan uluslararası sermaye hareketliliği, günümüzde de artan bir oranda devam etmektedir. Gelişmekte olan ülkelere uluslararası sermaye akımları, hızla önemli bir güç haline gelmekte ve finansal piyasaların etkin gelişimi, düzenlenmesi ve serbestleştirilmesini en öncelikli hale getirmektedir. Finansal akımlar, ülkelerin sermaye hesabı işlemlerini serbestleştirmeye teşvik ettiği 1990'lı yıllarda artış göstermiş ve gelişmekte olan piyasaların finansal performansı, finansal serbestleşme ile gelişmekte olan ülkeler için cazip bir seçenek haline gelmiştir (World Bank, 1999: 34-36).

2.5.1. Dünyada Doğrudan Yabancı Yatırımlar

2000 yılından itibaren 2022 yılına kadar geçen süreçte dünya genelinde yapılan doğrudan yabancı yatırımlar yaklaşık 4 trilyon dolar olarak gerçekleşmiştir. 2000 yılında yaklaşık 1,4 trilyon dolar gerçekleşen DYY 2001 krizinden dolayı önemli bir düşüş yaşamış ve bu süreç 2004 yılına kadar devam etmiştir. Son iki yılı incelediğimizde gerçekleşen küresel doğrudan yabancı yatırımlar bir önceki yıla göre %2 azalarak 1,3 trilyon dolara düşmüştür. Zayıflayan büyüme beklentileri, ekonomik kırılgan eğilimleri, ticaret ve jeopolitik gerginlikler, endüstriyel politikalar ve tedarik zinciri çeşitlendirmesi DYY modellerini yeniden şekillendiriyor ve bazı çok uluslu işletmelerin yurtdışı genişlemeye karşı temkinli bir yaklaşım benimsemesi yatırım miktarında düşüşlere neden olmaktadır (UNCTAD, 2024).

Tablo-2.11: Gelişme Gruplarına Göre DYY Yatırım Girişleri (Milyar Dolar)

Yıl	Yüksek Gelirli Ülkeler	Orta Gelirli Ülkeler	Düşük Gelirli Ülkeler
2000	1.423	138	1
2001	735	153	2
2002	602	144	3
2003	578	152	4
2004	800	203	5
2005	1.270	285	4
2006	1.825	971	5
2007	2.599	519	8
2008	1.862	597	10
2009	1.023	413	8
2010	1.305	605	14
2011	1.641	706	19
2012	1.381	652	22
2013	1.431	722	21
2014	1.295	625	16
2015	2.151	592	16
2016	2.172	536	16
2017	1.648	531	15
2018	335	593	14

2019	1.133	552	15
2020	705	524	14
2021	732	890	29
2022	426	930	27
2023	464	867	31

Kaynak: Worldbank, 2023; UNCTAD,2024

Tablo-2.11 incelendiğinde en hızlı artış 2004-2007 arasında gerçekleşmiş ve 3,1 trilyon doları aşmıştır. Fakat yaşanan en keskin düşüşlerden biri de bu yükselişten sonra 2008 küresel kriz döneminde olmuştur. Yaklaşık %41 gibi önemli bir oranda yaşanan bu çöküş ile yapılan doğrudan yabancı yatırımlar 1,4 trilyon dolara gerilemiştir. İkinci keskin bir düşüş ise %57 oranında bir azalma ile 2018 yılında gerçekleşerek 2008 krizinde daha fazla etkili olmuştur. 2000-2023 döneminde gelişme gruplarına göre gerçekleşen doğrudan yabancı yatırımların net girişlerini yansıtan Tablo-2.11’de görüldüğü gibi, 2000-2020 arası dönemde en fazla yatırımı yüksek gelirli ülkeler çekmekte iken sonrasında yatırım yönü orta gelirli ülkeler lehine değişmektedir. Ucuz işçilik ve üretim maliyetlerindeki avantajlar orta gelirli ülkelerin tercih edilmesine neden olmuştur.

2.5.2. Dünyada Portföy Yatırımları

2000 yılından 2021 yılına kadar geçen 21 yıllık bir süreçte dünya genelinde yapılan portföy yatırımları 1,4 trilyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Sıcak para girişi olarak görülen portföy yatırımları doğrudan yabancı yatırımlara göre daha fazla oynaklık göstermektedir.

Tablo-2.12: Gelişme Gruplarına Göre Portföy Yatırım Girişleri (Milyar Dolar)

Yıl	Yüksek Gelirli Ülkeler	Orta Gelirli Ülkeler	Düşük Gelirli Ülkeler
2000	621.541	14.813	7
2001	344.253	6.867	18
2002	174.488	8.612	9
2003	433.930	25.828	19
2004	509.787	36.887	17
2005	830.252	65.752	94

2006	785.732	107.143	0,-472
2007	712.077	132.421	-13
2008	-101.749	-60.594	-16
2009	705.941	123.719	196
2010	641.614	131.630	150
2011	292.880	4.865	246
2012	728.184	103.328	-59
2013	709.698	73.021	23
2014	1.049.348	83.355	246
2015	623.062	16.844	174
2016	179.987	44.250	22
2017	1.200.659	71.609	-131
2018	274.334	37.121	-5
2019	326.147	46.808	-130
2020	1.100.524	54.975	-204
2021	1.359.215	58.289	52

Kaynak: Worldbank, 2023.

Ülke gelir gruplarına göre, 2000-2021 yılları arasındaki portföy yatırım girişlerini gösteren Tablo-2.11’de yüksek gelirli ülkelerin portföy yatırımlarının yıllar içinde çok fazla oynaklık gösterdiği, ancak düşük ve orta gelirli ülkelere göre çok daha fazla olduğu görülmektedir. 2008 ve 2018 yıllarında hem yüksek gelirli ülkelerde hem de orta gelirli ülkelerde düşüş yaşanmış fakat bu düşüş yatırımların büyüklüğüne paralel olarak yüksek gelirli ülkelerde çok daha keskin olmuştur.

2.6. Genel Değerlendirme

Ülke riski terimi genellikle sınır ötesi yatırımlarla bağlantılı olarak kullanılır ve yabancı yatırımcının bakış açısıyla analiz edilir. Bu nedenle, belirli bir ülke için ülke riski, yabancı yatırımcıların o ülkeye yatırım yaparken diğer ülkelere yatırım yapma alternatifleriyle karşılaştırıldığında maruz kaldıkları benzersiz bir risktir (Nordal, 2001: 197). Bu bağlamda ülke riskinin nelerden etkilendiğinin belirlenmesi daha sağlıklı yatırım kararları vermede doğru bir yönlendirme sağlamaktadır.

Ülke riskinin belirlenmesinde birçok farklı yol izlenmekle birlikte en fazla tercih edilen gösterge CDS primi olarak karşımıza çıkmaktadır. CDS primi hesaplanırken genellikle ülkelerin iktisadi göstergeleri ön plana çıkmaktadır. Fakat ülkelerin risklerini iktisadi göstergelerin yanında siyasi, jeopolitik konumu ve beşeri sermayesi de dikkate alınarak hesaplanması gereken hayati değişkenlerdir. Bir ülkenin yalnızca iktisadi göstergelerine bakarak risk durumunu belirlemek sağlıklı sonuçlara neden olabilmektedir. Bu bağlamda farklı perspektifler ışığında değerlendirmede bulunmak her iki taraf için de mühim bir mesele olmaktadır.

Gelişmekte olan ülkeler, iktisadi gelişimlerini en üst seviyeye çıkarmak için sermayeye gereksinim duymakta ve bunu da yabancı yatırımlar ile sağlayabilmektedirler. Bu bağlamda ülke risklerini ve yatırım ortamını en iyi şekilde yönetebilmek adına riski ve sermaye girişlerini etkileyen faktörlerin belirlenmesi sonucu gerekli düzenlemelerin yapılması sağlanarak bu yönde ilerlemeler kaydedebileceklerdir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM: GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER İÇİN ÜLKE RİSKİ VE SERMAYE HAREKETLERİNİN BELİRLEYİCİLERİNİN ANALİZİ

Bu bölümde, ülke riskinin ve sermaye hareketlerinin belirleyicilerini aydınlatmak üzere tasarlanan modellerin tahmini gerçekleştirilecektir. Mevcut literatür değerlendirildikten sonra, ampirik çalışmaların model ve yöntemleri yanında kavramsal ve kuramsal birikimden yararlanılarak belirlenen değişkenlerle modeller kurulacak ve tasarlanan modellerde yer verilen değişkenlerin etkileri tespit edilip yorumlanacaktır.

3.1. İLGİLİ LİTERATÜR

Bu çalışma için yapılan iki ayrı analize hazırlık çerçevesinde, öncelikle ülke riski belirleyicilerini araştıran; sonrasında sermaye hareketlerini etkileyen faktörleri konu alan yayınlar aşağıda ele alınmaktadır.

Aizenman, Jinjark ve Park (2013), 2004-2012 dönemi için farklı coğrafi bölgelerden 20 gelişmekte olan ülkenin CDS primlerini etkileyen ekonomik faktörleri regresyon analizi ile incelemişlerdir. Enflasyon, ticari açıklık, cari denge/GSYİH ve kamu borcu/GSYİH değişkenlerine ait katsayılar anlamlı çıkmıştır. Panel veri analizine göre, CDS primleri üzerinde en çok sanayi üretim endeksinin etkili olduğu görülmüştür.

Ho (2016), 2008-2013 çeyreklik verilerini kullanarak sekiz gelişmekte olan ülke için CDS priminin uzun ve kısa vadeli belirleyicilerini incelemiştir. Eşbütünleşme analizi sonucunda, cari işlemler hesabı, dış borç ve uluslararası rezerv katsayıları tüm ülkeler için uzun vadeli CDS primini etkileme açısından anlamlı olduğu görülmüştür.

Ma vd. (2018), Türkiye'nin de dahil olduğu 11 gelişmekte olan ülke CDS primlerinin belirleyicilerini 2001-2012 haftalık verileri ışığında Markow Rejim modeli ile incelemiştir. Yerel hisse senedi getirisi, döviz kuru değişiklikleri ve ülkedeki kredi notu değişikliklerinin anlamlı, küresel değişkenlerin ise yüksek CDS primleri üzerinde etkili olduğu belirlenmiştir.

Ekrem vd. (2018), 2006-2007 dönemi için Türkiye, Güney Afrika, Brezilya ve Endonezya'nın CDS primlerini etkileyen faktörleri panel ARDL modeli ile analiz

etmiştir. Kamu borç stoku/GSYİH oranı, EMBI+ endeksi, politika faizi ve reel efektif kur teoriyle uyumlu ve anlamlı iken cari denge anlamsız çıkmıştır.

Capelle-Blancard vd. (2019), 1996-2012 dönemi için 20 OECD ülkesinden oluşan bir örnekleme kullanarak çevresel, sosyal ve yönetim endeksi (ESG) ve makroekonomik değişkenlerin CDS primi üzerindeki etkisini araştırmış; ESG, enflasyon, kredi notu, cari denge ve ticari açıklık değişkenlerinin anlamlı etkiye sahip olduğunu saptamıştır.

Kartal (2020), 2019-2020 aylık verilerini kullanarak CDS spreadlerine, kırılmalı, finansal istikrar ve makroekonomik istikrarının etkilerini; gelişmekte olan ülkeler ve Türkiye'nin CDS spreadlerinin Kovid-19 salgını döneminde nasıl davrandığını incelemiş; dolar kuru, VIX endeksi ve MSCI endeksinin anlamlı olduğu görülmüştür.

Dural ve Sarioğlu (2020), 2005-2016 çeyreklik verileri ve 9 ülke (Macaristan, Meksika, Polonya, Türkiye, Brezilya, Rusya, G.Afrika, G.Kore, Endonezya) için, Dış borç/GSYİH, Uluslararası rezerv/GSYİH, Reel efektif kur göstergelerinin CDS primleri üzerindeki etkisi heterojen panel veri yöntemiyle incelenmiştir. CDS primi ile kriz kukla değişkeni ve dış borçlar pozitif; reel kur ve rezervler ise negatif ve anlamlı ilişkide olduğu sonucuna varılmıştır.

De Boyrie ve Pavlova (2020), Türkiye'nin de içinde yer aldığı 50 ülkenin çevresel yönetim endeksi, hisse senedi endeksi, büyüme oranı ve GSYH'nin yüzdesi olarak toplam rezervlerin CDS primi üzerindeki etkisini GMM analizi ile incelemiştir. Dört değişkenin de CDS primi ile negatif ilişki içinde olduğu belirlenmiştir.

Altınöz (2021), 2010- 2019 dönemi ve Türkiye'nin de dahil olduğu 6 yükselen ekonomi için CDS priminin belirlenmesinde makroekonomik göstergelerin etkilerini panel ARDL yöntemi ile araştırmış; uzun dönemde iktisadi büyüme oranı, toplam borç stoku/GSYH oranı, reel döviz kuru, cari denge/GSYH oranı, gelişmekte olan ülkeler ile ABD arasındaki tahvil getiri farkının, CDS primleri üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olduğunu saptamıştır.

Bayrakdaroğlu ve Mirgen (2021), BRICS ülkeleri için 2015-2021 çeyreklik verileri ile CDS ve borsa endeks değerleri arasındaki ilişkiyi panel veri analiziyle test etmiş; değişkenler arasında negatif yönlü, anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Bratis vd. (2021), 2009 ila 2014 dönemi için merkez (Fransa ve Almanya) ve çevre EMU ülkeleri (Portekiz, İtalya, İrlanda, İspanya ve Yunanistan) referans alınarak çeşitli tahvil vadeleri ve jeopolitik riskin CDS primleri üzerindeki etkisini günlük gözlemlerden faydalananarak incelemiştir. 2008 krizi döneminde anlamlı ilişki tespit edilmiştir.

Huyugüzel Kışla vd. (2022), 2008- 2012 çeyreklik verileri ile mekansal ekonometri tekniklerini kullanarak farklı gelişme düzeyindeki 13 AB üyesi ülkenin CDS spreadleri arasındaki etkileşimleri incelemişlerdir. Enflasyon oranı, iktisadi büyüme oranı, rezerv artış oranı ve cari işlemler dengesi/GSYH oranının CDS piri üzerinde anlamlı etkiye sahip olduğu; ayrıca, bir ülkenin kamu borcundaki artışın komşu ülkenin CDS primlerini yükselttiği görülmüştür.

Simonyan ve Bayraktar (2022), Türkiye'nin de dahil olduğu 11 gelişmekte olan ülke için 2008-2020 aylık verilerini kullanarak gerçekleştirdikleri NARDL analizinde CDS ile çeşitli makroekonomik faktörler arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Hisse senedi endeksi, uluslararası rezervler, VIX ve petrol fiyatlarının en önemli faktörler olduğu ve CDS'yi asimetrik olarak etkilediği; jeopolitik riskin ise anlamsız olduğu görülmüştür.

Karaman (2022), 2008-2019 dönemi için OECD ülkelerinde ESG notları ile CDS arasında anlamlı bir ilişkinin olup olmadığını incelemektir. Panel OLS sabit etkiler modeli analiz sonuçlarına göre, ülkelerin ESG derecelendirmeleri ile CDS'leri arasında önemli ölçüde negatif bir ilişki bulunduğu; iyi ESG puanlarına sahip ülkelerin daha düşük CDS puanına sahip olduğu belirlenmiştir.

Naifar ve Aljarba (2023), Türkiye'nin de içinde yer aldığı 19 ülke için 2008- 2021 aylık verilerini kullanarak jeopolitik risk ile CDS primi arasındaki ilişkiyi kantil regresyon modeli ile incelemiştir. Jeopolitik riski yüksek olan ülkelerde CDS ile ilişkinin daha anlamlı olduğu görülmüştür.

Sermaye hareketlerinin belirleyicilerini inceleyen Calvo vd. (1993), Ghosh ve Ostry (1993), Fernandez-Arias (1996), Taylor ve Sarno (1997) ile Chuhan vd. (1998) itici- çekici faktörler ayrımını kullanan öncü çalışmalardır.

Calvo vd. (1993), 1973-1991 dönemi için 10 Latin Amerika ülkesine sermaye girişlerinin nedenlerini itici ve çekici faktör ayrımı yaparak incelemiş ve faiz oranları ile ABD büyüme hızının anlamlı dış faktörler olduğu bulgusuna ulaşmıştır.

Ghosh ve Ostry (1993), 1960-1990 dönemi için gelişmekte olan ülkelerde sermaye akışlarının çekici faktörler tarafından mı yoksa tamamen itici faktörler tarafından mı belirlendiğini araştırmış; nedensellik analizi ile sermaye akışının ülkeye özgü (çekici) koşullarla yakından ilişkili olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Kim (2000), Latin Amerika ve Asya'da seçilmiş dört ülke (Meksika, Şili, Kore ve Malezya) için 1972-95 dönemini ülkelerin yaşamış olduğu kriz dönemlerine ayırıştırarak sermaye akışlarının ne ölçüde çekici faktörlerden kaynaklandığını incelemiştir. Yurtiçi faktörleri, ülkeye özgü arz, toplam talep, parasal şoklar ve enflasyon şokları; dış faktörleri, sanayileşmiş ülkelerde üretim ve faiz oranlarındaki değişimlerin yanı sıra ticaret hadleri şokları olarak analize dahil etmiştir. Sermaye hareketlerinde görülen canlanmanın büyük ölçüde dünya faiz oranlarındaki düşüşler ve sanayileşmiş ülkelerdeki durgunluk gibi dışsal nedenlerden kaynaklandığı, ülkeye özgü verimlilik şokları ve talep şokları gibi yurt içi faktörlerinin ise nispeten daha az önemli olduğu görülmüştür.

Alfaro vd. (2005), 1970-2000 yılları arasında 47 ülke için sermaye girişlerini (DYY + portföy yatırımları) belirleyen çekici faktörleri incelemişlerdir. Kurumsal kalite, insan sermayesi düzeyi, enflasyon oynaklığı, sermaye kontrolleri, ülke risk göstergeleri, kurumlar vergisi oranı ve finansal gelişmişlik derecesinin bir ölçüsü olarak mevduat bankalarından gelen kredilerin payı analize dahil edilmiştir. Kurumsal kalitenin, ülkenin insan sermayesi donanımının ve uzaklığının anlamlı etki ürettiği görülmüştür.

Byrne ve Fiess (2011), 1993-2009 çeyreklik verileri ile 78 yükselen ve gelişmekte olan ülkedeki sermaye girişlerini etkileyen faktörleri incelemişlerdir. Finansal açıklık ve kurumsal ortamın gelişmekte olan ülkelere anlamlı olduğu sonucuna varılmıştır.

Ayaydın ve Baltacı (2012), BRICS ülkeleri için 1990 – 2011 dönemi yıllık verileri ile finansal açıklık, ekonomik özgürlük endeksi, yabancı yardımlar, kamu harcamaları ve bankaların özel sektöre sağladığı kredilerin sermaye akımları üzerindeki etkilerini GMM yöntemini kullanarak araştırmış; finansal açıklık, kamu harcamaları ve ekonomik özgürlük endeksi değişkenlerinin sermaye hareketliliği üzerinde pozitif, yabancı yardımların negatif etkili olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Eichengreen vd. (2018), gelişmekte olan 34 ülke için 1990:Q1 - 2015:Q4 verileriyle, VIX, GSYİH büyümesi, yatırım çevresi, Chinn-Ito sermaye hesabı açıklığı endeksi, banka varlıkları ve GSYİH yüzdesinden oluşan itici-çekici faktörlerin sermaye girişlerindeki etkilerini incelemişlerdir. Küresel itici faktörlerin ülkeye özgü çekici faktörlerden daha önemli olduğu tespit edilmiştir.

Avdjiev vd. (2018) 1996-2015 dönemi için gelişmiş, yükselen ve gelişmekte olan 89 ülke örneğinde sermaye hareketlerini belirleyen faktörleri panel regresyon analizi ile incelemişlerdir. Elde edilen bulgular, sermaye akışları ve ana bileşenlerinin VIX ile negatif, GOÜ'ler için GSYİH büyümesi ile pozitif ilişkili olduğu şeklindedir.

Wang ve Li (2018), 2002-2012 dönemi için 28 gelişmiş ve 17 gelişmekte olan ülkede sermaye akışları için çekici faktörleri saptamayı amaçlamış; gelişmiş ülkelere yabancı yatırımı çekmede piyasa açıklığının ve sermaye piyasası gelişiminin önemli bir rol oynadığı; gelişmekte olan ülkelere ise, yönetim ortamının temel belirleyici olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Davis ve Van Wincoop (2018), 1970-1990 dönemi için 128 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkede sermaye girişleri ve çıkışları arasındaki korelasyonun zaman içinde belirgin bir şekilde artmasını ve gelişmiş ülkelere göre çok daha yüksek korelasyonunun varlığını araştırmışlardır. Daha yüksek ticari açıklığın brüt sermaye girişleri ve çıkışları arasındaki korelasyonu azalttığı, finansal küreselleşmenin ise bu korelasyonu artırdığı görülmüştür.

Özmen ve Taşdemir (2019), 1996 -2015 dönemi için 39 gelişmekte olan ülkede sermaye girişleri üzerindeki ana itici ve çekici faktörlerinin etkilerinin, yönetim/kurumsal kalite, ticari açıklık ve finansal açıklık ile temsil edilen yapısal yurt içi koşullar (SDC) için içsel olarak tahmin edilen eşik seviyelerine göre değişmez olup

olmadığını araştırmıştır. Daha iyi yönetim, daha yüksek ticari açıklık, hukuki mali şeffaflık, uluslararası mali entegrasyon dönemlerinde yurt içi çekme faktörünün etkisinin önemli ölçüde daha yüksek olduğunu gösteren bulgular ortaya koymuştur.

Şenol ve Erer (2020), 2002 - 2017 dönemi için 55 ülke verisiyle kurumsal faktörlerin yabancı sermaye yatırımlarına etkisini saptamak için Sistem GMM yöntemini kullanmış; hukukun üstünlüğü, bireysel haklar, yolsuzlukla mücadele, insani gelişim gibi kurumsal faktörlerin anlamlı olduğu sonucuna varmıştır.

Barany vd. (2022), 1990-2015 dönemi için 70 ülke örnekleminde demografik gelişmelerin sermaye akışları üzerindeki etkisini görmeyi amaçlayan regresyon analiziyle yavaş yaşılan ülkelere doğru sermaye akışlarının arttığı bulgusunu elde etmiştir.

Goldberga ve Krogstrup (2023), 2000-2021 dönemi için 41 ülkede döviz piyasası baskısı endeksi oluşturarak sermaye hareketleri üzerindeki etkisini ülkeye özgü açıklayıcı değişkenler kullanarak incelemiştir. Bulgulara göre, küresel faktör (itici) olarak belirlenen endeks büyük oranda açıklayıcılığa sahipken yerel faktörler (çekici) olan, ülke riski, ülke büyüklüğü, yabancı varlık pozisyonları, finansal açıklık ve likidite gibi mevcut makroekonomik özelliklerin güçlü ve anlamlı bir şekilde ilişkili olmadığı tespit edilmiştir.

Feng vd. (2023), 45 ülke için 2005-2019 yılları arasında çeyreklik verileri kullanarak jeopolitik riskin sermaye hareketleri üzerindeki etkisini panel regresyon yöntemi ile incelemiş; jeopolitik riskin gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin sermaye çıkışları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir olumsuz etki yarattığı, gelişmekte olan ülkelerin sermaye akışları üzerinde daha büyük olumsuz etki gösterdiği görülmüştür.

CDS priminin belirleyicilerini araştıran literetür incelendiğinde, enflasyon, ticari açıklık, cari denge/GSYİH, kamu borcu/GSYİH, dış borç ve uluslararası rezerv, kredi notu, cari denge, dolar kuru, VIX endeksi, MSCI, reel efektif kur, çevresel yönetim endeksi, hisse senedi endeksi, büyüme oranı, gelişmekte olan ülkeler ile ABD arasındaki tahvil getiri farkı ve jeopolitik risk değişkenleri, eşbütünleşme, Markow rejim modeli, panel ARDL heterojen panel veri, sistem GMM, mekansal ekonometri, NARDL, panel OLS ve kantil regresyon modelleri kullanılarak analiz edilmiştir. Bu çalışmada mevcut

literatürden farklı olarak jeopolitik risk değerlendirmesi bulunan GOÜ'lerin risk düzeyini belirleyen faktörler Driscoll Kraay yöntemi ile ilk kez araştırılmıştır. Jeopolitik risk değişkeni ulusal yayınlarda Türkiye özelinde araştırılmış; döviz kuru oynaklığına ise çok az yer verilmiştir. Rezervlerin cari açığı karşılama oranı ilk kez bu çalışmada modele dahil edilmiştir. Belirsizlik ve kriz değişkenlerinin modele dahil edilmesi de uygun görülmüştür.

Sermaye hareketlerini inceleyen literatürde ise, kurumsal kalite, beşeri sermaye, enflasyon oynaklığı, sermaye kontrolleri, kurumlar vergisi oranı, finansal açıklık oranı, kamu harcamaları, ekonomik özgürlük endeksi, VIX, GSYİH büyümesi, yatırım çevresi, yönetim/kurumsal kalite, ticari açıklık, hukuk düzeni değişkenleri, panel treshold ve GMM yöntemleri ile analiz edilmiştir. Bu çalışmada literatürden farklı olarak ülkeler bazında yapılan ulusal ve uluslararası çalışmalarda sermaye hareketlerinin belirleyicilerinin tahmininde açıklayıcı değişken olarak değerlendirilmeyen CDS primi ve rezervlerin dış ticaret açığını karşılama oranı modele dahil edilmiştir. Literatürden yararlanarak sermaye hareketleri üzerinde pozitif etkisi olan dışa açıklık oranı ve finansal açıklık oranı da diğer açıklayıcı değişkenler olarak değerlendirilmiştir. Sermaye hareketlerinin belirleyicilerinin tahmininde CS-DL yönteminden ilk kez faydalanılması bu çalışmanın literatürden farklılaştığı bir diğer özelliktir.

3.2. CDS PRİMİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER: PANEL VERİ ANALİZİ

Gelişmekte olan ülkeler için CDS primini etkileyen faktörleri belirlemek üzere, öncelikle analizde kullanılacak yöntem, teorik bilgiler ve mevcut literatür ışığında tasarlanan model ve veri seti tanıtılacak ve devamında modelin tahmini ve bulguların yorumu gerçekleştirilecektir.

3.2.1. Panel Veri Uygunluk Testleri

Burada, uygun modelin seçimine karar verebilmek için başvuru panel veri uygunluk testleri kapsamında, yatay kesit bağımlılığı testleri, birim kök testi ve model tahmininde uygulanacak olan Driscoll-Kraay Standart Hata Modeli Yaklaşımı ile ilgili bilgiler verilmiştir.

3.2.2.1. Yatay Kesit Bağımlılığı Testi

Yatay kesit bağımlılığı, kurulan modelde hata terimleri arasında ilişki olması durumunda meydana gelmektedir. Bu test, panel zaman serilerinde analiz yaparken birim kök testi öncesinde birinci ve ikinci nesil testlere karar verilmesini sağlamaktadır. Ülkeler arasındaki bağımlılıklar (ticari, finansal vb.) neticesinde yatay kesitler arasında güçlü, karşılıklı ilişkiler ortaya çıkmaktadır. Veri setlerinde, her bir yatay kesit (cross-section) bir ülkeyi belirtmektedir ve bir ülkede meydana gelen iktisadi ve siyasi şok ya da kriz, yatay-kesit birimleri, yani diğer ülkeleri de etkilemektedir (Al ve Belke, 2018: 278). Bu bağlamda ülkeler arasında oluşan yatay kesit bağımlılığı sorununu saptamak üzere, birim ve zaman boyutuna göre literatürde farklı testler kullanılmaktadır. Breusch Pagan LM (1980) N küçük, T büyük; CD Pesaran (2004) T>3 (T küçük), N büyük; LMadj (NLM) Düzeltilmiş LM Pesaran, Ullah, Yamagata (2008) N ve T büyük; CDNT Pesaran (2015) T büyük iken uygulanan testlerdir. Bu çalışmada zaman boyutu birim boyutundan büyük olduğu için Breusch Pagan LM testi tercih edilmiştir. Boş hipotezi yatay kesit bağımlılığı yoktur üzerine kurulu olan test istatistiği 1 ve 2 numaralı eşitlikte gösterilmiştir.

$$LM = T \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N p^2_{ij} \quad (1)$$

$$\hat{\rho}_{ij} = \hat{\rho}_{ji} = \frac{\sum_{t=1}^T e_{it} e_{jt}}{(\sum_{t=1}^T e_{it}^2)^{1/2} (\sum_{t=1}^T e_{jt}^2)^{1/2}} \quad (2)$$

3.2.2.2. Reese ve Westerlund (2016) Panel Birim Kök Testi (PANICCA)

Yatay kesit bağımlılığı ve homojenlik testlerinden sonra serilerin durağanlıklarının sınanması ve birim kök içermemesi gerekmektedir. Serilerin birim köklü olması, değişkenlerle yapılacak analiz sonucunda sahte regresyona sebep olmakta; yani kurulan modelde katsayılar gerçeği yansıtmamaktadır. Yatay kesit bağımlılığı durumuna göre birim kök testleri birinci ve ikinci nesil olarak ayrışmaktadır. Bu çalışmada değişkenlerin durağanlığını sınamak için yatay kesit bağımlılığını dikkate alan PANICCA birim kök testi uygulanmıştır.

Reese ve Westerlund (2016), Pesaran'ın (2007, 2013) yatay kesit ortalamalarından (CA) fark almak üzerine kurulu tek ve çok faktörlü testleri ile Bai ve Ng'nin (2004,

2010) kalıntı ve faktörlerin ayrı ayrı durağanlığını test eden ve PC temelli olan PANIC testlerini bir arada kullanarak PANICCA birim kök testini oluşturmuş ve bu testin küçük örneklemelerde nispeten iyi performans gösterdiğini ileri sürmüşlerdir. Boş hipotezi serilerde birim kökün varlığı varsayımına dayanan (Reese, and Westerlund, 2016: 971). Testin istatistikleri aşağıdaki gibidir.

$$P_a = \frac{\sqrt{NT}(\hat{\rho}_0^+ - 1)}{\sqrt{\frac{2\hat{\phi}_\epsilon^4}{\hat{w}_\epsilon^4}}} \quad (3)$$

$$P_b = \sqrt{NT}(\hat{\rho}^+ - 1) \sqrt{\frac{1}{NT^2} \text{tr}(\hat{e}'_{-1} \hat{e})} \frac{\hat{w}_\epsilon^2}{\hat{\phi}_\epsilon^2} \quad (4)$$

$$PSMB = \frac{\sqrt{N} \left(\text{tr} \left(\frac{1}{NT^2} \hat{e}' \hat{e} \right) - \frac{\hat{w}_\epsilon^2}{2} \right)}{\sqrt{\frac{\hat{\phi}_\epsilon^4}{3}}} \quad (5)$$

3.2.2. Yöntem: Driscoll-Kraay Standart Hata Modeli Yaklaşımı

Driscoll ve Kraay (1998) geliştirdikleri tahmin yöntemini yatay kesit bağımlılık, değişen varyans ve otokorelasyon durumunda, panel verilerdeki regresyon katsayıları standart hatalarının tutarlı tahminlerini hesaplamak için geliştirmişlerdir. Yöntemde yatay kesit ortalamaları hesaplanırken Newey-West türü düzeltme yapıldığından düzeltilmiş standart hata tahminleri, birim boyutundan bağımsız olarak tutarlı sonuçlar vermektedir. (Tatoğlu, 2020. 266). Driscoll-Kraay tahmincisi şu şekilde hesaplanmaktadır:

$$\text{Var}(\hat{\beta}) = \left(\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \frac{1}{T_i} X_i' \Omega_i X_i \right) \left(\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \frac{1}{T_i} X_i' \Omega_i \tilde{v}_i \tilde{v}_i' \Omega_i X_i \right) \left(\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \frac{1}{T_i} X_i' \Omega_i X_i \right) \quad (6)$$

Panel verilerde, özellikle zaman ve birim boyutunun birlikte ele alınması sonucu meydana gelen otokorelasyon, yatay kesit bağımlılığı ve değişen varyans problemlerinin varlığında katsayılar tutarsız ve yanlış sonuçlara neden olabilmektedir. Bu bağlamda, Driscoll-Kraay hata düzeltme modeli, özellikle mekânsal bağımlılığı veya kesit birimlerinin bağımlılığını açıklayabilmesi, değişen varyansın varlığında sağlam tahminler sağlayabilmesi nedeniyle tercih edilmektedir.

3.2.1. Model ve Veri Seti

Bu çalışma için, gelişmekte olan ekonomilerde ülke riskini etkileyen faktörleri tespit etmek üzere bir model geliştirilmiştir. ABD faizi oranları ve para politikası belirsizliği, Cari denge, Dünya belirsizlik endeksi, Brüt rezervler, MSCI küresel endeksi, TED yayılımı, ülkelerin belirsizlik endeksi, Döviz kuru oynaklığı, Büyüme oranları, Jeopolitik risk, Rezervlerin cari açığı karşılama oranı ve dış ticaret açığını karşılama oranı, Finansal açıklık oranı, Enflasyon, Dışa açıklık oranı, VIX endeksi, ön testlerden geçirilmiş, uygun değişkenler ile modele karar verilmiştir.

$$\ln(\text{CDS})_{it} = \text{JPR}_{it} + \text{CARZV}_{it} + \text{DKO}_{it} + \text{BLRZ}_{it} + \text{KRİZ}_{it} + u_i$$

Modelin bağımlı değişkeni CDS primi iken, bağımsız değişkenler olarak jeopolitik risk(JPR), rezervlerin cari açığı karşılama oranı (CARZV), döviz kuru oynaklığı (DKO), ülkelerin belirsizlik oranları (BLRZ) ve kriz kukla değişkeni (KRİZ) kullanılmıştır. Model tasarımı, ülke riskinin belirleyicilerine dair teorik birikim ve literatürdeki çalışmalardan yararlanılmıştır.

Tablo-3.13: Değişkenler, Tanım ve Veri Kaynağı

Kısaltma	Değişken	Kaynak
CDS	Kredi Temerrüt Takası	Datastream
JPR	Jeopolitik Risk	policyuncertainty.com
CARZV	Rezervlerin cari açığı karşılama oranı	IMF
KRİZ	2008 Kriz Kukla Değişkeni	
DKO	Döviz kuru oynaklığı	IMF
BLRZ	Ülke belirsizlik endeksi	policyuncertainty.com

Tablo 3.13'te analizde yer alan değişken ve tanımları yansıtılmaktadır. Örnekleme alınan 13 gelişmekte olan ülkenin (Arjantin, Brezilya, Çin, Kolombiya, Endonezya, Güney Kore, Meksika, Malezya, Filipinler, Rusya, Tayland, Türkiye ve Güney Afrika), 2006-2022 dönemine ait çeyreklik verileri derlenmiştir. Küresel sermaye hareketleri bağlamında dikkat çeken, yükselen piyasa ekonomisi olarak nitelenen ve bu araştırmanın kapsamı bağlamında Türkiye ile kategorik benzerlik taşıyan ülkelerden oluşan bir örneklem seçilmiştir. Değişkenlere ait verilere kesintisiz erişilebildiğinden 2006-2022 dönemi tercih edilmiştir.

Modelde kullanılan verilerden döviz kuru oynaklığı verisi ARC-GARCH yöntemi ile tarafımızca oluşturulmuştur.

Jeopolitik risk, ülke risk primi için olumsuz etkilere sebep olabilmektedir. Jeopolitik riskteki artışların CDS primini arttırması, düşüşlerin ise tersi bir etki meydana getirmesi beklenmektedir. Zira jeopolitik olumsuzluklar yatırım ortamına zarar vermekte ve buna bağlı olarak ülkeler sermaye çekme konusunda sorun yaşayabilmektedir.

Rezervlerin cari açığı karşılama oranı arttıkça borç ödeyebilme kabiliyeti artmakta; buna bağlı olarak ülkelerin riskliliği azalmaktadır. Bu değişkendeki artışın CDS priminde azalmayı gösterecek şekilde negatif bir katsayıya sahip olması beklenir.

Döviz kuru oynaklığı, büyüme, dış ticaret, yatırım, enflasyon gibi birçok iktisadi değişken üzerinde olumsuz etkiye sebep olmaktadır. Bir ülkenin makroekonomik değişkenlerindeki bozulma ülke riskini de dolaylı olarak etkilemektedir. Bu bağlamda döviz kuru oynaklığındaki artışın ülke risk priminde bir artışa neden olacağı beklenmektedir.

Krizlerin yaratmış olduğu yapısal kırılmalar yapılan analizlerde sapmalı sonuçlar çıkmasına sebep olabilmektedir. Bu sebeple modele 2008 yılı için kukla değişken ilave edilmiştir.

3.2.4. Ampirik Bulgular

Yöntem başlığı altında belirtildiği üzere, yatay kesit bağımlılığının olup olmadığının belirlenmesi için Breusch Pagan LM (1980) testi yapılmış, yatay kesit bağımlılığının belirlenmesinin ardından serilerin durağanlık derecelerinin belirlenmesi için ikinci nesil birim kök testlerinden olan PANICCA testinden faydalanılmıştır. Değişkenlere ait katsayı tahminleri için Driscoll-Kraay (1998) testi uygulanmıştır.

Tablo-3.14: Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları

Test	Statistic	Olasılık
LM (Breush Pagan)	765.4***	0.0000
LM adj* (NLM)	240.3***	0.0000
LM CD (Pesaran Ulah Yamagata)	21.42***	0.0000

Not: ***, %1 düzeyinde istatistiki anlamlılığı ifade etmektedir.

Tablo-3.14’te yatay kesit bağımlılığı bulguları yer almaktadır. Zaman ve birim boyutu göz önünde bulundurulduğunda Breush Pagan LM testi daha doğru sonuçlar vermekle birlikte diğer iki test de benzer sonuçlar göstermektedir. LM testi sonuçlarına göre modelde kullanılan değişkenler için yatay kesit bağımlılığının olmadığını belirten sıfır hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilmektedir. Yatay kesit bağımlılığının varlığı, araştırma kapsamında ele alınan ülke grubunun ülke riskini belirleyen değişkenlerinin birbirinden etkilendiğini, 13 ülkeden birinde meydana gelebilecek bir risk artışının diğer ülkeleri de etkileyebileceğini göstermektedir.

Tablo-3.15: PANICCA Panel Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken	P_a	P_b	PMSB
LCDS	-3.65*** (0.0001)	-2.032***(0.0211)	-1.324* (0.0927)
JPR	-27.308*** (0.000)	-6.232***(0.000)	-1.376* (0.0844)
CARZV	-3.654*** (0.0001)	-2.157***(0.0155)	-1.055* (0.0945)
DKO	-38.81*** (0.000)	-7.538***(0.000)	-1.368* (0.0857)
BLRZ	-54.71 *** (0.000)	-11.968***(0.000)	-2.541*** (0.0055)

Not: Parantez içerisindeki değerler olasılık değerleri göstermektedir ve “***”, “**” ve “*” işaretleri sırasıyla %1, %5 ve %10 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Yatay kesit bağımlılığı testi ardından serilerin durağanlık sınaması yapılması gerekmektedir. Serilerin durağanlık dereceleri yatay kesit bağımlılığını göz önünde bulunduran ikinci nesil panel birim kök testlerinden PANICCA testi aracılığıyla incelenmiş ve bulgular Tablo-3.15’te sunulmuştur. Söz konusu modelde kullanılan tüm değişkenlerin durağan olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Tablo-3.16’da Driscoll-Kraay standart hata tahmin sonuçları paylaşılmıştır. R^2 değeri % 52 olarak hesaplanmış ve F değeri 502,18 bulunmuştur. Buna göre bağımlı değişkendeki değişimin yaklaşık %52’si bağımsız değişkenler tarafından açıklanmakta ve F istatistiği olasılık değeri de modele dahil edilen tüm değişkenlerin toplu olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.

Tablo-3.16: Driscoll-Kraay Standart Hatalar Tahmincisi Sonuçları

Bağımlı Değişken: LCDS	Katsayı	Standart Hata	Olasılık Değeri
JPR	0.3791	0.1124	0.001***
CARZV	-1.8836	0.5361	0.001***
DKO	68.6045	25.6907	0.009***
BLRZ	0.0255	0.006	0.000***
Kriz	0.6863	0.0138	0.009***
Sabit	4.1738	0.029	0.000***
Gözlem	884		
F ist.	502.18		
Olasılık	0.000		
R ²	0.5231		

Not: ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 hata düzeyinde anlamlılığı temsil etmektedir.

Modelde JPR ve bağımlı değişken $\ln(\text{CDS})$ arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. JPR’de meydana gelecek bir puanlık artış $\ln(\text{CDS})$ değişkeninde aynı yönde %0,37 oranında bir değişim meydana getirecektir.

DKO, CARZV ve BLRZ değişkenlerinin istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif katsayıya sahip olduğu belirlenmiştir. DKO değişkeninde meydana gelecek bir birimlik artış bağımlı değişkeni %68.60 oranında arttıracaktır. BLRZ değişkenindeki bir puanlık artış ise bağımlı değişkeni %0.02 oranında arttıracaktır. CARZV değişkenindeki 1 birimlik artışlar ülke riskini %-1,88 oranında azalmasına neden olacaktır.

2008 krizi için oluşturulan kukla değişkenin $\ln(\text{CDS})$ üzerindeki etkisi %0,68 oranında, istatistiksel olarak anlamlı ve pozitifdir. Başka bir ifadeyle, küresel kriz $\ln(\text{CDS})$ değişkeninde artışa sebep olmuştur.

JPR değişkeni ve CDS primi arasındaki ilişki, endeksi oluşturan değişkenlerde meydana gelecek iyileştirmeler sonucunda ülke riskinin olumlu etkileneceğini ifade etmektedir. Olası savaş ve terör tehdidi gibi ulusal sorunlara yol açan huzursuzluk ortamının iyileştirilmesine yönelik politikalar neticesinde ülkelerin riskinde bir düşüş yaşanması mümkün hale gelecektir. Ulusal varlık fonlarına sahip ülkeler jeopolitik belirsizlikten daha az etkilenmekte; jeopolitik belirsizliğin yüksek olduğu dönemlerde

tahvil ve kredi piyasalarındaki likidite azlığını çözmek için devlet varlık fonlarının arttırılması, ülke kredi riski yönetimi faaliyetlerine, beklenen jeopolitik belirsizlik düzeyine dayalı olarak stratejik yaklaşım gerekmektedir. JPR'deki bir artışın ülke kredi riskinin artmasına yol açması ve fonlama maliyetlerini olumsuz etkilemesi nedeniyle, uluslararası finansman ihtiyacı olan ülkelerin, beklenen jeopolitik belirsizliğe göre stratejilerini revize etmesi ve uyarlaması olası risk artışını önleyecektir (Naifar, and Aljarba, 2023: 16).

CARZV, ülke rezervlerinin cari açığı karşılayabilme gücünü göstermektedir. Bu değişken yüksek cari açık yaşanması durumunda rezerv oranının yeterli olması sonucu ekonomilerin borç ödeme noktasında herhangi bir olumsuzluk yaşamayacaklarını ifade etmektedir. Güçlü rezervler, güven ve finansal istikrara katkıda bulunarak ülke riskinde olumlu sonuçlar meydana gelmesini sağlamaktadır. Nitekim 2023 ortasından itibaren yeni ekonomi yönetiminin politika çerçevesi ile düzenli artan rezervler, Türkiye için ülke risk primini düşürürken ülke kredi notunda artışları ve yabancı sermaye girişlerini beraberinde getirmiştir.

DKO, iktisadi alanda istikrarsızlık, belirsizlik veya kararsızlık gibi olumsuz bir ortam oluşturarak sermaye çıkışını hızlandırması, istenmeyen finansal olayları da beraberinde getirmesiyle (Wang et.al, 2013: 589) ülke riskinde önemli artışlara neden olmaktadır. Döviz rezervlerinin arttırılması oynaklık riskinin azaltılmasına; böylece risk artışının önüne geçilmesine de olanak sağlayacaktır. Bu anlamıyla ilgili değişkenin katsayısı teorik ve ampirik literatürle tutarlıdır.

Ülke ekonomisinde belirsizlik ortamını ifade eden BLRZ değişkeni, diğer değişkenlere göre daha az etkili olmakla birlikte risk artışına neden olmaktadır. Bu değişken için elde edilen katsayı da teorik beklenti ile uyumludur.

2008 yılında yaşanan krizi ifade eden KRİZ kukla değişkeni ülke riskini etkileyen faktörler arasında yerini almıştır. Yayılma ve bulaşma yoluyla iktisadi hasara sebep olan krizler, özellikle gelişmekte olan ülkelere yönelik algıda/beklentilerde bozulmalara ve ülke riskinde artışlara sebep olmaktadır.

3.3. SERMAYE HAREKETLERİNİN BELİRLEYİCİLERİ: PANEL VERİ ANALİZİ

Bu çalışmada, çekici özelliklerin dahil olduğu ikinci bir model tasarlanarak, yükselen ekonomilere yönelik sermaye hareketlerini etkileyen faktörler araştırılmıştır. Burada da önce analizde kullanılacak yöntem, model ve veri seti tanıtılacak ve müteakiben modelin tahminiyle elde edilen bulgular tartışılacaktır.

3.3.1. Yöntem: CS-DL Modeli

Cross-Sectionally Augmented Distributed Lag (CS-DL) modeli, dinamik heterojen panel veri modellerinde uzun vadeli etkilerin tahmininde kullanılmakta ve Türkçe karşılığı yatay-kesitsel olarak artırılmış dağıtılmış gecikme yaklaşımı olarak ifade edilmektedir. Model, bağımlı değişkenin gecikmelerini içermeyen ve artık faktör hata yapısına ve kendine özgü hataların zayıf yatay kesit bağımlılığına izin veren dağıtılmış bir gecikme temsiline dayanmaktadır. Monte Carlo simülasyonları aracılığıyla elde edilen sonuçlarda, örneklem boyutu arttıkça sapmalar çok küçük hale geldiğinden karşıt nedensellik durumunda dahi iyi performans elde edildiği düşünülmektedir. CS-DL modeli 7 numaralı eşitlikle tahmin edilmektedir:

$$\Delta y_{i,t} = \mu_i + \theta'_i x_{i,t} + \sum_{l=0}^{p-1} \beta'_{i,l} \Delta x_{i,t-l} + \gamma_{y,i} \Delta \bar{y}_t + \sum_{l=0}^3 \gamma'_{x,i,l} \bar{x}_{t-l} + e_{i,t} \quad (7)$$

CS-DL tekniğinin temel faydası, yatay kesit bağımlılığı, otokorelasyon ve birim kök sorunlarına karşı dirençli olmasıdır. Aynı zamanda yapısal kırılma durumlarını da dikkate almaktadır. Tek zafiyeti içsellik sorununa çözüm getirememesidir. Bu durumda modele araç değişkenler ilave edilerek sorun ortadan kaldırılmaktadır. CS-DL yaklaşımı T orta derecede büyük olduğunda ($30 < T < 100$) uygulanmaktadır.

3.3.2. Model ve Veri Seti

Bu çalışma için, Birinci Bölüm 'de açıklanan teorik bilgiler ve mevcut literatürden yararlanılmak suretiyle gelişmekte olan ülkelere sermaye akışlarının belirleyicilerini tespit etmek üzere bir model geliştirilmiştir. Bağımlı değişken, doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımlarının toplamından oluşan (DYY+PY) sermaye akımlarıdır.

$$\ln(\text{SH})_{it} = \ln(\text{CDS})_{it} + \ln(\text{DAO})_{it} + \text{DAREZ}_{it} + \text{FA}_{it} + u_i$$

Bağımsız değişkenler olarak Kredi temerrüt takası (CDS), Dışa açıklık oranı (DAO), Rezervlerin dış açığı karşılama oranı (DAREZ) ve Finansal açıklık oranı (FAO) kullanılmıştır.

Yükselen piyasa ekonomileri olarak değerlendirilen 13 gelişmekte olan ülkenin (Arjantin, Brezilya, Çin, Kolombiya, Endonezya, Güney Kore, Meksika, Malezya, Filipinler, Rusya, Tayland, Türkiye ve Güney Afrika) 2006-2022 dönemine ait çeyreklik verileri kullanılmıştır.

Tablo-3.17: Değişkenler, Tanım ve Veri Kaynağı

Değişken	Tanımlar	Kaynak
Sermaye Hareketleri (SH)	Portföy Yatırımları+Doğrudan yabancı yatırım girişleri	İMF
Kredi Temerrüt Takası (CDS)	Kredi Temerrüt Takası	Datastream
Dışa açıklık oranı (DAO)	(ihracat+ithalat/GSYİH)	İMF
Rezervlerin dış açığı karşılama oranı (DAREZ)	(ihracat-ithalat)/Brüt Rezervler	İMF
Finansal açıklık oranı (FAO)	$(\text{Gayrisafi Sermaye Girişi} + \text{Çıkışı}) / (\text{GSYİH}) \times 100$	İMF

CDS priminin yüksek olması ülkeler için bir risk teşkil etmekte ve yatırımcılar için olumsuz bir özellik olarak görülmektedir. CDS primindeki artışların sermaye hareketlerini azaltması; düşüşlerin ise tersi bir etki meydana getirmesi beklenmektedir.

Dışa açıklık oranı bir ülke milli gelirine oranla dış ticaret performansını göstermektedir. Ülkelerin dışa açıklık oranlarının artması, küresel piyasalara daha fazla entegre olma eğilimini yansıtmakta ve yabancı yatırımcılar için ülke cazibesini desteklemektedir. Ticaret önündeki engellerin kaldırılması, idari ve bürokratik engelleri azaltarak yatırım ortamının iyileşmesini sağlamaktadır (Bayraktutan ve Alancıoğlu, 2021: 48). Dolayısıyla dışa açıklığın sermaye akımları üzerinde anlamlı ve pozitif bir etki meydana getirmesi beklenmektedir.

Rezervlerin dış açığı karşılama oranı, ülkelerin dış finansman yeteneğini ifade etmektedir. Ulusal rezervlerin yeterliliği ve borç çevirme kapasitesi, risk algısı

bakımından güven vermekte ve bu yabancı yatırım girişlerinde artışla sonuçlanmaktadır. Modelde yer alan bu değişkeninin katsayısının pozitif olması beklenmektedir.

Finansal açıklık oranı, bir ülke finansal piyasasına, başka ülkelerde yerleşik yatırımcıların erişimini engelleyen kısıtlamaların azaltılması/kaldırılması yoluyla uluslararası finansal işlem yapma kolaylığının artması olarak yorumlanmaktadır (Avdjiev, and Spasova, 2022: 2-4). A priori olarak finansal açıklık oranındaki artışların sermaye hareketlerinde artışa sebep olacağı düşünülmektedir.

3.3.3. Ampirik Bulgular

Analiz için tasarlanan modelin değişkenleri arasında yatay kesit bağımlılığının olup olmadığının belirlenmesi için Breusch Pagan LM (1980) testi yapılmış; yatay kesit bağımlılığının belirlenmesi üzerine, serilerin durağanlık derecelerinin saptanması için ikinci nesil birim kök testlerinden olan PANICCA testinden faydalanılmıştır. Değişkenlere ait katsayı tahminleri için, yatay kesit bağımlılığını dikkate alan ve aynı zamanda, birim kök, katsayıların heterojenliği ve serisel korelasyon durumlarında tutarlı sonuçlar veren CS-DL (cross-sectionally augmented distributed lag) modeli uygulanmıştır.

Tablo-3.18: Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları

Test	Statistic	Olasılık
LM (Breush Pagan)	297.2 ***	0.0000
LM adj* (NLM)	77.48 ***	0.0000
LM CD (Pesaran Ulah Yamagata)	7.373***	0.0000

Not: ***, %1 düzeyinde istatistiki anlamlılığı ifade etmektedir.

Tablo-3.18’de yatay kesit bağımlılığı sonuçları yer almaktadır. Zaman ve birim boyutu göz önünde bulundurulduğunda, Breush Pagan LM testi daha doğru sonuçlar vermekle birlikte, üç test de aynı doğrultuda tahmin gerçekleştirmektedir. LM testi sonuçlarına göre, modelde kullanılan değişkenler için yatay kesit bağımlılığının olmadığını belirten sıfır hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilmektedir.

Tablo-3.19: PANICCA Panel Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken	P_a	P_b	PMSB
Düzy			
LSHGDP	-0.753 (0.2258)	-0.652 (0.257)	-0.462 (0.321)
LCDS	-3.65*** (0.0001)	-2.032*** (0.0211)	-1.324* (0.092)
LDAO	0.655 (0.7436)	0.693 (0.756)	0.393 (0.652)
DTAREZ	-1.364* (0.0863)	-1.099 (0.135)	-0.588 (278)
FAO	-23.65*** (0.000)	-6.658*** (0.000)	-1.847** (0.032)
Birinci fark			
LSHGDP	-113.87*** (0.000)	-17.443*** (0.000)	-2.136*** (0.000)
IDAO	-82.171*** (0.000)	-13.29*** (0.000)	-1.81*** (0.000)
DTAREZ	-20.292*** (0.000)	-5.052*** (0.000)	-1.257* (0.094)

Not: Parantez içerisindeki değerler olasılık değerleri göstermektedir ve “***”, “**” ve “*” işaretleri sırasıyla %1, %5 ve %10 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Tablo-3.19’da sunulan PANICCA birim kök test sonuçlarına göre, LCDS ve FAO değişkenleri düzeyde durağanken, LSHGDP, IDAO ve DTAREZ değişkenleri, birinci fark durağan çıkmıştır.

Tablo-3.20’de CS-DL modeline ait uzun dönemli tahmin sonuçları yer almaktadır. CDS primindeki artışların sermaye hareketlerini olumsuz etkilediğini ve CDS primi artışının sermaye üzerindeki olumsuz etkisinin gecikme seviyelerine bağlı olarak 0,13 ile 0,18 arasında değiştiğini göstermektedir. CDS primindeki artışlar tararruf sahipleri üzerinde olumsuz izlenim bırakarak sermayelerini riski düşük ülkelerde değerlendirmelerine yol açmaktadır. GOÜ’in ülke riskini düşürecek yönde politikalar izlemeleri gerekmektedir.

LDAO değişkenindeki % 1’lik artış sermaye girişlerini, gecikme seviyelerine bağlı olarak % 0,92 ile %1,18 arasında arttırmaktadır. Antras ve Caballero (2009) ülkelerin dışa açıklık oranıyla sermaye akışlarının birbirini tamamladığını bulgulamışlardır. Sermaye çıkışlarının önlenmesi için gelişmekte olan ekonomilerin sermaye hesabından

önce ticareti serbestleştirmesinin önemi vurgulanmıştır. Ayrıca dış açıklık oranının artması, ülkelerin küresel ekonomi ile bütünleşmesini kolaylaştırarak yatırımcılar için daha az riskli bir yatırım ortamı oluşturacak ve dolayısıyla sermaye çekme potansiyelinde artış elde edilmesini sağlayacaktır (Bayraktutan ve Özgür, 2016: 91).

Tablo-3.20: CS-DL Modeli Tahmin Sonuçları

Bağımlı değişken: LSHGDP	CS-DL (1 lag)	CS-DL (2 lags)	CS-DL (3 lags)
LCDS	-0.1354417** (-0.010)	-0.1575751*** (0.004)	-0.188216*** (0.002)
LDAO	0.7135296*** (0.002)	0.7664777*** (0.001)	0.7935298*** (0.002)
DTAREZ	0.9217967*** (0.008)	1.125331** (0.013)	1.186052** (0.021)
FAO	0.0155337*** (0.002)	0.0196382*** (0.002)	0.0183894*** (0.004)
R²	0.78	0.78	0.80
CD test	-2.19	-1.45	-0.88
N	858	832	806

Not: Parantez içerisindeki değerler olasılık değerleri göstermektedir ve ***, ** ve *, sırasıyla %1, %5 ve %10 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir.

DTAREZ değişkeni rezervlerin dış ticaret açığını karşılama gücünü ifade etmektedir. Dış ticaret açığının finanse edilememesi sonucu ortaya çıkan döviz gereksinimi ve borç sarmalı ülkelerin iktisadi kırılganlığını artırmaktadır. Rezerv miktarının dış ticaret açığını karşılama oranının yüksek olması finansal sağlık göstergesi olarak ülkenin sermaye çekme potansiyelinin artmasını sağlayacaktır. DTAREZ değişkenindeki % 1’lik artışın sermaye girişlerini, gecikme seviyelerine bağlı olarak %0,92 ile % 1,18 arasında arttırması da bu savı destekler niteliktedir.

FAO değişkeni ülkelerin sermaye serbestliği derecesini ifade etmektedir. Bir ülkenin finansal açıklık oranı ne kadar yüksekse sermaye çekme olasılığı da buna paralel olarak artış göstermektedir. FAO değişkenindeki bir birimlik artış sermaye girişlerini % 0,015 ile % 0,018 arasında arttırmaktadır. Bu bulgu, Eichengreen vd. (2018) ve Wang ve Li (2018) ile benzerlik göstermektedir.

SONUÇ VE GENEL DEĞERLENDİRME

Uluslararası sermaye hareketleri, tasarruf yetersizliği sorununu kendi iç dinamikleriyle karşılayamayan gelişmekte olan ülkeler için oldukça önemlidir. Yurt içi tasarrufların imkan kısıtını aşacak yatırıma yönelmek isteyen ve/veya cari açık finansmanında sorun yaşayan ekonomiler yabancı yatırımlara ihtiyaç duymaktadır. Yabancı sermaye girişleri finansman miktar ve kalitesine bağlı olarak gelir üretebilme gücünü arttırmaktadır. Bu bağlamda sermaye girişlerinin artırılmasının hangi faktörlere bağlı olduğu ülkelerin bu konuda nasıl bir yol izleyeceğinin belirlenmesi politika yapıcıların ve akademik camianın ilgisini çeken konulardan biri olmuştur.

Uluslararası sermaye hareketlerinin büyük ölçüde güven esasına bağlı olarak gerçekleşmesi, ülke riski kavramını gündeme getirmektedir. Ülke risk değerlendirmesi birkaç farklı kredi derecelendirme kuruluşu tarafından gerçekleştirilmektedir. Bunlar arasında önde gelenler Standard and Poor's, Moody's ve Fitch Ratings şirketleridir. Fakat bu kuruluşların açıklanan değerlendirme ölçütlerine rağmen takdir ettikleri notların yerindeliğine ilişkin sorgulamalar, güvenilirliklerinin zedelenmesine sebep olmuş ve iktisadi aktörleri alternatif arayışlara yönlendirmiştir. Bu çerçevede en yaygın takip edilen göstergelerden biri ülkelerin CDS primleridir. CDS primlerinin döviz kurlarına benzer bir şekilde anlık arz ve talep doğrultusunda oluşması, ülke riskini ölçmede güvenilir değerlendirme aracı olarak kabul edilmesine neden olmuştur.

CDS primi ve uluslararası sermaye girişlerini etkileyen faktörlerin analizini amaçlayan bu çalışma, jeopolitik risk ve rezervlerin cari açığı karşılama oranının ilk kez kullanılması, sermaye hareketleri üzerinde CDS priminin etkisi ve aynı zamanda sermaye hareketleri ve ülke riskinin belirleyicilerinin bir arada tahmin edilmesi yönüyle özgün bir niteliğe sahiptir. Bu konuda oldukça sınırlı sayıda araştırmanın/yayının varlığı literatüre katkıyı öne çıkarmaktadır.

Kavramsal çerçevenin ortaya konduğu birinci bölümde sermaye hareketleri ve CDS priminin belirleyicileri teorik literatürden yararlanılarak açıklanmıştır. İkinci bölümde dünyada sermaye hareketleri ve risk değerlendirmeleri, örnekleme oluşturan 13 ülke için, büyüme, kamu borcu, cari hesap, bütçe açığının GSYİH'ya oranı, enflasyon, işsizlik ve politika faizi gibi iktisadi faktörler bağlamında ele alınmıştır.

Bu çalışmada 2006Q1- 2022Q4 dönemini kapsayan ve çeyreklik verilerden oluşan bir veri seti yardımıyla ülkeye özgü faktörler olarak, jeopolitik risk, rezervlerin cari açığı karşılama oranı yanında, 2008 küresel finans krizi kukla değişkeni, döviz kuru oynaklığı ve belirsizlik ile CDS primi arasındaki ilişki 13 gelişmekte olan ülke örnekleminde Driscoll-Kraay yöntemi kullanılarak analiz edilmiştir. Panel verilerde, özellikle zaman ve birim boyutunun birlikte ele alınması sonucu meydana gelen otokorelasyon, yatay kesit bağımlılığı ve değişen varyans problemlerinin varlığında katsayılar tutarsız ve yanlış sonuçlara neden olabilmektedir. Driscoll-Kraay yöntemi bahsi geçen sorunlara dirençli olmasından dolayı tercih edilmiştir. Model tahmini sonucunda Döviz kuru oynaklığının ülke riskini en fazla etkileyen değişken olduğu belirlenmiştir. Ma vd. (2018), tarafından yapılan çalışmada benzer sonuçlara ulaşılmıştır. İkinci sırada ise ülke riskini negatif yönde etkileyen değişken olan rezervlerin cari açığı karşılama oranı gelmektedir. Jeopolitik risk ile CDS arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Bratis vd. (2021), Naifar ve Aljarba (2023) gibi birçok başka çalışmada da, pozitif korelasyon bulgulanmıştır. Ülkede belirsizlik ortamı ve küresel bir krizin ülke riskini pozitif etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Aynı örneklemin yine aynı döneme ait verileriyle uluslararası sermaye hareketlerinin belirleyicileri CS-DL modeli kullanılarak tahmin edilmiştir. Yatay kesit bağımlılığı, otokorelasyon ve birim kök sorunlarına karşı dirençli oluşu; homojen, heterojen panellerde sorun yaratmaması, yapısal kırılma durumlarını da dikkate alması yanında örneklem boyutu 68 olduğundan T orta derecede büyük olduğunda ($30 < T < 100$) uygulanan CS-DL yaklaşımı tercih edilmiştir.

İkinci analiz için tasarlanan modelde bağımlı değişken sermaye hareketleri iken açıklayıcı değişkenler, CDS primi, dışa açıklık oranı, rezervlerin dış ticaret açığını karşılama oranı ve finansal açıklık oranıdır. Model tahmini sonucunda CDS priminde meydana gelen artışların sermaye hareketlerini negatif etkilediği görülmüştür. Bu bulgu, teorik beklentiyle uyumludur ve mevcut literatürden ayrılmaktadır. Örneğin Goldberga ve Krogstrup (2023), ülke riski ile sermaye hareketleri arasında anlamlı bir ilişki olmadığını gözlemlemiştir. Rezervlerin dış ticaret açığını karşılama oranının sermaye girişlerini en fazla etkileyen değişken olduğu belirlenmiştir. Dışa açıklık oranı ve

finansal açıklık oranının da teorik beklentilere uygun ve mevcut literatürle uyumlu olarak sermaye girişlerini pozitif etkilediğini gösteren bulgular elde edilmiştir. Nitekim Byrne ve Fiess (2011), Ayaydın ve Baltacı (2012), Eichengreen vd. (2018) de benzer sonuçlara ulaşmışlardır.

Modelin analiziyle ülke riskini etkileyen faktörler ve etki düzeyi belirlenmiştir. Akademik açıdan sınırlı olan gelişmekte olan ekonomilerde ülke risk belirleyicileri literatürüne katkıda bulunulmuştur. Ülke riski analiz sonuçlarını yorumlamak gerekirse, döviz rezervlerinin arttırılması hem doğrudan hem de döviz kurundaki oynaklığın önlenmesi yoluyla dolaylı olarak ülke riskinin azaltılmasına katkıda bulunacaktır. Ülke fonlarının yeterli ve iyi yönetimi yaşanacak herhangi bir jeopolitik problem sonucu oluşacak risk düzeyindeki artışı absorbe edebilecektir. Aynı şekilde rezerv miktarındaki artış cari açık kaynaklı kaygıları teskin ederek ülke riskinde oluşabilecek bir artışı önleyecektir.

Uluslararası sermaye girişleri, beklenen olumlu etkilerinin yanı sıra doğru yönetilememesi halinde olumsuz birçok sonuca yol açma potansiyeli de barındırmaktadır. Yabancı sermaye girişi formunda döviz girişlerindeki artış milli parayı değerlendirmekte; bu da ihracatı baskılayıp ithalatı arttırarak dış ticaret açıklarına neden olabilmektedir. Öte yandan ani yabancı sermaye çıkışları yeterli döviz birikimine sahip olmayan ülkelerde şoklar meydana getirebilmektedir. Sermaye hareketlerinin doğru bir şekilde yönetilmesi, yaşanacak olumsuzlukların önüne geçilmesini sağlayabilecektir. Bu çalışma için yapılan analiz bulguları şu saptamaları ortaya çıkarmaktadır: Ülke riskinde oluşabilecek artışların önüne geçilmesi yabancı sermaye girişlerini desteklemektedir. Aynı şekilde rezervlerin dış ticaret açıklarını karşılama kapasitesi, dışa açıklık ve finansal açıklık oranları da sermaye girişlerini pozitif yönde etkilemektedir. Bu doğrultuda sermaye girişlerini artırmak için hükümetlerin uygulayabileceği çeşitli politikalar ve stratejiler bulunmaktadır. Enflasyon öngörüyü zorlaştıran belirsizlik etkeni olması sebebiyle yatırımcı için tercih edilmeyen bir problemdir. Gerektiğinde dış ticaret politikası enstrümanları da kullanılarak ithal girdi ihtiyacını azaltan yurt içi üretimi teşvik edecek uygulamalar ve döviz kuru istikrarı sağlanarak maliyet enflasyonunun önlenmesi önerilir. İhracat odaklı büyüme, rezerv birikimi yoluyla ülkenin dış finansman

ve borç çevirme kabiliyetini iyileştirerek uluslararası piyasalarda risk ve güven algısını ve sonuçta sermaye akışını pozitif yönde etkiler. Çevre dostu uygulamalar, yazılım ve yapay zeka gibi yenilikçi teknoloji yatırımlarına vergi muafiyetleri ve yabancı yatırımcılara güven veren, iş yapmayı kolaylaştıran hukuki düzenlemeler yararlı olacaktır. Eğitim sistemi, nitelik ve kapasitesi iyileştirilerek işgücü niteliğinin; jeopolitik konumun avantajını kullanacak şekilde ulaşım, enerji, iletişim ve lojistik altyapısının geliştirilmesi, yatırımcılar için iş yapma ortamını daha cazip kılar. Uluslararası forumlarda ülke olanakları tanıtım etkinlikleri algı ve beklenti yönetimi bakımından yararlı olacaktır. Küresel finansal işleyiş ve piyasa dinamikleri bakımından istikrar ve şeffaflık yatırımcı güveninin kazanılmasını sağlayarak ülkeye sermaye girişini destekleyecektir. Benzer şekilde, komşu ülkelerle iyi ilişkiler; bölgesel sorunların çözümüne diplomatik katkılar, jeopolitik risk algısını ülke lehine biçimlendirerek yabancı sermaye girişinin düzenli ve istikrarlı olmasına katkı sunacaktır. Ampirik analizin bulguları çerçevesinde GOÜ'lere yönelik olarak sıralanan politika önerileri, Türkiye için de geçerlidir.

Ülke riski ve yabancı sermaye girişlerinin belirleyicileri farklı gelişme düzeyine sahip ülkeleri içeren bir örneklem bakımından da analize konu edilebilir. Ayrıca, kurulan modeller çerçevesinde, birinci ve ikinci bölümlerde ortaya konan kuramsal kurguya uygun olarak, sermaye hareketlerinin ve ülke riskinin belirleyicileri üzerinde durulurken portföy ve doğrudan yabancı yatırım ayırımına gidilmesi düşünülebilir. Bu çalışmanın amaç ve kapsamı dışında kalan bu analizler başka çalışmalara konu olabilir.

KAYNAKÇA

- Adalsteinsson, Gudni (2014). *The Liquidity Risk Managment Guide*, West Sussex: Wiley.
- Agarwal, Jamuna P. (1980). “Determinants of Foreign Direct Investment: A Survey”. *Weltwirtschaftliches Archiv*, 116(4): 739-773
- Agarwal, Reena N. (1997). “Foreign Portfolio Investment in Some Developing Countries: A Study of Determinants and Macroeconomic Impact”. *Indian Economic Review*, 2: 217-229.
- Aizenman, Joshua, and Nancy Marion (2004). “The Merits of Horizontal Versus Vertical FDI in the Presence of Uncertainty”. *Journal of International economics*, 62(1): 125- 148
- Aizenman, Joshua, Michael Hutchison, and Yothin Jinjara (2013). “What is the Risk of European Sovereign Debt Defaults? Fiscal Space, CDS Spreads and Market Pricing Of Risk”. *Journal of International Money and Finance*, 34: 37-59.
- Al, İbrahim ve Murat Belke (2018). “Politik İstikrarsızlık İle Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki: Mena Ülkeleri İçin Panel Nedensellik Analizi”. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, 271-286.
- Alfaro, Laura, Sebnem Kalemli-Ozcan, and Vadym Volosovych (2005). “Capital Flows in a Globalized World: The Role of Policies and Institutions”. NBER Working Paper 11696. Cambridge, United States: National Bureau of Economic Research.
- Aliber, Robert Z. (1970). *A Theory of Direct Foreign Investment*, in Charles P. Kindleberger (ed.), *The International Corporation*, Cambridge, M.I.T. Press, England.
- Altunöz, Utku (2021), Kredi Temerrüt Takaslarının (CDS) Belirlenmesinde Makroekonomik Göstergelerin Gücü: Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Panel ARDL Analizi, *Global Journal of Economics and Business Studies*, 10(19): 110-126.
- Akan, N. Burak (2007). Piyasa Riski Ölçümü. *Bankacılar Dergisi*, 61: 59-74.
- Akan, N. Burak (2008). Likidite Riski Ölçümü. *Bankacılar Dergisi*, 66: 66-81
- Altomonte, Carlo, and Enrico Pennings (2003). “Oligopolistic Reaction to Foreign Investment in Discrete Choice Panel Data Models”. CEPR, NBER and Università Bocconi, Working Paper n. 243.
- Amadei, Luca, Simona Di Rocco, Monica Gentile, Renato Grasso, and Giovanni Sicilya (2011). “Credit Default Swaps: Contract Characteristics and Interrelations with The Bond Market”. *Discussion Papers*.
- Amato, Jeffery D, and Jacob Gyntelberg (2005). “CDS Index Tranches and the Pricing of Credit Risk Correlations”. *BIS Quarterly Review*, March.
- Antras, Pol, and Ricardo J. Caballero (2009). “Trade and Capital Flows: A Financial Frictions Perspective”. *Journal of Political Economy*, 117(4): 701-744.

- Arias, Fernando, David Delgado, Daniel Parra, and Hernán Rincón-Castro (2016). “Gross Capital Flows and Their Long-Term Determinants for Developing Economies: A Panel Co-integration Approach”. *Borradores de Economía*, 932: 1-30.
- Aristovnik, Aleksander (2007). “Short- and Medium-Term Determinants of Current Account Balances in Middle East and North Africa Countries”. William Davidson Institute Working Paper No. 862.
- Arouri, Mohamed El Hedi, Duc Khuong Nguyen, and Kuntara Pukthuanthong (2012). “An International CAPM for Partially Integrated Markets: Theory and Empirical Evidence”. *Journal of Banking & Finance*, 36(9): 2473-2493.
- Arslan, Ahmad, and Jorma Larimo (2011). “Greenfield Investments or Acquisitions: Impacts of Institutional Distance on Establishment Mode Choice of Multinational Enterprises in Emerging Economies”. *Journal of Global Marketing*, 24(4): 345-356.
- Augustin, Patrick, Marti G. Subrahmanyam, Dragon Yongjun Tang, and Sarah Qian Wang (2014). “Credit Default Swaps: A Survey”. *Foundations and Trends® in Finance*, 9(1–2): 1-196.
- Avdjiev, Stefan, Bryan Hardy, Sebnem Kalemli-Ozcan, and Luis Servén (2018). “Gross Capital Flows By Banks, Corporates, and Sovereigns”. The World Bank. Working Paper, 23116.
- Avdjiev, Stefan, and Tsvetana Spasova (2022). “Financial Openness and Inequality”. Bank of International Settlement (BIS). Working Paper.
- Avino, Davide, and Ogonna Nneji (2014). “Are CDS Spreads Predictable? An Analysis of Linear and Non-Linear Forecasting Models”. *International Review of Financial Analysis*, 34: 262-274
- Ayal, Igal (1981). “International Product Life Cycle: A Reassessment and Product Policy Implications”. *Journal of Marketing*, 45(4): 91-96.
- Ayaydın, Hasan ve Nuri Baltacı (2012). “Finansal Açıklık, Sermaye Hareketliliği, Tasarruf ve Yatırım İlişkisi: Brics Ülkeleri Örneği”. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 14(2): 51-74.
- Aziz, Bilal, Zeeshan Anwar, and Sundas Shawnawaz (2015). “Determinants of Foreign Portfolio Investment (FPI): Empirical Evidence from Pakistan”. *Asian Journal of Educational Research and Technology*, 5: 161-169.
- Bailliu, Jeannine N. (2000). “Private Capital Flows, Financial Development, and Economic Growth in Developing Countries”. Bank of Canada, Working Paper, 15.
- Bárány, Zsófia, Nicolas Coeurdacier, and Stephane Guibaud (2023). “Capital Flows in an Aging World”. *Journal of International Economics*, 140: 103707.
- Barclay, Lou Anne A. (2000). *Foreign Direct Investment in Emerging Economies: Corporate Strategy and Investment Behavior in The Caribbean*, London: Taylor & Francis Group.

- Baresa, Suzana, Sinisa Bogdan, and Sasa Ivanovic (2012). "Role, Interests and Critics of Credit Rating Agencies", *UTMS Journal of Economics*, 3(1): 71-82
- Bark, Hee-Kyung K. (1991). "Risk, Return, and Equilibrium in The Emerging Markets: Evidence from The Korean Stock Market". *Journal of Economics and Business*, 43(4): 353-362.
- Barkema, Harry G., and Freek Vermeulen (1998). "International Expansion Through Start-Up or Acquisition: A Learning Perspective". *Academy of Management journal*, 41(1): 7-26.
- Basu, Debarati, and Deepak Chawla (2010). "An Empirical Test of CAPM-The Case of Indian Stock Market". *Global Business Review*, 11(2): 209-220.
- Bayrakdaroglu, Ali ve Çağatay Mirgen (2021). Kredi Temerrüt Takası (CDS) ve Borsa Endeks İlişkisi: BRICS Ülkeleri Üzerine Bir Araştırma. *Ekonomi, Politika & Finans Araştırmaları Dergisi*, 6: 65-78.
- Bayraktutan, Yusuf (2022). *Uluslararası İktisat*, Kocaeli: Umuttepe Yayınevi.
- Bayraktutan, Yusuf ve Gülden Şensoy (2022). "Kredi Derecelendirme ve İktisadi Görünüm: Seçilmiş Ülkeler Üzerinden Bir Değerlendirme", içinde Fetullah Akın ve Hasan Çebi Bal (Der.), *Dünya ve Türkiye Ekonomisi Üzerine Seçme Yazılar*, 2. Baskı, Bursa: Ekin Yayınevi.
- Bayraktutan, Yusuf ve Meltem Tarı Özgür (2016), "Politik Riskler, İki Taraflı Yatırım Anlaşmaları ve Uyuşmazlıklar Bağlamında Doğrudan Yabancı Yatırımlar", *Uluslararası Ekonomik Araştırmalar D.*, 2(4): 87-104.
- Bayraktutan, Yusuf ve Erdal Alancioğlu (2021). "Gelişmekte Olan Ülkelerde Doğrudan Yabancı Sermaye Girişlerinin Belirleyicileri: Panel Veri Analizi", *Turkish Studies Social*, 16(1): 45-57. <https://dx.doi.org/10.47356/TurkishStudies.46699> EBSCO
- Bekaert, Geert, and Robert J. Hodrick (2011). *International Financial Management*. Second Edition. New Jersey: Pearson.
- Beugelsdijk, Sjoerd, Roger Smeets, and Remco Zwinkels (2008). "The Impact of Horizontal and Vertical FDI on Host's Country Economic Growth". *International Business Review*, 17(4): 452-472.
- BIS (2023). <https://stats.bis.org/statx/srs/table/d10.1?p=20201&c/01.01.2023>.
- BIS Monetary and Economic Department. (2023). *Statistical Release-OTC Derivatives Statistics*.
- Blanco, Roberto, Simon Brennan, and Ian W. Marsh (2005). "An Empirical Analysis of The Dynamic Relation Between Investment-Grade Bonds and Credit Default Swaps". *The journal of Finance*, 60(5): 2255-2281.
- Blommestein, Hans, Sylvester Eijffinger, and Zongxin Qian (2016). "Regime-Dependent Determinants of Euro Area Sovereign CDS Spreads". *Journal of Financial Stability*, 22: 10-21.

- Boero, Gianna, Zeyyad Mandalinci, and Mark P. Taylor (2019). "Modelling Portfolio Capital Flows in A Global Framework: Multilateral Implications of Capital Controls". *Journal of International Money and Finance*, 90: 142-160.
- Bosworth, Barry P., Susan M. Collins, and Carmen M. Reinhart (1999). "Capital Flows to Developing Economies: Implications for Saving and Investment". *Brookings Papers on Economic Activity*, 1: 143-180.
- Bouchet, Michel Henry, Ephraim Clark, and Bertrand Gros Lambert (2003). *Country Risk Assessment: A Guide to Global Investment Strategy*. West Sussex: John Wiley & Sons.
- Brana, Sophie, and Delphine Lahet (2010). "Determinants of Capital Inflows into Asia: The Relevance of Contagion Effects As Push Factors". *Emerging Markets Review*, 11(3): 273-284.
- Bratis, Theodoros, Georgios P. Kouretas, Nikiforos T. Laopodis, and Prodromos Vlamis (2021). "Sovereign Credit and Geopolitical Risks During and After the EMU Crisis". *International Journal of Finance & Economics*.
- Brouthers, Keith D., Lance Eliot Brouthers, and Steve Werner (1996). "Dunning's Eclectic Theory and The Smaller Firm: The Impact of Ownership and Locational Advantages on The Choice of Entry-Modes in the Computer Software Industry". *International Business Review*, 5(4): 377-394.
- Brown, Ken, and Peter Moles (2014). *Credit Risk Management*. Edinburgh: Heriot-Watt University, 1: 1044.
- Buckley, Peter J. (1988). "The Limits of Explanation: Testing the Internalization Theory of the Multinational Enterprise". *Journal of International Business Studies*. 19 (2): 181-193.
- Buckley, Peter J., and Mark Casson (2002). *The future of The Multinational Enterprise*. New York: Palgrave Macmillan.
- Buckley, Peter J., and Mark Casson (2010). "Analysing Foreign Market Entry Strategies: Extending the Internalisation Approach". *The Multinational Enterprise Revisited*, 177-204.
- Buckley, Peter J. (2006). "Stephen Hymer: Three Phases, one Approach?", *International Business Review*, 15(2): 140-147.
- Buraschi, Andrea, and Davide Menini (2002). "Liquidity Risk and Specialness". *Journal of Financial Economics*, 64(2): 243-284.
- Byrne, Joseph P., and Norbert Fiess (2011). "International Capital Flows to Emerging and Developing Countries: National and Global Determinants". University of Glasgow, Scottish Institute for Research in Economics, Working Papers, 1.
- Caldara, Dario, and Matteo Iacoviello (2022). "Measuring Geopolitical Risk". *American Economic Review*, 112(4): 1194-1225.

- Calderon, Cesar, Alberto Chong, and Norman Loayza (2000), "Determinants of Current Account Deficits in Developing Countries". World Bank Policy Research Working Paper, No: 2398.
- Callen, Jeffrey L., Joshua Livnat, and Dan Segal (2009). "The Impact of Earnings on The Pricing of Credit Default Swaps". *The Accounting Review*, 84(5): 1363-1394.
- Calvo, Guillermo A., Leonardo Leiderman, and Carmen M. Reinhart (1994). "The Capital Inflows Problem: Concepts and Issues". *Contemporary Economic Policy*, 12(3), 54-66.
- Calvo, Guillermo A, Leonardo Leiderman, and Carmen M. Reinhart (1993). "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors". *Staff Papers*, 40(1): 108-151.
- Cantor, Richard, and Frank Packer (1995). "Sovereign Credit Ratings". *Current Issues In Economics and Finance*, 1(3): 1-6.
- Cardarelli, Roberto, Selim Elekdag, and M. Ayhan Kose (2010). "Capital Inflows: Macroeconomic Implications and Policy Responses". *Economic Systems*, 34(4): 333-356.
- Capelle-Blancard, G., Patricia Crifo, Marc-Arthur Diaye, Rim Oueghlissi, and Bert Scholtens (2019): "Sovereign Bond Yield Spreads and Sustainability: An Empirical Analysis of OECD Countries". *Journal of Banking & Finance*, 98: 156-169
- Caves, Richard E. (1971). "International Corporations: The Industrial Economics of Foreign Investment". *Economica*, 38(149): 1.
- Cerutti, Eugenio, Stijn Claessens, and Damien Puy (2019). "Push Factors and Capital Flows to Emerging Markets: Why Knowing Your Lender Matters More Than Fundamentals". *Journal of international economics*, 119: 133-149.
- Chambers, Nurgül (2008). *Hedge Fonlar. Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 1(1): 5-13.
- Chatterjee, Sayan, Michael H. Lubatkin, and William S. Schulze (1999). "Toward A Strategic Theory of Risk Premium: Moving Beyond CAPM". *Academy of Management Review*, 24(3): 556-567.
- Chen, Yu-Fu, and Michael Funke (2011). "Institutional Uncertainty, Economic Integration, and Vertical Foreign Direct Investment Decisions". *Open Economies Review*, 22(4): 593–612.
- Cheng, Chak Hung Jack, and Ching-Wai (Jeremy) Chiu (2018). "How Important are Global Geopolitical Risks to Emerging Countries?". *International Economics*, 156: 305-325.
- Cheng, Yung-Ming (2006). "Determinants of FDI Mode Choice: Acquisition, Brownfield, and Greenfield Entry in Foreign Markets". *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 23(3): 202–220

- Chudik, Alexander, Hashem Pesaran, Kamiar Mohaddes, and Mehdi Raissi (2013). “Debt, Inflation and Growth Robust Estimation of Long-Run Effects in Dynamic Panel Data Models”. CESifo Working Paper, 4508.
- Chuhan, Punam, Stijn Claessens, and Nlandu Mamingi (1998). “Equity and Bond Flows To Latin America and Asia: The Role Of Global And Country Factors”. *Journal of Development Economics*, 55(2): 439-463.
- Claes, Anouk, Marc JK De Ceuster, and Ruud Polfliet (2002). “Anatomy of The Eurobond Market 1980–2000”. *European Financial Management*, 8(3), 373-385.
- Cosset, Jean-Claude, and Jean Roy (1991). “The Determinants of Country Risk Ratings”. *Journal of International Business Studies*, 22(1): 135–142.
- Culp, Christopher L., Andria van der Merwe, and Bettina J. Stärkle (2016). “Credit Default Swaps Mechanics and Empirical Evidence on Benefits, Costs, and Inter-Market Relations”. Springer.
- Curtis, Gregory (2002). “Modern Portfolio Theory and Quantum Mechanics”. *The Journal of Wealth Management*, 5(3): 7–13
- Curtis, Gregory (2004). “Modern Portfolio Theory and Behavioral Finance”. *The Journal of Wealth Management*, 7(2): 16-22.
- Çikot, Özcan (2011).Yabancı Piyasalarda Menkul Kıymet Kotasyonu ve Depo Sertifikaları, Sermaye Piyasasında Gündem, 103: 19-20.
- Davis, Lance E., and Robert E. Gallman (2001). *Evolving Financial Markets and International Capital Flows: Britain, The Americas, and Australia, 1865–1914*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Davis, J. Scott, and Eric Van Wincoop (2018). “Globalization and The Increasing Correlation Between Capital Inflows and Outflows”. *Journal of Monetary Economics*, 100: 83-100.
- De Boyrie, Maria E., and Ivelina Pavlova (2020): “Analysing The Link Between Environmental Performance and Sovereign Credit Risk”. *Applied Economics*, 52(54): 5949–5966.
- Detzler, Miranda Lam (1999). “The Performance of Global Bond Mutual Funds”. *Journal of Banking & Finance*, 23(8): 1195-1217.
- De Vita, Glauco, and Khine S. Kyaw (2008). “Determinants of Capital Flows to Developing Countries: A Structural VAR Analysis”. *Journal of Economic Studies*. 35 (4): 304-322.
- Dieckmann, Stephan, and Thomas Plank (2012). “Default Risk of Advanced Economies: An Empirical Analysis of Credit Default Swaps During the Financial Crisis”. *Review of Finance*, 16(4): 903-934.
- Di Gregorio, Dante (2005). “Re-thinking Country Risk: Insights from Entrepreneurship Theory”. *International Business Review*, 14(2): 209-226.

- Dimitrijevic, A. (2011). “Ülkelerin Kredi Notunu Nasıl Belirliyoruz?”, <https://docplayer.biz.tr/241357-Ulkelerin-kredi-notunu-nasil-belirliyoruz-mart-2012.html/27.09.2020>.
- Dogan, Eyup, Muhammad Tariq Majeed, and Tania Luni (2021). “Analyzing The Impacts of Geopolitical Risk and Economic Uncertainty on Natural Resources Rents”. *Resources Policy*, 72: 102056.
- Duasa, Jarita, and Salina H. Kassim (2009). “Foreign Portfolio Investment and Economic Growth in Malaysia”. *The Pakistan Development Review*, 109-123.
- Dunning, John H. (1979). “Explaining Changing Patterns of International Production: In Defence of the Eclectic Theory”. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*. 41 (4): 269-295.
- Dunning, John H. (1995). “Reappraising the Eclectic Paradigm in an Age of Alliance Capitalism”. *Journal of International Business Studies*. 26 (3): 461-491.
- Dunning, John H., and Alan M. Rugman (1985). “The Influence of Hymer's Dissertation on The Theory of Foreign Direct Investment”. *The American Economic Review* 75(2): 228-232.
- Dunning, John H., and Christos N. Pitelis (2008). “Stephen Hymer's Contribution to International Business Scholarship: an Assessment and Extension”. *Journal of international business studies*, 39(1): 167-176.
- Dunning, John H., and John R. Dilyard (1999). “Towards A General Paradigm of Foreign Direct and Foreign Portfolio Investment”. *Transnational corporations*, 8(1): 1-52.
- Dunning, John H., and Sarianna M. Lundan (2008). *Multinational Enterprises and the Global Economy*, Massachusetts: Edward Elgar Publishing.
- Du Pont, Michael (2000). *Foreign Direct Investment in Transitional Economics: A Case Study of China and Poland, Great Britain*: MacMillan Press Limited.
- Dural, Fatma, Sarioğlu ve Serra Eren (2020). “Kredi Temerrüt Swapları ve Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerine Karşılaştırmalı Bir Analiz”. *Uludağ Journal of Economy and Society*, 39(2): 87-118.
- Dreyhaupt, Stephan J. (2005). *Locational Tournaments in the Context of the EU Competitive Environment*, Frankfurt: Deutscher Universitäts-Verlag.
- Eichengreen, Barry, Michael Mussa, Giovanni Dell'Ariccia, Enrica Detragiache, Gian Maria Milesi-Ferretti, and Andrew Tweedie (1999). “Liberalizing Capital Movements: Some Analytical Issues”. Washington, DC: International Monetary Fund, 17.
- Eichengreen, Barry, Poonam Gupta, and Oliver Masetti (2018). “Are Capital Flows Fickle? Increasingly? And does the Answer Still Depend on Type?” *Asian Economic Papers*, 17(1): 22–41.
- Ekrem, Bünyamin, Çeviş, İsmail, İsmail Çeviş, Reşat Ceylan ve Nihal Yayla (2018). “Makroekonomik Göstergelerin CDS Primini Açıklama Gücü: Kırılgan Beşli

- Ülkeleri İçin Bir Panel Ardl Analizi”, ICOAEF’18 IV. International Conference on Applied Economics and Finance & Extended with Social Sciences, 487-501.
- Elbannan, Mona A. (2015). “The Capital Asset Pricing Model: an Overview of the Theory”. *International Journal of Economics and Finance*, 7(1): 216-228.
- Elkhoury, Marwan (2008). *Credit Rating Agencies and Their Potential Impact on Developing Countries*. UNCTD Compendium on Debt Sustainability, No. 186
- Eller, Markus, Florian Huber, and Helene Schuberth (2020). “How Important Are Global Factors For Understanding the Dynamics of International Capital Flows?”. *Journal of International Money and Finance*, 109: 102221.
- Elton, Edwin J., and Martin J. Gruber (1977). “Risk Reduction and Portfolio Size: An Analytical Solution”, *Journal of Business*, 50 (4):415-437.
- Elton, Edwin J., Martin J. Gruber, Stephen J. Brown, and William N. Goetzmann (2013). *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis Ninth Edition*. New York: Wiley.
- Elton, Edwin J., and Martin J Gruber (1995). *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis, Fifth Edition*. New York: Wiley.
- Ertunga, Evrim İmer (2010). Küresel Mali Dalgalanmalar: Gelişen Ülkelerin Euro-Tahvil Getirileri Açısından Bir Değerlendirme. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 65(04): 67-86.
- European Central Bank (2009), *Credit Default Swap and Counterparty Risk*.
- Evans, Kimberly (2002). “Foreign Portfolio and Direct Investment: Complementarity, Differences and Integration”. OECD Science, In Paper Prepared on the Global Forum on International Investment, Shanghai: OECD Publishing.
- Fabozzi, Frank J (2009). *Institutional Investment Management: Equity and Bond Portfolio Strategies and Applications*, New York: John Wiley.
- Fama, Eugene F., and Kenneth R. French (2004). “The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence”. *Journal of Economic Perspectives*, 18(3): 25-46.
- Feldstein, Martin (1999). *International Capital Flows*, Chicago: University of Chicago Press.
- Felices, Guillermo, and Bjorn-Erik Orskaug (2008). “Estimating The Determinants of Capital Flows to Emerging Market Economies: A Maximum Likelihood Disequilibrium Approach”. *The Bank of England’s working paper*, 354
- Feng, Chaonan, Liyan Han, Samuel Vigne, and Yang Xu (2023). “Geopolitical Risk and the Dynamics of International Capital Flows”. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 82: 101693.
- Fernandez-Arias, Eduardo (1996). “The New Wave of Private Capital Inflows: Push or Pull?”. *Journal of Development Economics*, 48(2): 389-418.

- Ferri, Giovanni, Lewis G. Liu, and Stiglitz Joseph (1999). "The Procyclical Role of Rating Agencies: Evidence from the East Asian Crisis". *Economic Review of Banca Monte dei Paschi di Siena*, 28(3): 335-355.
- Fischer, Paul (2000). *Foreign Direct Investment in Russia: A Strategy for Industrial Recovery*, New York: Palgrave Macmillan.
- Fischer, Stanley (1997). "Capital Account Liberalization and the Role of the IMF". International Monetary Fund. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/pdf/102097.pdf>. 05.06.2021.
- Fitch (2023). <https://www.fitchratings.com/products/rating-definitions#about-rating-definitions>. 01.02.2023.
- Flint, Colin (2022). *Introduction to Geopolitics*, Fourth Edition. New York: Routledge.
- Flowers, Edward Brown (1976). "Oligopolistic Reactions in European and Canadian Direct Investment in the United States". *Journal of International Business Studies*, 7(2): 43-55.
- Förster, Marcel, Markus Jorra, and Peter Tillmann (2014). "The Dynamics of International Capital Flows: Results from a Dynamic Hierarchical Factor Model". *Journal of International Money and Finance*, 48: 101-124.
- Gaillard, Norbert (2020). *Country Risk the Bane of Foreign Investors*, Switzerland: Springer.
- Galán, José I., and Javier González-Benito, (2001). "Determinant Factors of Foreign Direct Investment: Some Empirical Evidence", *European Business*, 13 (5): 269-278.
- Garbaravicius, Tomas, and Frank Dierick (2005). "Hedge Funds and Their Implications for Financial Stability". ECB Occasional Paper, 34.
- Ghosh, Atish R., and Jonathan D. Ostry (1993). "Do Capital Flows Reflect Economic Fundamentals in Developing Countries?", *International Monetary Fund*, 93(34): i-46.
- Gladwin, Thomas N., and Ian H. Giddy (1973). "A Survey of Foreign Direct Investment Theory", The University of Michigan Working Paper, No: 86.
- Goldberg, Linda S., and Signe Krogstrup (2023). "International Capital Flow Pressures and Global Factors". *Journal of International Economics*, 146: 103749.
- Grosse, Robert, and Jack N. Behrman (1992). "Theory in International Business". *Transnational Corporations*, 1(1): 93-126.
- Gupta, Priya, and Archana Singh (2017). "A Summary of Theories Governing FDI Inflows in Developing and Developed Countries". *Journal of Academic Research in Economics*. 9 (1): 71-85.
- Gupta, Rangan, Giray Gozgor, Huseyin Kaya, and Ender Demir (2019). "Effects of Geopolitical Risks on Trade Flows: Evidence from the Gravity Model". *Eurasian Economic Review*, 9(4): 15-530.

- Hancock, Dora (2018). *International Finance: For Non-financial Managers*. London: Kogan Page Publishers.
- Hannan, Swarnali Ahmed (2018). “Revisiting The Determinants of Capital Flows to Emerging Markets-A Survey of The Evolving Literature”. IMF Working Paper.
- Hanson, Gordon H., and Matthew J. Slaughter (2001). ‘Expansion Strategies of US Multinational Firms’. NBER Working Paper, 843.
- Hayakawa, Kazunobu, Fukunari Kimura, and Hyun-Hoon Lee (2013). “How Does Country Risk Matter for Foreign Direct Investment?”. *The Developing Economies*, 51(1): 60–78
- Hennart, Jean-François, and Young-Ryeol Park (1993). “Greenfield vs. Acquisition: The Strategy of Japanese Investors in the United States”. *Management Science*, 39(9): 1054–1070.
- Henry, Peter B. (2006). “Capital Account Liberalization: Theory, Evidence, and Speculation”. *Journal of Economic Literature*, 45(4): 887-935.
- Hitt, Michael A., and Vincenzo Pisano (2003). “The Cross-Border Merger and Acquisition Strategy: A Research Perspective”. *Management Research: Journal of the Iberoamerican Academy of Management*, 1(2): 133–144.
- Ho, Sy Hoa (2016). “Long and Short-runs Determinants of the Sovereign CDS Spread in Emerging Countries”. *Research in International Business and Finance*, 36: 579-590.
- Hoti Suhejla, and Michael McAleer (2004). “An Empirical Assessment of Country Risk Ratings and Associated Models”. *Journal of economic surveys*, 18(4): 539–588.
- Humanicki, Marcin, Robert Kelm, and Krzysztof Olszewski (2013). “Foreign Direct Investment and Foreign Portfolio Investment in The Contemporary Globalized World: Should They Be Still Treated Separately?”. *National Bank of Poland Working Paper*, 167
- Huyugüzel Kışla, Gül, Y. Gülnur Muradoğlu, and A. Özlem Önder (2022). “Spillovers from One Country’s Sovereign Debt to CDS (Credit Default Swap) Spreads of Others During the European Crisis: A Spatial Approach”. *Journal of Asset Management*, 23(4): 277.
- Hymer, Stephen H. (1976). *The International Operations of National Firms: A Study of Direct Foreign Investment* (1960). Ph. D. Thesis. Department of Economics. Cambridge: the MIT Press.
- Ietto-Gillies, Grazia (2005). *Transnational Corporations and International Production: Concepts, Theories and Effects*, Northampton: Edward Elgar Publishing.
- Iloie, Raluca Elena (2015). “Connections Between FDI, Corruption Index and Country Risk Assessments in Central and Eastern Europe”. *Procedia Economics and Finance*, 32: 626–633.
- IMF (2009). “Balance of Payments and International Investment Position Manual”. Sixth Edition (BPM6). Washington. D.C.

- IMF (1993). Annual Report. Washington DC.
- IMF (2012). The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View. Washington DC. IMF: November.
- IMF (2016). “Dealing with Large and Volatile Capital Flows and the Role of the IMF”. Occasional Paper Series, 180.
- Jacobs, Laurence W., James R. Wills, A. Coskun Samli, and William R. Bullard (1997). “Internationalization of Domestic Product Life Cycles”. *International Marketing Review* 14(1): 75-87.
- Jarrow, Robert A. (2011). “The Economics of Credit Default Swaps”. *Annual Reviews Financ. Econ.*, 3(1): 235-257.
- JCR (2023). <https://www.jcr.co.jp/en/service/company/regu/.06.02.2023>.
- Johnson, Debra, and Colin Turner (2010). *International Business: Themes and Issues in the Modern Global Economy*, London: Taylor & Francis Group.
- Johanson, Jan, and Jan-Erik Vahlne (1990). “The Mechanism of Internationalisation”. *International Marketing Review*, 7 (4): 11-24.
- Jorion, Philippe, and Gaiyan Zhang (2007). “Good and Bad Credit Contagion: Evidence From Credit Default Swaps”. *Journal of Financial Economics*, 84(3): 860-883.
- Kang, Tae Soo, and Kim Kyunghun (2019). “Push vs. Pull Factors of Capital Flows Revisited: A Cross-Country Analysis”. *Asian Economic Papers*, 18(1): 39-60.
- Karaman, Yasemin (2022). “The Effect of Countries’ ESG Ratings on Sovereign Credit Default Swaps: An Empirical Evidence on OECD Countries (2008–2019)”. *World Journal of Entrepreneurship, Management and Sustainable Development*, 18(4): 447-465.
- Kartal, Mustafa Tevfik (2020). “The Behavior of Sovereign Credit Default Swaps (CDS) Spread: Evidence from Turkey with the Effect of COVID-19 Pandemic”. *Quantitative Finance and Economics*, 4(3): 489-502.
- Kim, Chul-Hwan, and Donggeun Kim (2011). “Do Capital Inflows Cause Current Account Deficits?”. *Applied Economics Letters*, 18(5): 497–500.
- Kim, Yoonbai (2000). “Causes of Capital Flows In Developing Countries”. *Journal of International Money and Finance*, 19(2): 235-253.
- Kinda, Tidiane (2010). “Investment Climate and FDI in Developing Countries: Firm Level Evidence”. *World Development*. 38 (4): 498–513.
- Kinda, Tidiane (2012). “On The Drivers of FDI and Portfolio Investment: A Simultaneous Equations Approach”. *International Economic Journal*, 26(1): 1-22.
- Kisman, Zainul, and Shintabelle Restiyanita M. (2015). “The Validity of Capital Asset Pricing Model (CAPM) and Arbitrage Pricing Theory (APT) in Predicting the Return of Stocks in Indonesia Stock Exchange”. *American Journal of Economics, Finance and Management*, 1(3): 184-189.

- Kırca, Mustafa, Füsün Çelebi Boz ve Ümit Yıldız (2018). “Enflasyon ve İktisadi Büyümenin Kredi Risk Primi Üzerindeki Etkisi: BRICS Ülkeleri ve Türkiye Örneği”, ICOAEF’18 IV. International Conference on Applied Economics and Finance & Extended with Social Sciences, 405-417.
- Knickerbocker, and Frederick T. (1973). *Oligopolistic Reaction and Multinational Enterprise*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Koepke, Robin (2019). “What Drives Capital Flows To Emerging Markets? A Survey of The Empirical Literature”. *Journal of Economic Surveys*, 33(2): 516-540.
- Kogut, Buruce, and Harbir Singh (1988). “The Effect of National Culture on the Choice of Entry Mode”. *Journal of International Business Studies*, 19(3): 411-432.
- Krayenbuehl, Thomas E. (1985). *Cross-border Exposures and Country Risk: Assessment and Monitoring*. Cambridge: Woodhead Publishing.
- Kruschwitz, Lutz, and Andreas Löffler (2009). “Do Taxes Matter in the CAPM?”. *Business Research*, 2(2): 171-178.
- Kumar, Praveen, Sorin M. Sorescu, Rodney Boehme, and Bartley R. Danielsen (2008). “Estimation Risk, Information, and the Conditional CAPM: Theory and Evidence”. *The Review of Financial Studies*, 21(3): 1037-1075.
- Lee, Chien-Chiang, and Chih-Wei Wang (2021). “Firms' Cash Reserve, Financial Constraint, and Geopolitical Risk”. *Pacific-Basin Finance Journal*, 65: 101480.
- Lekovic, Miljan M. (2021). “Historical Development of Portfolio Theory”. *Tehnika*, 76(2): 220-227.
- Lessard, Donald R. (1996). “Incorporating Country Risk in the Valuation of Offshore Projects”. *Journal of Applied Corporate Finance*, 9(3): 52-63.
- Levišauskait, Kristina (2010). “Investment Analysis and Portfolio Management”. Leonardo Da Vinci programme project, 7.
- Lipsey, Robert E., Robert C. Feenstra, Carl H. Hahn, and George N. Hatsopoulos (1999). “The Role of Foreign Direct Investment in International Capital Flows”. NBER Working Paper, 7094.
- Lizondo, José Saúl (1991) “Foreign Direct Investment', in 'International Monetary Fund, Determinants and Systematic Consequences of International Capita Flows”, IMF Occasional Papers No. 77
- Longstaff, Francis A., Sanjay Mithal, and Eric Neis (2005). “Corporate Yield Spreads: Default Risk or Liquidity?” New Evidence from the Credit Default Swap Market.” *The journal of finance*, 60(5): 2213-2253.
- Longstaff, Francis A., Jun Pan, Lasse H. Pedersen, and Kenneth J. Singleton (2011). “How Sovereign is Sovereign Credit Risk?” *American Economic Journal: Macroeconomics*, 3(2): 75-103.
- Ma, Jason Z., Xiang Deng, Kung-Cheng Ho, and Sang-Bing Tsai (2018). “Regime-Switching Determinants for Spreads of Emerging Markets Sovereign Credit Default Swaps”. *Sustainability* 10: 2730.

- Manzo, Gerardo, and Pietro Veronesi (2016). "Sovereign Credit Risk". *Handbook of Fixed-Income Securities*, 561-586.
- Markowitz, Harry (1959). *Portfolio Selection, Efficient Diversification of Investment*. New York: Yale University Press.
- Markowitz, Harry (1952). "Portfolio Selection". *The Journal of Finance*, 7(1): 77-91.
- Meschi, Pierre-Xavier, and Edson Luiz Riccio (2008). "Country Risk, National Cultural Differences Between Partners and Survival of International Joint Ventures in Brazil". *International Business Review*, 17(3): 250-266.
- Meyer, Klaus, and Saul Estrin (1998). "Entry Mode Choice in Emerging Markets Greenfield, Acquisition, and Brownfield". Center for East European Studies. Working Paper No.18. Copenhagen Business School.
- Meyer, Klaus E., and Saul Estrin (2001). "Brownfield Entry in Emerging Markets". *Journal of International Business Studies*, 32(3): 575-584.
- Milesi-Ferreti, Gian Maria, and Assaf Razin (1996). "Current Account Sustainability". *Princeton Studies in International Finance*, Princeton: Princeton University.
- Miller, Darius P. (1999). "The Market Reaction to International Cross-Listings: Evidence from Depositary Receipts". *Journal of Financial Economics*, 51(1): 103–123.
- Modd's (2023). <https://ratings.moodys.io/ratings/01.02.2023>
- Montiel, Peter, and Carmen M. Reinhart (1999). "Do Capital Controls and Macroeconomic Policies Influence the Volume and Composition of Capital Flows? Evidence from the 1990s". *Journal of International Money and Finance*, 18(4): 619-635.
- Müller, Thomas (2007). "Analyzing Modes of Foreign Entry: Greenfield Investment Versus Acquisition". *Review of International Economics*, 15(1): 93–111.
- Mundell, Robert A. (1963). "Capital Mobility and Stabilization Policy Under Fixed and Flexible Exchange Rates". *Canadian Journal of Economics and Political Science/Revue Canadienne De Economiques Et Science Politique*, 29 (4): 475-485.
- Mohamed, Ezzeddine Ben, and Bouri Abdelfatteh (2012). "Portfolio Selection Between Rational and Behavioral Theories Emergent Markets Case". *Management Science Letters*, 2(4): 1219-1232.
- Moosa, Imad A. (2002). *Foreign Direct Investment: Theory, Evidence and Practice*, New York: Palgrave Macmillan.
- Naifar, Nader, and Shumokh Aljarba (2023). "Does Geopolitical Risk Matter for Sovereign Credit Risk? Fresh Evidence from Nonlinear Analysis". *Journal of Risk and Financial Management*, 16(3): 148.
- Nayak, Dinkar, and Rahul N. Choudhury (2014). "A Selective Review of Foreign Direct Investment Theories". *ARTNeT Working Paper Series*, 143: 2-35.

- Nielsen, Bo B., Christian G. Asmussen, and Cecilie D. Weatherall (2017). "The Location Choice of Foreign Direct Investments: Empirical Evidence and Methodological Challenges". *Journal of World Business*, 52(1): 62–82.
- Nocke, Volker, and Stephen Yeaple (2008). "An Assignment Theory of Foreign Direct Investment". *The Review of Economic Studies*, 75(2): 529-557.
- Nordal, Kjell B. (2001). "Country Risk, Country Risk Indices and Valuation of FDI: A Real Options Approach". *Emerging Markets Review*, 2(3): 197-217.
- Norden, Lars, and Martin Weber (2004). "Informational Efficiency of Credit Default Swap and Stock Markets: The Impact of Credit Rating Announcements". *Journal of Banking & Finance*, 28(11): 2813-2843.
- OECD. (2008). OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment Fourth Edition. <https://www.oecd.org/daf/inv/investmentstatisticsandanalysis/40193734.pdf/> 06.12.2021
- Oetzel, Jennifer M., Richard A. Bettis, and Marc Zenner (2001). "Country Risk Measures: How Risky are They?". *Journal of World Business*, 36(2): 128-145.
- O’Kane, Dominic, and Stuart Turnbull (2003). "Valuation of Credit Default Swaps". *Lehman Brothers Quantitative Credit Research Quarterly*, Q1-Q2.
- O’Kane, Dominic (2008). *Modelling Single-Name and Multi-Name Credit Derivatives*. West Sussex: John Wiley & Sons
- Özarslan-Saydar, Özlem (2018). "Modern Portföy Teorisi", Turgay Münyas. *Finansal Yönetim ve Portföy Yönetim Teorisi*. İstanbul: SeçkinYayıncılık, s. 351-385.
- Özmen, Erdal, and Fatma Taşdemir (2019). "Globalisation and Governance: Thresholds for the Impacts of the Main Determinants of Capital Inflows?". *International Review of Economics & Finance*.
- Pal, Parthapratiim (2010). "Foreign Portfolio Investment, Stock Market and Economic Development: A Case Study in India". *Capital Without Borders*, 121–146.
- Pan, Wei-Fong, Xinjie Wang, Ge Wu, and Weike Xu (2021). "The COVID-19 Pandemic and Sovereign Credit Risk". *China Finance Review International*, 11(3): 287-301.
- Pandya, Sonal S. (2013). *Trading Spaces: Foreign Direct Investment Regulation, 1970–2000*, New York: Cambridge University Press.
- Parry, Thomas G. (1985). "Internalisation As A General Theory of Foreign Direct Investment: A Critique". *Weltwirtschaftliches Archiv*, 121(3): 564-569.
- Partnoy, Frank (2017). "What's (Still) Wrong with Credit Ratings". *Washington Law Review*.
- Phan, Dinh Hoang Bach, Vuong Thao Tran, and Bernard Njindan Iyke (2022). "Geopolitical Risk and Bank Stability". *Finance Research Letters*, 46: 102453.

- Polwittoon, Sirapat, and Oranee Tawatnuntachai (2006). "Diversification Benefits and Persistence of US-Based Global Bond Funds". *Journal of Banking & Finance*, 30(10): 2767–2786.
- Prasad, Eswar. S., Raghuram G. Rajan, and Arvind Subramanian (2007). "Foreign Capital and Economic Growth". NBER Working Paper 13619.
- Protsenko, Alexander (2003). "Vertical and Horizontal Foreign Direct Investments in Transition Countries". Unpublished Dissertation. University of Munich.
- Qiu, Larry D., and Shengzu Wang (2011). "FDI Policy, Greenfield Investment and Cross-border Mergers". *Review of International Economics*, 19(5): 836–851.
- Ramady, Mohamed A. (2014), *Political, Economic and Financial Country Risk, Analysis of the Gulf Cooperation Council*, , Switzerland: Springer International Publishing.
- Ryan, John (2013). "Credit Rating Agencies: are They Credible?". *International Journal of Public Policy*, 9(1-2): 4-22.
- Raza, Ali, Muhammad Iqbal, and Nasir Hussian (2021). "Is Greenfield Investment Greener for the Welfare of Lower-Middle Income Countries? Market based Empirical Analysis with GMM Approach". *Journal of Marketing*, 3(3).
- Reddy, Kotapati Srinivasa (2015). "Extant Reviews on Entry-Mode/Internationalization, Mergers & Acquisitions, and Diversification: Understanding Theories and Establishing Interdisciplinary Research". *Pacific Science Review*, 16(4): 250-274.
- Reese, Simon, and Joakim Westerlund (2016). "Panicca: Panic on Cross-Section Averages". *Journal of Applied Econometrics*, 31(6): 961-981.
- Rothaermel, Frank T., Suresh Kotha, and H. Kevin Steensma (2006). "International Market Entry by US Internet Firms: An Empirical Analysis of Country Risk, National Culture, and Market Size". *Journal of Management*, 32(1): 56-82.
- Rugman, Alan M. (1980). "Internalization As a General Theory of Foreign Direct Investment: A Re-Appraisal of the Literature". *Weltwirtschaftliches Archiv*, (2): 365-379.
- Rugman, Alan M., Simon Collinson, and Richard M. Hodgetts (2006). *International Business*. Harlow: Pearson Education.
- Rugman, Alan M. (2010). "Reconciling Internalization Theory and the Eclectic Paradigm", *Multinational Business Review*, 18 (2): 1- 12.
- Saini, Krishan G., and Philip S. Bates (1984). "A Survey of the Quantitative Approaches to Country Risk Analysis". *Journal of Banking & Finance*, 8(2): 341-356.
- Scalet, Steven, and Thomas F. Kelly (2012). "The Ethics of Credit Rating Agencies: What Happened and the Way Forward" *Journal of Business Ethics*, 111(4): 477–490.
- Schroeder, Susan K. (2008). "The Underpinnings of Country Risk Assessment". *Journal of Economic Surveys*, 22(3): 498–535.

- Setty, Gautam, and Randall Dodd (2003). "Credit Rating Agencies: Their Impact on Capital Flows to Developing Countries", Financial Policy Forum. (Special Policy Report 6). Washington D.C: Derivatives Study Center.
- Seymour, Howard (1987), *The Multinational Construction Industry*, London: Routledge.
- Shapiro, Alan C. (1985). "Currency Risk and Country Risk in International Banking". *The Journal of Finance*, 40(3): 881-891.
- Shapiro, Alan C. (2013). *Multinational Financial Management Tenth Edition*, USA: Wiley & Sons.
- Sharpe, William F. (1964). "A Simplified Model for Portfolio Analysis", *Management Science*, 9(2): 277-293.
- Sharpe, William F. (1964). "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk". *The Journal of Finance*, 19(3): 425-442.
- Sharpe, William F., Gordon J. Alexander, and Jeffery V. Bailey (1998). *Investments*, London: Prentice Hall.
- Shatz, Howard J., and Anthony Venables (2000). "The Geography of International Investment".
https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/18843/multi_page.pdf?sequence=1&isAllowed=y/07.12.2021.
- Shim, Jae K., and Michael Constanas (2001). *Encyclopedic Dictionary of International Finance and Banking*, New York: St. Lucie Press.
- Simonyan, Serdar, and Sema Bayraktar (2022). "Asymmetric Dynamics in Sovereign Credit Default Swaps Pricing: Evidence from Emerging Countries". *International Journal of Emerging Markets*, 18(12), 5607-5629.
- Solberg, Ronald L. (2002). *Country Risk Analysis: a Handbook*. New York: Taylor & Francis.
- Solnik, Bruno, and Dennis McLeavey (2003). *International Investments*. Ninth Edition, New York: Pearson Education.
- Sornarajah, Muthucumaraswamy (2004). *The International Law on Foreign Investment*, New York: Cambridge University Press.
- S&P Global Ratings, (2023). <https://www.spglobal.com/ratings/27.05.2023>.
- Stefanini, Filippo (2006). *Investment Strategies of Hedge Funds*, West Sussex: John Wiley & Sons Inc.
- Strange, Roger, and John Humphrey (2019). "What Lies Between Market and Hierarchy? Insights From Internalization Theory and Global Value Chain Theory". *Journal of International Business Studies*, 50(8): 1401-1413
- Stulz, René M. (1999). "International Portfolio Flows and Security Markets". *SSRN Electronic Journal*.

- Şenol, Zekai ve Elif Erer (2020). “Yabancı Sermaye Yatırımlarını Etkileyen Kurumsal Faktörler: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Örneği”. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 64: 123-142.
- Tanaka, Kiyoyasu (2011). “Vertical Foreign Direct Investment: Evidence from Japanese and U.S. Multinational Enterprises”. *Japan and the World Economy*, 23(2): 97–111.
- Tatoğlu, Ferda. (2020), *Panel Veri Ekonometrisi: Stata Uygulamalı*, İstanbul: Beta Yayınları.
- Taylor, Mark P., and Lucio Sarno (1997). “Capital Flows to Developing Countries: Long- and Short-Term Determinants”. *The World Bank Economic Review*, 11(3): 451–470.
- The Prs Group (2022). *The International Country Risk Guide Methodology*. <https://www.prsgroup.com/explore-our-products/icrg/01.01.2022>.
- TRADING ECONOMICS (2024). <https://tr.tradingeconomics.com/country-list/rating/10.08.2024>
- Tulung, Joy Elly (2017). “Resource Availability and Firm’s International Strategy as Key Determinants of Entry Mode Choice”. *Jurnal Aplikasi Manajemen*, 15(1): 160-168.
- Turaboğlu, Tuncay Turan (2018). “Uluslararası Yatırım Akımları”, Güven Delice ve İlhan Ege. *Uluslararası Finans Teori, Politika ve Uygulama*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- UNCTAD. (2000). *Cross-border Mergers and Acquisitions and Development*. https://unctad.org/system/files/official-document/wir2000_en.pdf/06.12.2021.
- UNCTAD. (2024). *World investment report*. United Nations.
- Wang, Alan T., Sheng-Yung Yang, and Nien-Tzu Yang (2013). “Information Transmission between Sovereign Debt CDS and Other Financial Factors. The Case of Latin America”. *The North American Journal of Economics and Finance*, 26: 586-601.
- Wang, Liu, and Shaomin Li (2018). “Determinants of Foreign Direct and Indirect Investments from the Institutional Perspective: A Comparative Analysis between Emerging and Mature Markets”. *International Journal of Emerging Markets*, 13(5): 1330-1347
- Wang, Xiaoying, and Sajid Anwar (2022). “Institutional Distance and China’s Horizontal Outward Foreign Direct Investment”. *International Review of Economics & Finance*, 78: 1–22.
- Weistroffer, Christian (2009). “Credit Default Swaps: Heading Toward a More Stable System”. *Deutsche Bank Research*, 1-26.
- Wen, Jun, Zhao, Xinxin Zhao, Qiang Fu, and Chun-Ping Chang (2022). “The Impact of Financial Risk on Green Innovation: Global Evidence”. *Pacific-Basin Finance Journal*.

- Wilford, D. Sykes (2012). “True Markowitz or Assumptions We Break and Why it Matters”, *Review of Financial Economics*, 21(3): 94-99.
- Yalçın, Kürşat (2005). Uluslar Arası Hisse Senedi Piyasasına Hisse Senedi İhracı ve İmkb'de İşlem Gören Firmaların İhraç Performansı. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 19(2): 395-406.
- Yan, Ho-don, and Cheng-lang Yang (2008). “Foreign Capital Inflows and the Current Account Imbalance: Which Causality Direction?”. *Journal of Economic Integration*, 23(2): 434–461.
- Yan, Ho-don, and Cheng-lang Yang (2012). “Are There Different Linkages of Foreign Capital Inflows and the Current Account Between Industrial Countries and Emerging Markets?”. *Empirical Economics*, 43(1): 25-54.
- Yeung, Godfrey (2001), *Foreign Investment and Socio-Economic Development in China: The Case of Dongguan*, (Studies on the Chinese Economy), New York: Palgrave Macmillan Publication.
- Zhu, Haibin (2006). “An Empirical Comparison of Credit Spreads Between the Bond Market and the Credit Default Swap Market”. *Journal of Financial Services Research*, 29(3): 211-235.

ÖZGEÇMİŞ

Lisans eğitimini Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Kamu Yönetimi Bölümü'nde, yüksek lisans çalışmasını Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı'nda tamamladı. 2019 yılında Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı'nda başladığı doktora eğitimini tamamladı. İktisadi gelişme ve uluslararası iktisat bilim alanında çalışmaktadır.

