

**T.C.**  
**ÇANAKKALE ONSEKİZ MART ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**KREDİ TEMERRÜT SWAPLARININ, DOĞRUDAN YABANCI  
YATIRIMLAR VE PORTFÖY YATIRIMLARI İLE İLİŞKİSİ:  
TÜRKİYE İÇİN ZAMAN SERİSİ ANALİZİ**

**Doktora Tezi**

**Hazırlayan**  
**Ahmet KAHILOĞULLARI**

**Tez Danışmanı**  
**Prof. Dr. Meliha ENER**

**ÇANAKKALE-2018**

## TAAHHÜTNAME

Doktora Tezi olarak sunduğum “**Kredi Temerrüt Swaplarının Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Portföy Yatırımları İle İlişkisi: Türkiye İçin Zaman Serisi Analizi**” adlı çalışmanın, tarafımdan, bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

14.02.2018

Ahmet Kahıoğulları

AK-5-15

Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü'ne

Ahmet Kahiloğulları'na ait KREDİ TEMERRÜT SWAPLARININ, DOĞRUDAN  
YABANCI YATIRIMLAR VE PORTFÖY YATIRIMLARI İLE İLİŞKİSİ: Türkiye için  
Zaman Serisi Analizi adlı çalışma, jürimiz tarafından

İktisat Anabilim Dalı,

DOKTORA TEZİ olarak oybirliği/oyçokluğu ile kabul edilmiştir.




Üye Prof. Dr. Meliha ENER (Danışman)



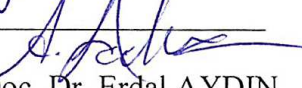
Üye Doç. Dr. Cüneyt KILIÇ



Üye Doç. Dr. Ahmet AYDIN



Üye Doç. Dr. Volkan ALPTEKİN



Üye Yrd. Doç. Dr. Erdal AYDIN

Tez No : 10181990

Tez Savunma Tarihi : 16.01.2018

  
ONAY  
Doç. Dr. Şerif Korkmaz  
Enstitü Müdürü  
16/02/2018

## ÖZET

### KREDİ TEMERRÜT SWAPLARININ, DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR VE PORTFÖY YATIRIMLARI İLE İLİŞKİSİ: TÜRKİYE İÇİN ZAMAN SERİSİ ANALİZİ

Ükelere kredi derecelendirme kuruluşları tarafından belli dönemlerde derecelendirme notları verilmektedir. Bu notların söz konusu ülkelere yatırım yapılıp yapılamayacağı, yatırım yapılan ülkenin yükümlülüklerini yerine getirip getiremeyeceği hakkında bilgi verdiği varsayılmaktadır.

Ükelere gelen yabancı yatırımcılar ev sahibi ülkenin yükümlülüklerini yerine getirememe olasılığına karşılık bir sigorta niteliğinde olan kredi temerrüt swaplarını (credit default swaps) almaktadırlar. Bu finansal enstrümanın kullanılmasındaki amaç olası temerrüt durumlarına karşı bir koruma sağlamaktır.

Kredi temerrüt swap priminin değerinin yüksek olması temerrüt riskinin nispeten yüksek olduğu anlamına gelirken, düşük olması ise temerrüt riskinin nispeten düşük olduğu anlamına gelmektedir. Bu açıdan bakıldığında notlarla derecelendirilen bir ülkenin kredi temerrüt swap priminin düşük olması beklenmektedir.

Bu çalışmanın amacı Ocak 2005-Eylül 2017 dönemi için Türkiye'nin kredi temerrüt swap primi ile Türkiye'ye yapılan doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları arasındaki uzun dönem ve kısa dönem ilişkisinin analiz edilmesidir. Bu çerçevede üç bölümden oluşan bu tezin ilk bölümünde konunun teorik kısımları anlatılmış, ikinci bölümde Türkiye'nin kredi temerrüt swapları ve Türkiye'ye yapılan yabancı yatırımlarla ilgili verilere yer verilmiş ve üçüncü bölümde de kredi temerrüt swap priminin doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları ile olan uzun dönem ve kısa ilişkisi analiz edilmiştir.

Çalışmanın sonuçlarına göre Türkiye'nin kredi temerrüt swapları ile doğrudan yabancı yatırımlar arasında herhangi bir uzun dönem ve kısa dönem ilişkisine rastlanılmamışken; portföy yatırımlarıyla hem uzun dönem hem de kısa dönem ilişkisinin varlığı tespit edilmiştir. Çalışmayla ilgili olarak diğer bulgular detaylı bir biçimde sonuç ve değerlendirme bölümünde verilmiş ve yorumlanmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Kredi Temerrüt Swapları, Portföy Yatırımları, Doğrudan Yabancı Yatırımlar, ARDL Yöntemi



## ABSTRACT

### RELATIONSHIP BETWEEN CREDIT DEFAULT SWAPS, DIRECT FOREIGN INVESTMENTS AND PORTFOLIO INVESTMENTS: TIME SERIES ANALYSIS FOR TURKEY

Ratings are given by credit rating agencies at certain periods. It is assumed that these notes give information about whether the invested country can fulfill its obligations in order to invest in countries.

Foreign investors who come to the country receive credit default swaps which are an insurance against the possibility of failing to fulfill the obligations of the host country. The purpose of using this financial instrument is to provide protection against possible default situations.

The higher the value of the credit default swap premium, it means that the risk of default is relatively high whereas the lower risk means that the default risk is relatively low. From this point of view, it is expected that the credit default swap premium of a country rated with grades will be low.

The purpose of this study is to analyze with ARDL (Autoregressive Distributed Lag Model) Method Turkey's credit default swap premium for January 2005-September 2017 period and the long run and short run relationship between foreign direct investment and portfolio investments in Turkey. In the first part of this thesis, which is composed of three parts in this framework, the theoretical parts of the subject are explained. In the second part, credit default swaps of Turkey and foreign investments made in Turkey are given. In the third part, credit default swap premium is applied to foreign direct investments and portfolio investments Relationship was analyzed.

According to the results of the study, there is no long run and short run relationship between credit default swaps and foreign direct investments in Turkey; The presence of a long run and short run relationship with portfolio investments has been identified. Other findings related to the study are given and interpreted in detail in the conclusion and evaluation section.

**Key Words:** Credit Default Swap, Foreign Direct Investments, Portfolio Investments, Time Series Analysis, ARDL Method

## ÖNSÖZ

Ülkelerin ekonomik yükümlülüklerini yerine getirip getir(e)memelerinin gerek ekonomik gerekse politik açıdan çeşitli sonuçları meydana gelmektedir. Bu durum ülkelere yatırım yapacak olan kişi ve kurumların söz konusu ülke ile ilgili olası riskleri olabildiğince erken görme ihtiyacını ortaya çıkartmaktadır. Kredi temerrüt swapları çeşitli tartışmalara konu olsa da kimi yazar, ekonomist, finansçılar v.s. tarafından bir risk göstergesi olarak görülmektedir. Bu bakış açısının varlığı kredi temerrüt swaplarının doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımlarını gerçekten etkileyip etkilemediğini başka bir ifade ile bu değişkenler arasında sanıldığı gibi bir ilişkinin var olup olmadığı sorusunu akıllara getirmektedir.

Bu çalışmada kredi temerrüt swaplarının bir risk göstergesi olarak kabul edilmesi durumunda yabancı yatırımcıların risk algısında etkisi olup olmadığının araştırılması amaçlanmıştır.

Çalışmanın ortaya çıkma sürecinde akademik çalışmalara özgü bir zorluk söz konusu idi. Bu kimi zaman konunun kendi içeriğinden kimi zaman da akademik çalışmanın yarattığı psikolojik durumdan kaynaklanmaktaydı. Söz konusu zorlukların atlatılmasında ve bu tezin ortaya çıkmasında katkılarını hiçbir zaman unutamayacağım tez danışmanım Sayın Prof.Dr. Meliha ENER'e, tez izleme komitelerinde teze ilişkin yapıcı eleştirilerde bulunarak katkı veren Doç.Dr. Cüneyt KILIÇ'a ve Yrd.Doç.Dr. Erdal AYDIN'a, tez savunmasında tez konusu bağlamında gelecekte yapılabilecek çalışmalara ışık tutacak nitelikte eleştirilerde bulunan ve sorular soran tez savunma jürisi üyelerinden Sayın Doç.Dr. Ahmet AYDIN ve Doç.Dr. Volkan ALPTEKİN'e teşekkürü bir borç bilirim. Yine çalışmamın analizle ilgili kısmında kafama takılan sorulara her zaman yanıt veren Sayın Doç.Dr. Feyza Arıca BALAN'a ve Yrd.Doç.Dr. Ünzile KURT'a şükranlarımı sunarım.

Ayrıca akademik hayatı sevmemde katkılarını hiçbir zaman unutmayacağım ve lisans öğrenimimde bilimsel altyapıya sahip olmam için emek veren hocalarım Prof.Dr. Yüksel AKKAYA ve Doç.Dr.Metin ALTIOK'a da teşekkür ederim.

Henüz ilk öğrenmeye başladığım süreçte okumanın önemini bana aşıl原因 ve yaşantımın her döneminde gerek maddi gerekse manevi emeklerini benden hiçbir zaman esirgemeyen değeri anlatılmaz derecede büyük olan babam ve anneme, beni her zaman destekleyen ablalarıma ve varlıklarıyla en zor süreçlerde yüzümü gülümseten yeğenlerime ayrıca şükranlarımı sunarım. Yine tez yazma sürecinde her daim yanımda olan ve desteğini hiçbir zaman esirgemeyen eşime ve bugün ve yarın her daim varlığıyla mutlu olduğum ve birkaç ay sonra dünyaya gelecek olan oğluma teşekkür ederim.



## İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	i
ABSTRACT.....	ii
İÇİNDEKİLER.....	v
KISALTMALAR LİSTESİ.....	x
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xii
TABLolar LİSTESİ.....	xiii
GRAFİKLER LİSTESİ.....	xv
GİRİŞ.....	1

### BÖLÜM I

#### TÜREV PİYASALARIN, KREDİ TÜREVLERİNİN VE YABANCI YATIRIMLARIN KAVRAMSAL VE TEORİK ÇERÇEVESİ

1.1. Türev Piyasaları.....	5
1.1.1. Türev Ürün Çeşitleri.....	5
1.1.1.1. Futures Sözleşmeleri.....	8
1.1.1.1.1. Futures Sözleşmeleri İle İlgili Temel Kavramlar.....	9
1.1.1.1.2. Futures Sözleşmelerinin Özellikleri.....	10
1.1.1.1.3. Futures Sözleşme Türleri.....	11
1.1.1.1.3.1. Emtia Futures Sözleşmeleri.....	11
1.1.1.1.3.2. Faiz Oranı Futures Sözleşmeleri.....	11
1.1.1.1.3.3. Döviz Futures Sözleşmeleri.....	12
1.1.1.1.3.4. Borsa Endeksi Futures Sözleşmeleri.....	14
1.1.1.2. Forward Sözleşmeleri.....	16
1.1.1.2.1. Forward Sözleşme Türleri.....	17
1.1.1.2.1.1. Forward Döviz Sözleşmeleri.....	17
1.1.1.2.1.2. Forward Faiz Sözleşmeleri.....	17
1.1.1.2.2. Futures ve Forward Sözleşmeleri Arasındaki Farklar.....	18

1.1.1.3. Opsiyon Sözleşmeleri.....	19
1.1.1.3.1. Opsiyon Türleri.....	20
1.1.1.3.1.1. Alım Opsiyonu.....	20
1.1.1.3.1.2. Satım Opsiyonu.....	21
1.1.1.4. Swap Sözleşmeleri.....	21
1.1.1.4.1. Swapların, Futures ve Forward İşlemlerden Farkları.....	22
1.1.1.4.2. Swap Türleri.....	23
1.1.1.4.2.1. Faiz Swapı Sözleşmeleri.....	23
1.1.1.4.2.2. Para Swapı Sözleşmeleri.....	25
1.1.1.4.2.3. Varlık Swapı Sözleşmeleri.....	27
1.1.1.4.2.4. Emtia Swapı Sözleşmeleri.....	27
1.2. Kredi Riski, Kredi Derecelendirmesi ve Kredi Türevleri.....	28
1.2.1. Kredi Riski.....	28
1.2.1.1. Kredi Riskinin Bileşenleri.....	29
1.2.1.1.1. Beklenen Kayıp.....	29
1.2.1.1.2. Beklenmeyen Kayıp.....	30
1.2.1.1.3. Zarar Dağılımı.....	31
1.2.1.2. Kredi Risk Türleri.....	32
1.2.1.2.1. Kredi Temerrüt Riski.....	32
1.2.1.2.2. Kredi Spread (Marj) Riski.....	32
1.2.2. Kredi Derecelendirmesi ve Kredi Temerrüt Riskinin Ölçümü.....	32
1.2.2.1. Geçmişten Günümüze Kredi Derecelendirmesi.....	33
1.2.2.2. Kredi Derecelendirme Türleri.....	34
1.2.2.3. Kredi Temerrüt Riskinin Ölçümü.....	35
1.2.2.4. Dünya’da ve Türkiye’de Faaliyet Gösteren Kredi Derecelendirme Kuruluşlar.....	36
1.2.2.5. Kredi Kalite Ölçütleri.....	39
1.2.2.5.1. Kısa Dönem Kalite Ölçütleri.....	40
1.2.2.5.2. Uzun Dönem Kalite Ölçütleri.....	40
1.2.2.5.3. Kredi kalite Ölçütlerinin Harf Notu Karşılıkları.....	41
1.2.3. Kredi Türevleri.....	42
1.2.3.1. Kredi Türev Ürün Çeşitleri.....	44
1.2.3.1.1. Kredi Temerrüt Swapları.....	44
1.2.3.1.2. Toplam Getiri Swapları.....	45

1.2.3.1.3. Kredi Spread Opsiyonları.....	46
1.2.3.1.4. Krediyeye Bağlı Tahviller.....	47
1.2.3.1.5. Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri.....	48
1.3. Kredi Temerrüt Swapları (CDS).....	49
1.3.1. Kredi Temerrüt Swaplarının Tanımı ve Temel Kavramlar.....	49
1.3.1.1. Kredi Temerrüt Swaplarının Tanımı.....	49
1.3.1.2. Kredi Temerrüt Swaplarıyla İlgili Temel Kavramlar.....	50
1.3.2. Kredi Temerrüt Swaplarının İşleyişi.....	51
1.3.3. Kredi Temerrüt Swap Türleri.....	52
1.3.3.1. Single-Name (Tek İmzalı) CDS.....	52
1.3.3.2. Multi-Name (Çok İmzalı) CDS.....	53
1.3.3.2.1. Basket (Sepet) CDS.....	53
1.3.3.2.2. Portföy CDS.....	54
1.3.4. Kredi Temerrüt Swaplarında Kredi Olayları.....	54
1.3.5. Kredi Temerrüt Swap Endeksleri.....	54
1.3.6. Kredi Temerrüt Swaplarının Kredi Derecelendirmesi İle İlişkisi.....	55
1.3.7. Kredi Temerrüt Swap Piyasasının Genel Durumu.....	55
1.3.7.1. Sektörlere Göre Koruma Alıcı ve Satıcıları.....	55
1.3.7.2. Kapanmamış CDS'ler.....	56
1.3.7.3. CDS'lerin Piyasa Değeri.....	57
1.3.7.4. Vadelere Göre CDS'ler.....	58
1.3.7.5. Sektörlere Göre CDS Sözleşmeleri.....	59
1.4. Yabancı Sermaye Yatırımları.....	60
1.4.1. Yabancı Yatırım Çeşitleri.....	60
1.4.1.1. Doğrudan Yabancı Yatırımlar.....	61
1.4.1.2. Dolaylı Yabancı Yatırımlar.....	61
1.4.2. Yabancı Sermaye Yatırımlarını Etkileyen Faktörler.....	61
1.4.2.1. Kaynak Ülkenin Yatırım Yapmasını Belirleyen Faktörler.....	62
1.4.2.1.1. Ülkelerarası Kar Farklılıkları.....	62
1.4.2.1.2. Maliyet Avantajları.....	62
1.4.2.1.3. Ucuz İşgücü.....	62
1.4.2.1.4. Taşıma Giderleri.....	63
1.4.2.1.5. Dış Pazarları Ele Geçirme İsteği.....	63

1.4.2.1.6. Gümrük Tarifeleri ve Dış Ticaret Kısıtlamaları.....	63
1.4.2.1.7. Hammadde Kaynaklarına Yakınlık.....	63
1.4.2.1.8. Bilgi ve Tecrübelerle İlişkin Sırların Aktarılmasında Sakınca Görülmesi..	63
1.4.2.1.9. Kaynak Ülke İçin Diğer Faktörler.....	64
1.4.2.2. Ev Sahibi Ülkenin Yabancı Sermaye Talebini Belirleyen Faktörler.....	64
1.4.2.2.1. Ekonomik Büyüme.....	64
1.4.2.2.2. İstihdam Artışı Beklentisi.....	65
1.4.2.2.3. İç Tasarrufların Yetersizliği.....	65
1.4.2.2.4. Teknoloji Transferi.....	65
1.4.2.2.5. Ödemeler Bilançosu Dengesizliklerinin Giderilmesi.....	65
1.4.2.2.6. Diğer Ülkelerle Politik İlişkileri Geliştirme İsteği.....	66
1.4.2.2.7. Ev Sahibi Ülke İçin Diğer Faktörler.....	66
1.4.3. Yabancı Sermaye İle İlgili Teoriler.....	66
1.4.3.1. Davranışsal Yaklaşım.....	66
1.4.3.2. Eklektik Paradigma.....	67
1.4.3.3. Ürün Hayat Seyri Teorisi.....	68
1.4.3.4. İçselleştirme Teorisi.....	68
1.4.3.5. Tekel Üstünlüğü Teorisi.....	69

## BÖLÜM II

### TÜRKİYE’NİN KREDİ TEMERRÜT SWAP PRİMİ İLE TÜRKİYE’YE YAPILAN YABANCI YATIRIMLARIN GÖRÜNÜMÜ

2.1. Türkiye’nin CDS Primi, Kredi Notları ve İlişkili Göstergeler.....	70
2.1.1. Türkiye'nin CDS Primi ve Kredi Notları.....	70
2.1.2. CDS Primi İle İlgili Göstergeler.....	71
2.1.2.1. Türkiye'nin CDS Priminin Diğer Ülke CDS Primleriyle Karşılaştırılması.....	72
2.1.2.2. Dış Borç Stoku.....	72
2.1.2.3. Kur Sepeti ve Faiz Göstergeleri.....	74
2.1.2.4. Cari Açık.....	75
2.2. Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları.....	76

2.2.1. Cumhuriyet Dönemi Öncesi Yabancı Sermaye Yatırımları.....	77
2.2.2. Cumhuriyet Dönemi Yabancı Sermaye Yatırımları.....	78
2.2.2.1. 1980 Öncesi Dönemde Yabancı Sermaye Yatırımları.....	78
2.2.2.2. 1980 Sonrası Dönemde Yabancı Sermaye Yatırımları.....	82
2.2.3. Türkiye’de Yapılan Yabancı Sermaye Yatırımlarına İlişkin Göstergeler.....	86
2.2.3.1. Türkiye’de Doğrudan Yabancı Yatırım / Sabit Sermaye oluşum Oranı.....	86
2.2.3.2. Türkiye’ye gelen Yabancı Yatırımların Bölgesel Dağılımı.....	87
2.2.3.2.1. Kıtasal Büyüklükteki Bölgeler Açısından Yabancı Yatırımlar.....	87
2.2.3.2.2. Yatırım Yapan Ülkelere Göre Yabancı Yatırımlar.....	88
2.2.3.3. Türkiye’de Faaliyet Gösteren Yabancı Sermayeli Firmalara İlişkin Göstergeler.....	90
2.2.3.3.1. Türkiye’de kurulan Yabancı Şirketlerin Nicel Görünümü.....	90
2.2.3.3.2. Türkiye’de Faaliyet Gösteren Yabancı Sermayeli Şirketlerin Türleri....	91
2.2.3.3.3. Türkiye’deki Yabancı Sermayeli Şirketlerin Büyüklükleri.....	91
2.2.3.3.4. Türkiye’de Kurulan Yabancı Sermayeli Şirketlerin Sektörlere Göre Sayılar.....	92
2.2.3.3.5. Yatırım Tutarı Açısından Yabancı Yatırımların Sektörel Dağılımı.....	93
2.2.3.3.6. Türkiye’de Kurulan Yabancı Sermayeli Şirketlerin İllere Göre Dağılımı....	94
2.2.3.4. Yabancı Sermayeli Firmalara Verilen Teşvikler.....	95
2.2.3.5. Yabancı Sermayeli Firmaların Türkiye’deki Ekonomik Faaliyetlerinin Sonuçları.....	97
2.2.3.6. Yurt Dışından Sağlanan Krediler.....	98
2.2.3.6.1. Yurt Dışından Sağlanan Finansal Sektör Kredileri.....	99
2.2.3.6.2. Yurt Dışından Sağlanan Reel Sektör Kredileri.....	100

### **BÖLÜM III**

## **KREDİ TEMERRÜT SWAPLARININ DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR VE PORTFÖY YATIRIMLARI İLE İLİŞKİSİNİN TÜRKİYE EKONOMİSİ İÇİN AMPİRİK ANALİZİ**

3.1. Literatür.....	101
3.2. Veri Seti ve Metodoloji.....	109



3.2.1. Veri Seti.....	109
3.2.2. Metodoloji.....	113
3.3. Birim Kök Testleri (Durağanlık Sınaması).....	113
3.3.1. Augmented Dickey Fuller (ADF) Testi.....	114
3.3.2. Phillips Perron (PP) Testi.....	116
3.3.3. Zivot Andrews (ZA) Testi.....	117
3.4. ARDL Modeli.....	122
3.4.1.Model 1: CDS İle Doğrudan Yabancı Yatırımların İlişkisi.....	123
3.4.2.Model 2: CDS İle Portföy Yatırımlarının İlişkisi.....	127
<b>SONUÇ VE DEĞERLENDİRME.....</b>	<b>130</b>
<b>KAYNAKÇA.....</b>	<b>134</b>

**KISALTMALAR**

<b>AB</b>	Avrupa Birliği
<b>ABD</b>	Amerika Birleşik Devletleri
<b>ADF</b>	Augmented Dickey Fuller
<b>ARDL</b>	Autoregressive Distributed Lag Model
<b>bkz.</b>	Bakınız
<b>CBOT</b>	Chicago Board of Trade
<b>CDO</b>	Collateralized Debt Obligations (Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri)
<b>CDS</b>	Credit Default Swap (Kredi Temerrüt Swapları)
<b>CDX</b>	Kredi Temerrüt Swap Endeksi (Credit Default Swap Index)
<b>CLN</b>	Credit Linked Notes (Krediye Bağlı Tahviller)
<b>CSO</b>	Credit Spread Options (Kredi Spread Opsiyonları)
<b>DİBS</b>	Devlet İç Borçlanma Senedi
<b>DYY</b>	Doğrudan Yabancı Yatırımlar
<b>EKK</b>	En Küçük Kareler Yöntemi
<b>GNMA</b>	Government National Mortgage Association
<b>IBM</b>	International Business Machines
<b>ICE</b>	Intercontinental Exchange
<b>IMM</b>	International Monetary Market
<b>ISDA</b>	Swaps and Derivatives Association
<b>İSO</b>	İstanbul Sanayi Odası
<b>Libor</b>	Londra Bankalar Arası Faiz Oranı (London Interbank Offered Rate)
<b>M.Ö.</b>	Milattan önce
<b>NYMEX</b>	New York Mercantile Exchange

<b>NYSE</b>	The New York Stock Exchange
<b>OPEC</b>	Petrol İhraç Eden Ülkeler Birliği
<b>PP</b>	Phillips Peron
<b>Q3</b>	Üçüncü Çeyrek
<b>SEC</b>	Securities and Exchange Commission (ABD Menkul Kıymetler ve Borsalar Komisyonu)
<b>SPK</b>	Sermaye Piyasası Kurulu
<b>t.y.</b>	Tarih yok
<b>TL</b>	Türk Lirası
<b>TRS</b>	Total Return Swap (Toplam Getiri Swapları)
<b>U.S.</b>	United State
<b>USD</b>	Amerikan Doları
<b>v.d</b>	ve diğerleri
<b>VAR</b>	Vektör Oto Regresyon (Vector Auto Regression)
<b>vb</b>	ve benzeri
<b>vs</b>	vesaire
<b>YASED</b>	Yabancı Sermaye Derneği
<b>ZA</b>	Zivot Andrews

## ŞEKİLLER LİSTESİ

<b>Şekil 1.1:</b> Faiz Swapının İşleyişi .....	24
<b>Şekil 1.2:</b> Para Swapının işleyişi .....	26
<b>Şekil 1.3:</b> Beklenen Kayıp-Gerçekleşen Kayıp İlişkisi .....	29
<b>Şekil 1.4:</b> Zarar Dağılımı .....	30
<b>Şekil 1.5:</b> Kredi Derecelendirme Süreci.....	35
<b>Şekil 1.6:</b> Toplam Getiri Swapının İşleyişi .....	44
<b>Şekil 1.7:</b> Basit Bir Krediyeye Bağlı Tahvilin İşleyişi .....	47
<b>Şekil 1.8:</b> Teminatlandırılmış Borç Türleri .....	48
<b>Şekil 1.9:</b> Kredi Temerrüt Swapının İşleyişi .....	52

## TABLOLAR LİSTESİ

<b>Tablo 1.1:</b> Bazı Dövizlere İlişkin Futureslar.....	12
<b>Tablo 1.2:</b> Döviz Futures Sözleşme Büyüklükleri .....	13
<b>Tablo 1.3:</b> Borsa Endeksi Futures Sözleşmelerinin Ülkelere Göre Başlangıç Tarihleri .....	14
<b>Tablo 1.4:</b> Seçilmiş Bazı endeks Futures Örnekleri .....	16
<b>Tablo 1.5:</b> Dünyadaki Başlıca Derecelendirme Şirketleri.....	36
<b>Tablo 1.6:</b> Türkiye'de SPK Tarafından Yetkilendirilen Derecelendirme Kuruluşları .....	36
<b>Tablo 1.7:</b> Kredi Kalite Derecelerinin Anlamı .....	38
<b>Tablo 1.8:</b> Kısa Dönem Ölçütleri .....	39
<b>Tablo 1.9:</b> Uzun Dönem Ölçütleri .....	39
<b>Tablo 1.10:</b> Kredi Kalite Düzeyi Harf Notu İlişkisi .....	40
<b>Tablo 2.1:</b> Türkiye'nin Kredi Notları ve CDS Primi.....	71
<b>Tablo 2.2:</b> Türkiye'ye 2002-2015 Döneminde En Çok Yabancı Sermaye Yatırımı Yapan İlk 10 Ülke (Milyon ABD Doları).....	89
<b>Tablo 2.3:</b> 1954-2016 (Temmuz) Döneminde Türkiye'de Kurulan Yabancı Sermayeli Şirketlerin Sektörel Bazda Sayıları (Kümülatif) .....	93
<b>Tablo 2.4:</b> Türkiye'de Faaliyette Bulunan Yabancı Sermayeli Şirketlerin İllere Göre Dağılımı (1954/2016 Şubat).....	95
<b>Tablo 2.5:</b> Türkiye'nin En Büyük 500 Sanayi Kuruluşu İçerisinde Yer Alan Uluslararası Sermayeli Şirketlerin Çeşitli Alanlardaki Payları (%).....	97
<b>Tablo 3.1:</b> Özet İstatistikleri .....	110
<b>Tablo 3.2:</b> ADF Testi Sonuçları .....	115
<b>Tablo 3.3:</b> PP Birim Kök Testi Sonuçları .....	117
<b>Tablo 3.4:</b> CDS Değişkeni İçin ZA Testi Sonuçları .....	118
<b>Tablo 3.5:</b> YABANCI Değişkeni İçin ZA Testi Sonuçları.....	120
<b>Tablo 3.6:</b> PORTFOY Değişkeni İçin ZA Testi Sonuçları.....	122
<b>Tablo 3.7:</b> Model 1 İçin White Testi Sonuçları A Tablosu .....	124
<b>Tablo 3.8:</b> Model 1 İçin White Testi Sonuçları B Tablosu .....	124
<b>Tablo 3.9:</b> Model 1 İçin Sınır Testi Sonuçları.....	125

<b>Tablo 3.10:</b> Model 1 İçin Uzun Dönem Sonuçları .....	125
<b>Tablo 3.11:</b> Model 1 İçin Hata Düzeltme Modeli ve Kısa Dönem Sonuçları .....	126
<b>Tablo 3.12:</b> Model 2 İçin ARDL (1,1,0) Sonuçları .....	127
<b>Tablo 3.13:</b> Model 2 İçin Sınır (Bounds) Testi Sonuçları .....	128
<b>Tablo 3.14:</b> Model 2 İçin Uzun Dönem Sonuçları .....	126
<b>Tablo 3.15:</b> Model 2 İçin Hata Düzeltme Modeli ve Kısa Dönem Sonuçları .....	119



## GRAFİKLER LİSTESİ

<b>Grafik 1.1:</b> Küresel Ölçekte Bölgelere Göre Türev İşlem Hacimleri (2005-2015) ....	7
<b>Grafik 1.2:</b> Yıllar İtibariyle Kredi Derecelendirmesine Tabi Tutulan Ülke Sayısı 1975-2015.....	37
<b>Grafik 1.3:</b> Vadesi Gelmemiş Kredi Türevlerinin Tutarı (1998-Haziran 2016).....	42
<b>Grafik 1.4:</b> Kredi Türevlerinin Brüt Piyasa Değeri (2001-Haziran 2016).....	42
<b>Grafik 1.5:</b> Kredi Türevlerinin Brüt Piyasa Değerinin Bölgelere Göre Dağılımı 2016 .....	43
<b>Grafik 1.6:</b> Sektörlere Göre Net CDS Pozisyonları 2010-2014 (Milyar USD).....	56
<b>Grafik 1.7:</b> CDS Türlerine Göre Dönemler İtibariyle Açık Olan Sözleşme Tutarları 2004-2016 (Milyar USD).....	57
<b>Grafik 1.8:</b> Dönemler İtibariyle CDS'lerin Brüt Piyasa Değeri 2004-2016 (Milyar USD).....	58
<b>Grafik 1.9:</b> Vadelerine Göre CDS Sözleşme Büyüklükleri 2016 (Milyar USD).....	59
<b>Grafik 1.10:</b> Sektörler Bazında CDS Sözleşme Tutarları 2016 (Milyar USD).....	60
<b>Grafik 2.1:</b> Türkiye ve Seçilmiş Ülkelerin CDS Primlerinin Görünümü (19.09.2014-29.12.2016).....	72
<b>Grafik 2.2:</b> Türkiye'nin Brüt Dış Borç Stoğundaki Değişim (%) 2004-2017 Q1 .....	73
<b>Grafik 2.3:</b> Türkiye'nin Çıkarılmış Olduğu Tahvillerin Dönemler İtibariyle Görünümü (2012Q3-2016Q3) (Milyon ABD Doları).....	74
<b>Grafik 2.4:</b> Kur Sepeti ve CDS ile Faiz Gelişmeleri .....	75
<b>Grafik 2.5:</b> Cari Açık 2004-2017 Q1 (Aylık, Milyon ABD Doları).....	76
<b>Grafik 2.6:</b> Doğrudan Yabancı Yatırımlar/Sabit Sermaye Oluşum Oranı 2002- 2015 .....	87
<b>Grafik 2.7:</b> Türkiye'ye Gelen Doğrudan Yabancı Yatırımların Dünyadaki Bölgelere Göre Dağılımı 2002-2016 (Milyar ABD Doları).....	88
<b>Grafik 2.8:</b> Türkiye'de Kurulan Yabancı Sermayeli Şirket Sayısı 2003 Haziran- 2017 Ağustos (Kümülatif, 100 Adet).....	90
<b>Grafik 2.9:</b> 2016 Kasım İtibariyle Türkiye'de Faaliyet Gösteren Yabancı Sermayeli Şirketlerin Kuruluş Türlerine Göre Dağılımı .....	91
<b>Grafik 2.10:</b> Uluslararası Sermayeli Şirketlerin Sermaye Büyüklüğüne Göre Dağılımı (Şirket Sayısı) 2016/Kasım .....	87

<b>Grafik 2.11:</b> Doğrudan Yabancı Yatırımların Sektörel Dağılımı 2002-2017Eylül ..	94
<b>Grafik 2.12:</b> Yıllar İtibariyle Uluslararası Sermayeli Firmalara Verilen Teşvik Belgelerinin Sayısı 2011-2017 Temmuz .....	96
<b>Grafik 2.13:</b> Uluslararası Sermayeli Firmalara Verilen Teşvik Belgelerinin Toplam Yatırım Tutarları 2011-2017 Temmuz (Milyon ABD Doları).....	96
<b>Grafik 2.14:</b> Özel Sektörün Yurt Dışından Sağladığı Uzun Vadeli Kredilerin Sektörel Dağılımı 2002-2017Q3 (Milyon ABD Doları).....	98
<b>Grafik 2.15:</b> Özel Finans Sektörünün Yurt Dışından Sağlanan Uzun Vadeli Kredilerinin Alt Sektörlere Göre Dağılımı 2017Q3 (Milyon ABD Doları) .....	99
<b>Grafik 2.16:</b> Özel Finansal Olmayan Sektörün Yurt Dışından Sağlanan Uzun Vadeli Kredilerinin Alt Sektörler Arasındaki Dağılımı 2017Q3 (Milyon ABD Doları).....	100
<b>Grafik 3.1:</b> CDS Değişkeni (Ocak 2001-Eylül 2017).....	111
<b>Grafik 3.2:</b> PORTFOY Değişkeni (Ocak 2005-Eylül 2017) .....	112
<b>Grafik 3.3:</b> YABANCI Değişkeni (Ocak 2005-Eylül 2017) .....	113
<b>Grafik 3.4:</b> CDS Değişkeni İçin Model A Grafiği.....	118
<b>Grafik 3.5:</b> CDS Değişkeni İçin Model B Grafiği.....	119
<b>Grafik 3.6:</b> CDS Değişkeni İçin Model C Grafiği.....	119
<b>Grafik 3.7:</b> YABANCI Değişkeni İçin Model A Grafiği .....	120
<b>Grafik 3.8:</b> YABANCI Değişkeni İçin Model B Grafiği .....	120
<b>Grafik 3.9:</b> PORTFOY Değişkeni İçin Model A .....	121
<b>Grafik 3.10:</b> PORTFOY Değişkeni İçin Model B .....	121
<b>Grafik 3.11:</b> PORTFOY Değişkeni Model C .....	122
<b>Grafik 3.12:</b> Model 1 İçin Cusum Testi Sonuçları .....	126
<b>Grafik 3.13:</b> Model 2 İçin Yapısal Kırılma Sonuçları .....	129



## GİRİŞ

Ekonomi bilimine göre kapalı bir ekonomideki karar birimleri hane halkları, firmalar ve devlettir. Dışa açık ekonomilerde ise bu karar birimlerine dördüncü bir karar birimi olan dış dünya eklenir. İster kapitalist ister sosyalist olsun bütün ülkeler yoğunlukları farklı biçimlerde olmak üzere dış dünyayla ekonomik ilişkiler kurmaktadır. Bu ekonomik ilişkiler ülkelerarası iş bölümü, ortak ticaret politikaları, borç alacak ilişkileri, hibeler vb. biçimde olabilmektedir.

Kapitalist ülkelerde dış ekonomik ilişkilerin en önemli araçlarından biri yabancı sermaye yatırımlarıdır. Yabancı sermaye yatırımları yoluyla ülkeler sermaye birikim süreçlerini hızlandırarak ekonomik daralma, işsizlik, dış ticaret açığı gibi temel ekonomik sorunlarını kısmen de olsa çözmeye çalışmaktadırlar. Yabancı yatırımlar doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar biçiminde gerçekleşmektedir. Bu yabancı yatırım türleri arasında doğrudan yatırımların reel sektör üzerindeki etkisi –bizzat reel sektöre ilişkin olması dolayısıyla- diğer yabancı yatırım türlerine göre daha fazladır.

Yabancı sermaye yatırımlarının ülke ekonomileri açısından önemliliği, beraberinde bu yatırımların ülkeye çekilebilmesi sorununu doğurmaktadır. Yatırım yapacak olan yabancılar doğal olarak her şeyden önce belirsizliklerin olmadığı, karlılığın olduğu ülkeleri tercih edeceklerdir. Bu tercih beraberinde alternatif ülkeler arasında riskin ölçümü sorununu doğurmaktadır.

Finansal sistemdeki gelişmelerin bir sonucu olarak ülkelerde yatırım yapılabilirliğin ve ülkelerin finansal yükümlülüklerini yerine getirip getiremeyeceklerinin bir ölçütü olarak “kredi derecelendirmesine” başvurulmaktadır. Kullanılan ileri analiz teknikleriyle ülkelere Standard&Poor’s, Moody’s ve Fitch gibi kredi derecelendirme kuruluşları tarafından 1’den 6’ya kadar değişen kredi kalite derecelerine göre notlar verilmekte ve her bir kredi kalite derecesi AAA’dan D’ye kadar değişecek biçimde harf notuna indirgenecek biçimde ülkelerin ekonomik görünümü hakkında bilgi vermektedir. Söz konusu bu notlandırma ülkelerin yanı sıra şirketler, belediyeler vs. için de yapılabilmektedir.

Sözü edilen notlandırma çok düşük-çok yüksek aralığında temerrüt olasılığına işaret etmektedir. Notlandırılan ülkeler, belediyeler, firmalar vb kuruluşların temerrüde düşme olasılıklarına karşı bir sigorta niteliğinde olan kredi temerrüt swapları (CDS) tezgah üstü

piyasalarda işlem görmektedirler. Buna göre bir CDS primi piyasalarda ne kadar yüksek fiyatlanırsa, dayanak varlığın temerrüt riski o kadar fazla olmaktadır. Tersine durumda ise yani CDS priminin düşük olması durumunda ise temerrüt riski düşüktür. Bu yönüyle CDS primleri, kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notların somutlaşmış biçimiyle piyasalarda işlem gören bir finansal enstrüman olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu bağlamda ülkeler için işlem gören CDS primlerinin söz konusu ülkelere yatırım yapılıp yapılamayacağına ilişkin somut bir veri olduğu söylenebilir. Ancak burada kredi derecelendirmesinin güvenilirliği ve CDS primlerin spekülasyon konularına konu olabilmesi kredi derecelendirmesine bakarak yatırım kararları verenler açısından bir sorunu beraberinde getirmektedir. Bu sorun yapılan derecelendirmenin güvenilirliği sorunudur. Nitekim 2001 yılındaki Enron skandalı, 2002 yılında Worldcom'da, 2003'te Parmalat'ta yaşanan çöktürmeler, 2008'de Lehman&Brothers'ın iflası ve bu yaşananların hemen öncesinde bu firmalara yüksek kredi notu verilmesi sözü edilen güvenilirliğin sorgulanmasını haklı göstermektedir.

Yukarıda bahsedilen güvenilirlik sorunu ülkelere kredi derecelendirmesine göre yatırım yapılması durumunda yabancı yatırımların bu notlarla arasındaki ilişkinin de incelenmesi gerekliliğini ortaya koymaktadır.

Bu çalışmanın konusu Ocak 2005-Eylül 2017 dönem için CDS ve yabancı sermaye yatırımlarına ilişkin aylık veriler kullanılmak suretiyle Türkiye'deki CDS'ler ile yabancı sermaye yatırımları arasındaki ilişkinin Zaman Serisi Analiz yardımıyla test edilmesidir.

Ekonomik canlılığın devamlılığının sağlanması için gerekli olan faktörlerin başında gelen yabancı yatırımlardaki herhangi bir değişiklik büyüme, istihdam vb. makroekonomik göstergeler üzerinde bazı etkilere neden olacaktır. CDS primlerinin de ülkelerin ekonomik anlamda yatırım yapılabilirliğine ilişkin bir veri olduğu düşünüldüğünde; CDS primlerindeki yükselme –ceterisparibus- dış yatırımcıları yatırım yapmaktan alıkoymaz. Bu çalışmanın amacı gelişmekte olan Türkiye'nin Ocak 2005-Eylül 2017 dönemindeki CDS primleri ile yabancı yatırımlar arasındaki ilişkinin analiz edilerek, CDS primlerinin yabancı yatırımlar üzerindeki etkisinin şiddetine bağlı olarak birtakım çıkarımlarda bulunup bu çıkarımlar neticesinde politika önerileri sunmaktır.

Çalışma, CDS primlerinin kavramsal olarak ülkelerin yükümlülüklerini yerine getirip getirmeyeceğine ilişkin bir risk göstergesi olmasına karşın bu göstergenin gerek portföy gerekse doğrudan yabancı yatırımlarla ilişkisinin yatırım yapılabilirlik konusunda Türkiye

açısından bir incelemeye tabi tutulmamış olması nedeniyle önem kazanmaktadır. Bu çalışmanın alana katkısı daha önceki çalışmalarda risk faktörü ile yabancı yatırım ilişkisinin araştırılmış olmakla birlikte, direkt olarak CDS primleri ile doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları ilişkisine yönelik olarak Türkiye için lisansüstü düzeyde bir tez çalışmasının ilk defa yapılıyor olmasıdır.

Çalışmada kuramsal zemin hazırlamak için literatür taraması yapıldıktan sonra araştırmanın amacı doğrultusunda TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, Bloomberg, ilgili bakanlıkların veri tabanları elde edilen verilerle zaman serileri analizi yapılacaktır.

Çalışmanın birinci bölümünde çalışmaya yönelik olarak bir kavramsal çerçeve çizilmeye çalışılacaktır. Dolayısıyla bu bölümde türev ürünler piyasası, tarihçesi ve çeşitleri ile ele alınacak olup ayrıca dünya genelinde bu piyasa ürünleri ile ilgili olarak istatistiki bilgilere yer verilerek söz konusu ürünler piyasasının büyüklüğü, coğrafi dağılımı hakkında genel bir fikir edinmeye yönelik altyapı oluşturulmaya çalışılacaktır. Daha sonra kredi türev ürünleri, kredi riski kavramı ve buna bağlı olarak kredi riskinin ölçümüne veya başka bir ifadeyle kredi derecelendirmesine ilişkin kavramlar açıklanmaya çalışılacaktır.

Birinci bölümde türev piyasası, kredi riski, kredi türevleri ele alındıktan sonra aynı bölümde kredi temerrüt swapları; tanım, konu ile ilgili temel kavramlar, kredi temerrüt swap türleri ve işleyişi bağlamında ayrıntısıyla ele alınacaktır. Birinci bölümde ayrıca yabancı sermaye yatırımlarına kavramsal olarak yer verilerek gerek ev sahibi ülke açısından gerekse kaynak ülke açısından yabancı yatırımları etkileyen faktörlere yer verilecektir. Bu bölümde son olarak ve yabancı sermaye ile ilgili teorilere değinilerek kavramsal çerçeve tamamlanmış olacaktır.

Çalışmanın ikinci bölümü Türkiye'nin CDS primi ile ilgili görünümü ve Türkiye'de yabancı sermaye yatırımlarının genel görünümü olmak üzere iki kısımdan oluşacaktır. Bu bölümün CDS ile ilgili kısmında Türkiye'nin CDS'si ile ilgili iktisadi verilere değinilecek, sonrasında yabancı yatırımlarla ilgili olarak Türkiye'de yabancı yatırımların tarihçesine dönemler bağlamında yer verilip, Türkiye'de yabancı yatırımlara ilişkin istatistik bilgiler ele alınacaktır.

Kredi temerrüt swapları ile yabancı yatırımlar arasındaki uzun dönem ve kısa dönem ilişkisinin Türkiye için araştırıldığı üçüncü bölümde ise araştırmanın amacı ve kapsamı

belirlendikten sonra bir literatür taramasına yer verilip, çalışmanın yöntemi hakkında ayrıntılı bilgi verildikten sonra ampirik sonuçlar ortaya konulacaktır.

Sonuç ve değerlendirme bölümü olan son bölümde ise ilk üç bölümde ele alınan kavramlar temelinde, üçüncü bölümde elde edilen sonuçlar değerlendirilerek kredi temerrüt swaplarının Türkiye’de yabancı yatırımlarla uzun ve kısa dönem ilişkisinin var olup olmadığı ortaya konulacak ve bu sonuçlara bağlı olarak gerek kredi derecelendirmesi ve kredi temerrüt swapları gerekse yabancı yatırımlar bağlamında somut politika önerilerinde bulunulmaya çalışılacaktır.



## BÖLÜM I

### TÜREV PİYASALARIN, KREDİ TÜREVLERİNİN VE YABANCI YATIRIMLARIN KAVRAMSAL VE TEORİK ÇERÇEVESİ

Bu bölümde çalışmanın bütününe temel teşkil etmesi bakımından kavramsal ve teorik konulara yer verilecektir. Söz konusu çerçevenin sınırları türev piyasalar, kredi riski, kredi derecelendirmesi ve kredi türevleri, kredi temerrüt swapları ve yabancı sermaye yatırımları ile ilgili kavramsal ve teorik bilgilerden oluşacaktır.

#### 1.1. Türev Piyasalar

Türevler finans ve ticarete yüzyıllardır önemli rol oynamaktadır. Türev işlemlerin bilinen ilk örneği M.Ö. 2000 yılında bugünkü Bahreyn Adası'nda tüccarların Hindistan'da satılacak olan mallar için düzenledikleri teslim sözleşmeleridir. Aynı dönemde Mezopotamya'da da türev işlemlerin yapıldığına ilişkin kil tabletlerde çivi yazısıyla yazılmış bazı bilgilere rastlanılmıştır<sup>1</sup> (Dodd 2005: 149).

M.Ö. 624-546 yıllarında Yunanistan'da ünlü matematikçi Thales'in de türev işlemler yaptığı bilinmektedir. Thales yağış ve iklim durumundan yola çıkarak zeytine ilişkin rekolte ve fiyat konusunda başarılı tahminlerde bulunmuş ve bundan getiri sağlamıştır. Bu yönüyle Thales'in uygulaması future tipi türevlerin ilk örneğini oluşturmaktadır (Saltoğlu 2014: 11).

Erken Roma döneminde sözleşmeler, sözleşmenin şahsiliği ilkesine dayanan; taraflar arasında özel bir ilişkinin kurulması biçimindeydi. Bu sözleşmeler üçüncü bir tarafın ödeme yapmasına izin verecek biçimde devredilemezdi. Örneğin borçlu ve alacaklı arasında bir kredi sözleşmesi oluşturulduğunda; borçlunun sadece ilk baştaki alacaklıya karşı ödeme zorunluluğu olduğu için alacaklı taraf anapara geri ödemesi ve faizi bir başkasına devredemezdi. Benzer şekilde bir vadeli teslim sözleşmesini elinde tutan kişi, onu başkasına satamazdı (Weber 2009: 437). Çünkü malları teslim alma yetkisi bir başkasının değil sadece sözleşme sahibinindir<sup>2</sup>. Bu kurallar Roma İmparatorluğu sona

<sup>1</sup> Söz konusu tabletler British Museum, Louvre Müzesi'nde bulunmaktadır. Ayrıca 2003 yılındaki ABD işgaline kadar olan dönemde Bağdat'ta da çok sayıda tablet sergilenmişse de bunların çoğu çalınmıştır.

<sup>2</sup> Roma Hukukundaki sözleşmenin şahsiliği ilkesi Roma ekonomisinin menkul kıymet piyasasının o dönemdeki bu özelliğine dayanmaktadır.

erene kadar yavaş yavaş yasal bir biçimde terk edildi<sup>3</sup> ve daha sonra Doğu Roma İmparatoru Theodosius II (401-450) ve Bizans İmparatoru Justinianus (482/483-565) Kanunnameleriyle kredi türevlerinin tezgah üstü piyasalarda alım satımına olanak tanıdı (Weber 2009: 438).

Ortaçağ boyunca Şampanya Fuarları ve Rönesans boyunca İtalya, sözleşmelerin, ödeme sistemlerinin ve ticaretin geliştiği Avrupa merkezleriydi. Öte yandan Roma Hukuku'nun kurucusu Roma Kilisesi ticareti düzenleyen baş kuruluş ve Avrupa'nın en büyük üreticisi ve en büyük toprak sahibiydi (Saltoğlu 2014: 11). Bu döneme denk düşen 12. yüzyılda türev işlemlerin belirli esaslara göre düzenlenmesine Venedik'te başlamıştır (Dodd 2005: 150).

16. yüzyılda Hollanda'da Antwerp Borsası'nda tahıllar üzerine yapılan sözleşmelerle ilk vadeli işlemler yapılmıştır. Bu dönemde yapılan vadeli işlemler emtia, sevkiyat işlemleri ve senetlerle ilgili forward ve opsiyon işlemleri biçiminde olmuştur. 17. yüzyılda da Japonya'nın Dojima bölgesinde pirinç ile ilgili olarak "Dojima Pirinç Piyasası" adıyla ilk organize vadeli işlemler borsasının kurulduğu bilinmektedir (Saltoğlu 2014: 11; Tuncer 1994: 24). 19. yüzyıldan sonra Kuzey Avrupa (Birleşik Krallık ve Hollanda) ve Kuzey Amerika (ABD ve Kanada) gerek mal piyasalarının gerekse finansal piyasaların en önemli alıcı ve satıcıları haline gelmişlerdir. Ve bu gelişmelere binaen türev piyasaları ABD'de future ve forward sözleşmelerinin Chicago Board of Trade (CBOT)'de resmi olarak işlem görmesi ise 1849 yılında başlamıştır (Dodd 2005: 150; Oldani 2008:3).

İlk takas odası 1891 yılında Minneapolis ve Kansas City'de kurulmuş, 1931 yılında gümüş üzerine ilk vadeli işlemler yapılmaya başlanmıştır. 1971 yılında BrettonWoods sabit kur sisteminin Smith Sonion Anlaşması'yla sona ermesi üzerine döviz kurlarında meydana gelen dalgalanma üzerine döviz ile ilgili vadeli işlemler yapılmaya başlanmıştır (Tuncer 1994: 25)

20. yüzyılın sonlarında türev ürünlere yenileri eklenmiş ve küresel finans piyasalarında yapılan türev sözleşme hacimleri giderek daha da büyüyen bir hal almaya

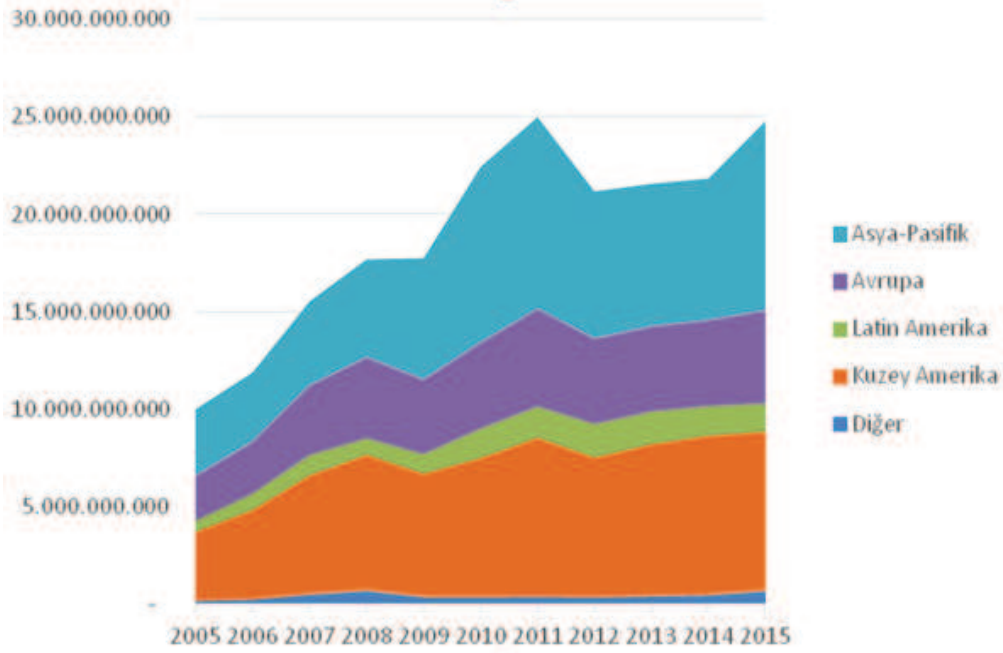
---

<sup>3</sup> Yazar burada Swan'ın "Building the Global Market. A 4000 Year History of Derivatives" adlı eserine atıfta bulunmuştur.

başlamıştır. Dünya genelinde 2005 yılında yaklaşık 10 milyar adet civarında olan future ve opsiyon sözleşme sayısı 2015 yılında 24.8 milyar adet civarına yükselmiştir.

Grafik 1.1'den de görüleceği üzere 2005-2015 döneminde Kuzey Amerika bölgesinin 2005 yılında, dünyadaki diğer bölgelere göre sözleşme sayısı bakımından görece üstünlüğü olsa da özellikle 2010 yılından sonraki yıllarda zaman zaman bu üstünlük Asya-Pasifik bölgesine geçmiştir. Bu durum Amerika'da yaşanan 2008 Mortgage Krizine bağlanabilse de son yıllarda Asya Pasifik bölgesinde yer alan ülkelerdeki finansal gelişmenin ve sermaye akımlarının da bunda etkisi olduğu söylenebilir.

**Grafik 1.1: Küresel Ölçekte Bölgelere Göre Türev İşlem Hacimleri (2005-2015)**



Kaynak:<http://marketvoicemag.org/?q=content/2015-annual-survey-global-derivativetvolume#topstorygallery>  
Erişim Tarihi: 04.09.2016



Yine grafik 1.1’de Asya-Pasifik bölgesinin diğer bölgelere göre future ve opsiyon sözleşme sayısı bakımından daha hızlı büyüdüğü net bir şekilde görülmektedir. Nitekim 2015 yılında dünyadaki toplam future ve opsiyonsözleşmelerinin yaklaşık yüzde 39’u bu bölgede yapılmıştır. Aynı grafikte Avrupa’nın söz konusu dönem için daha az dinamik bir gelişmeyle Asya-Pasifik ve Kuzey Amerika bölgelerinin peşinden geldiğini onu da Latin Amerika bölgesinin izlediğini görmekteyiz. Diğer bölgelerdeki sözleşme sayıları ise toplam sözleşme sayısının % 3’ünü geçmemektedir.

### **1.1.1. Türev Ürün Çeşitleri**

Türev ürün çeşitleri genel olarak future, forward, opsiyon ve swap sözleşmeleri biçiminde olup, her sözleşme türü kendi içinde farklı alt türlere ayrılmaktadır. Söz konusu türev ürünleri çeşitli amaçlarla kullanılmaktadır. Bunlar (Ocakoğlu 2013: 49- 63; Korkmaz ve Ceylan 2006: 364):

- Borçlanma maliyetlerini azaltmak,
- Borçlanma kapasitesini yükseltmek,
- Net nakit akımlarını artırmak,
- Mevcut varlık ve yükümlükleri olası risklerden korumak,
- Kesin döviz tahhütlerini kur riskinden korumak,
- Spekülasyon yapmak ve
- Arbitraj yapmaktır.

#### **1.1.1.1. Futures Sözleşmeler**

Futures sözleşmeleri alıcı ve satıcıdan oluşan iki taraf arasında ileri bir tarihteki fiyat üzerinde anlaşmaya varmaya dayalı türev sözleşmeleridir. Genel olarak hisse senetleri, finansal araçlar, endeksler, emtia ve dövizleri kapsar. “Gelecekteki fiyat” veya “kullanım fiyatı” olarak bilinen işlem fiyatı ve esas olarak diğer özellikleri önceden belirlenmiş ve standartlaştırılmıştır. Sözleşmeye göre her iki taraf da işlemi yerine getirme konusunda tam olarak sorumludur. Bu sözleşme tipinde taraflardan biri teslim alan, diğeri ise teslim eden taraftır.



Futures sözleşmeleri sadece borsalarda işlem görür. Sözleşme şartları (büyüklüğü, niteliği, sınıflandırması, süresi vb) yukarıda ifade edildiği üzere standartlaştırılmış<sup>4</sup> ve sözleşmeden doğan yükümlülükler takas odası tarafından güvence altına alınmıştır (Shaik 2014: 26).

Futures sözleşmeleri, sözleşmeye konu olan varlığın fiziksel bir varlığı olup olmamasına göre başlıca iki grupta sınıflandırılmıştır. Bunlar;

Vadeli İşlemler: Bu future sözleşme türünde finansal araçlar hisse senedi, döviz, faiz oranları ve diğer finansal endekslerden oluşur. Bu sözleşmeler “mali futures” işlemler olarak da tanımlanmaktadır (Arıkan 2000:17).

Gelecekte Teslim Mal Sözleşmesi İşlemleri: Bu future sözleşmeleri ise hububat, metal ve enerji ürünleri gibi mallardan oluşur (Shaik 2014: 27).

#### 1.1.1.1.1. Futures Sözleşmeler İle İlgili Temel Kavramlar

Future sözleşmeleri ile ilgili temel kavramlar şunlardır (Akel ty: 7-8; Evans 2013: 5-6; Kasilingamty: 14):

- **Spot Fiyat:** Sözleşmeye konu olan varlığın hemen satılması halinde ödenecek olan fiyattır.
- **Futures Fiyat:** Futures sözleşmesinde alıcı ve satıcı tarafın gelecekte işlem yapmak üzere şu anda üzerinde anlaşmaya vardıkları fiyattır.
- **Futures Spot Fiyat:** Sözleşmeye konu olan varlığın gelecekteki yani beklenen fiyatıdır.
- **Kısa Pozisyon:** Futures sözleşmesindeki taraflardan birinin belli bir miktardaki varlığı gelecekteki belli bir tarihte belli bir fiyattan satma taahhüdünü ifade eder.
- **Uzun Pozisyon:** Futures sözleşmesindeki taraflardan birinin kısa pozisyonun tersine belli bir miktardaki varlığı gelecekteki belli bir tarihte belli bir fiyattan alma taahhüdünü ifade eder.
- **Pozisyon Limiti:** Sözleşmedeki taraflardan birinin bir defada yüklenebileceği azami anlaşma sayısıdır.
- **Fiyat Hareketleri Limiti:** Bir futures sözleşmesinin günlük fiyatının değişiklik gösterebileceği alt ve üst sınırlardır.

<sup>4</sup> Endeks futuresleri ile ilgili olarak tablo 1.5'e bakınız.

- **Basis (Baz):** Sözleşmeye konu olan varlığın cari fiyatı ile futures fiyatı arasındaki farktır.
- **Başlangıç Teminatı:**Futures sözleşmelerinde pozisyon açarak taraf olmak isteyen kişinin aracı kuruma yatırması gereken ve takas odasınca belirlenmiş olan belli bir teminat tutarıdır.
- **Sürdürme Teminatı:** Henüz açık olan sözleşmelerde meydana gelen fiyat hareketleri sonrasında teminatların belli bir seviyede olmasıdır. Belirlenen seviyenin altına düşülmesi olasılığı durumunda aracı kuruluş pozisyon alan tarafa teminat ekleme çağrısında bulunur.
- **Pozisyon Kapatma:**Futures sözleşmesini sözleşmede belirlenen vadeye kadar tutmak istemeyen kişinin ters pozisyon alarak pozisyonunu kapatmasıdır. Pozisyonun kapanmasıyla ilgili bir diğer durum da sürdürme teminatının altına düşüldüğünde söz konusu pozisyon aracı kuruluş tarafından kapatılmasıdır.
- **Hesaplaşma:**Futures sözleşmesinde pozisyon almış kişinin alış ve satış fiyatları ile piyasa kapanış fiyatlarının karşılaştırılarak kar veya zararının hesaplanmasıdır. Bu hesaplaşma işlemi günlük olduğu gibi haftalık ve aylık da olmaktadır.

#### 1.1.1.1.2. Futures Sözleşmelerinin Özellikleri

Futures sözleşmelerinin özellikleri şu şekilde sıralanabilir (Aydın 2007:13-14; Ceylan 2004: 105; Dedekty: 2; Ulutürk 2009:30-32):

- Futures sözleşmeleri organize borsalarda işlem görmektedirler. Bu yüzden ikincil piyasaları vardır.
- Teslim tarihi ve varlık miktarı açısından standart sözleşmelerdir.
- Takas odası ve teminat sistemi dolayısıyla güvenli enstrümanlardır.
- Günlük fiyat değişimi ile ilgili herhangi bir sınır yoktur.
- Sözleşmeler vadesinden önce kapatılabilir.
- Sözleşmedeki taraflar nakit uzlaşma veya fiziki teslimat yoluyla yükümlülüklerini yerine getirirler.
- Futures sözleşmelerinde tarafların birbirlerine karşı değil takas odasına karşı sorumlu olmaları dolayısıyla risk yoktur.

- Alivre<sup>5</sup> sözleşmelerin aksine futures sözleşmeler denetlenebilirler.

### **1.1.1.1.3. Futures Sözleşmelerinin Türleri**

Futures sözleşmeler emtia futures sözleşmeleri, faiz oranı futures sözleşmeleri, döviz futures sözleşmeleri ve borsa endeksi futures sözleşmeleri olmak üzere dört çeşittir.

#### **1.1.1.1.3.1. Emtia Futures Sözleşmeleri**

Futures sözleşmelerin temelini oluşturan emtia futures sözleşmeleri; tarımsal futures sözleşmeleri, enerji futures sözleşmeleri ve maden futures sözleşmeleri biçiminde emtia gruplarına göre işlemlere konu olmaktadır.

Tarımsal futures sözleşmeleri en eski sözleşme tipi olup genellikle buğday, mısır, pamuk, yulaf, soya fasulyesi, soya küspesi, pirinç, kakao, kahve, şeker gibi emtiaların alım satımına konu olan sözleşmelerdir. Tarımsal emtialar üzerine düzenlenen sözleşmeler başlıca NYSE Intercontinental Exchange ICE, CBOT ve NYSE Euronext borsalarında işlem görmektedir (Çelik 2012: 30).

Enerji emtiaları üzerine düzenlenen futures sözleşmeler ise doğalgaz, kömür, ham petrol, brent petrol, kalorifer yakıtı, karbon emisyonları, gazyağı v.b. emtiaların alım satımına konu olan sözleşmelerdir. Enerji emtialarının fiyatları açılan ham petrol sondaj kuyuları, Petrol İhraç Eden Ülkeler Birliği'nin (OPEC) kararları, kasırga, tayfun gibi doğa olayları dolayısıyla ani ve büyük değişimler gösterebilmekte bu da sözleşme taraflarının günlük karlarını etkileyebilmektedir. New York'taki NYMEX ve Londra'daki ICE bu alandaki en önemli borsalardır (Yeğin 2010: 19).

Madenlerle ilgili futures sözleşmeleri değerli madenlerden altın ve gümüşün yanında bakır, platin, çinko, kurşun, nikel, kalay gibi emtialara dayanmaktadır. Bu tip futures sözleşmeleriyle madenlerdeki fiyat dalgalanmalarından kaynaklanan riskler kontrol altına alınabilmektedir (Çelik 2012: 30).

#### **1.1.1.1.3.2. Faiz Oranı Futures Sözleşmeleri**

Faiz oranı futures sözleşmeleri 1970'li yıllarda dünya ekonomisindeki istikrarsızlık ve devlet borçlarının aşırı düzeylere ulaşması sonucu karşı karşıya kalınan enflasyon ve dalgalı faiz oranlarının yarattığı riskleri en aza indirmeye yönelik arayışlar neticesinde işlem görmeye başlamıştır. Bu bağlamda sözü edilen mali risklere karşı korunmak üzere

---

<sup>5</sup> Genelde tarladaki mahsul ve ağaçlardaki meyvelerin belli bir vade içinde tesliminin taahhüdüne dayanan bir forward sözleşmesidir.

1972 yılında Chicago Board Trade’de (CBOT) faiz oranlarına dayalı futures sözleşmeleri hazırlanmaya başlanmıştır ([www.ito.org.tr](http://www.ito.org.tr)). Akabinde faiz oranına dayalı ilk sözleşme 20 Ekim 1975 tarihinde, %8 faizli ve doğrudan-geçişli GNMA sertifikaları üzerine yazılarak işleme konulmuştur (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası 2002: 472).

Faiz oranı futures sözleşmeleri hazine bonusu, devlet tahvili ve kısa veya uzun vadeli diğer faiz oranlarına dayalıdır (Gökmen 2008:152-168). Faiz oranı sözleşmeleri ile kaldıraç özelliği yardımıyla daha az ilk yatırımla daha yüksek bir pozisyon alabilme imkanı doğmaktadır. Bunun yanında faiz futures sözleşmeleri taraflara riskleri kontrol altına alarak rekabet avantajı sağlama ve gelecekte meydana gelebilecek fiyat değişikliklerini tahmin edebilme gibi olanaklar da sağlamaktadır (Kurar ve Çetin 2016: 403-425).

### 1.1.1.1.3.3.Döviz Futures Sözleşmeleri

Döviz futures sözleşmeleri de faiz oranı futures sözleşmeleri gibi ilk olarak 1972 yılında, günümüzde Chicago Ticaret Borsası’nın bir döviz ve mali gelecek işlemleri konularında faaliyet gösteren birimi IMM’de (International Monetary Market) işleme konu olmuş ve ilk olarak yedi döviz kuru için sözleşmeler yapılmıştır.

Bu tip futures sözleşmeleri de diğer futures sözleşmelerde olduğu gibi gelecekteki bir tarihte belli bir fiyat üzerinden belli bir varlığı almayı taahhüt eden bir alıcı ve aynı varlığı satmayı taahhüt eden bir satıcı arasında yapılmaktadır. Ancak burada alım satımına konu olan varlık dövizdir (Vij 2003: 127). Günümüzde çok sayıda döviz cinsi için futures işlemleri yapılmaktadır. Futures işlemlerine konu olan dövizler için tablo 1.1’e bakılabilir.

**Tablo 1.1: Bazı Dövizlere İlişkin Futureslar**

Adı	Vadesi	Son Fiyat	Değişim	Açılış	En Yüksek	En Düşük	Zaman
USD Endeksi	16 Aralık	98.525	-0.157	98.710	98.815	98.405	7:46
İngiliz Sterlini	16 Aralık	1.2217	+0.0016	1.2196	1.2238	1.2166	7:46
Kanada Doları	16 Aralık	0.74865	-0.00080	0.74910	0.75035	0.74765	7:46
Japon Yeni	16 Aralık	0.960200	-0.000900	0.961200	0.963100	0.959650	7:46
İsviçre Frangı	16 Aralık	1.01030	+0.00190	1.00870	1.01250	1.00680	7:46
Euro FX	16 Aralık	1.09440	+0.00305	1.09125	1.09570	1.08980	7:46
Avustralya Doları	16 Aralık	0.76640	+0.00300	0.76370	0.76990	0.76150	7:46

Meksika Pezosu	16 Aralık	0.053410	-0.000260	0.053720	0.053740	0.053210	7:46
Yeni Zellanda Doları	16 Aralık	0.71490	+0.00020	0.71520	0.71690	0.71330	7:45
Güney Afrika Randı	16 Aralık	0.71500	-0.000375	0.071950	0.072150	0.071450	07:40
Brezilya Reali	16 Aralık	0.31770	-0.00125	0.31835	0.32040	0.31680	07:09
İngiliz Sterlini (P)	16 Aralık	1.2201s	-0.0034	0.0000	1.2201	1.2201	25/10/2016
Kanada Doları (P)	16 Aralık	0.74945s	+0.00155	0.00000	0.74945	0.74945	25/10/2016
Japon Yeni (P)	16 Aralık	0.961100s	0.00	0.000000	0.961100	0.961100	25/10/2016
İsviçre Frangı (P)	16 Aralık	1.00840s	-0.00060	0.00000	1.00840	1.00840	25/10/2016
Euro FX (P)	16 Aralık	1.09135s	+0.00120	0.00000	1.09135	1.09135	25/10/2016
Avustralya Doları (P)	16 Aralık	0.76340s	+0.00410	0.00000	0.76340	0.76340	25/10/2016
Meksika Pezosu (P)	16 Aralık	0.053670s	+0.000140	0.000000	0.053670	0.053670	25/10/2016
Yeni Zellanda Doları (P)	16 Aralık	0.71470s	+0.0028	0.00000	0.71470	0.71470	25/10/2016
Güney Afrika Randı (P)	16 Aralık	0.071875s	+0.000700	0.000000	0.071875	0.071875	25/10/2016
Brezilya Reali (P)	16 Kasım	0.32165s	+0.00185	0.00000	0.32165	0.32165	25/10/2016

Kaynak:<http://www.investing.com/currencies/fx-futures> Erişim Tarihi 26.10.2016

Döviz future sözleşmelerine konu olan başlıca dövizler U.S. Dolar Endeksi, İngiliz Poundu, Kanada Doları, Japon Yeni, İsviçre Frangı, Euro Endeksi gibi dövizlerdir. Döviz dayalı futures işlem sözleşme büyüklükleri standart hale getirilmiş olup ABD’de döviz dayalı futures işlemlerinde kullanılan bazı döviz işlemlerine ilişkin sözleşme büyüklükleri tablo 1.2’de verilmiştir.

**Tablo 1.2: Döviz Futures Sözleşme Büyüklükleri**

Para Birimi	Sözleşme Büyüklüğü
Euro	125.000 €
İngiliz Sterlini	62.500 £
Japon Yeni	12.500.000 ¥
Kanada Doları	100.000 C\$
İsviçre Frangı	125.000 SF
Avustralya Doları	125.000 A\$

Kaynak: Korkmaz ve Ceylan 2006: 384

#### 1.1.1.1.3.4. Borsa Endeksi Futures Sözleşmeleri

Dünya’nın ilk borsa endeksi futures sözleşmeleri 24 Şubat 1982 tarihinde Kansas Ticaret Odası (Kansas City Board of Trade) tarafından tanıtıldı. 1980’lerde tablo 1.3’de de

görüldüğü üzere 13 ülkenin borsa endeksi futures sözleşmelerine konu olurken 2000’li yıllara gelindiğinde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin çoğunda bu tür futures sözleşmeleri işlemlerine geçildiğini görmekteyiz.

**Tablo 1.3: Borsa Endeksi Futures Sözleşmelerinin Ülkelere Göre Başlangıç Tarihleri**

Ülkeler	Dayanak Endeksi	Resmi Açılış Tarihi
Amerika Birleşik Devletleri	Value Line	24 Şubat 1982
	S&P 500	21 Nisan 1982
Avustralya	Tüm senetler	16 Şubat 1983
Birleşik Krallık	FT-SE 100	3 Mayıs 1984
Kanada	TSE 300	16 Ocak 1984
Brezilya	BOVESPA	14 Şubat 1986
Hong Kong	Hang Seng	6 Mayıs 1986
Japonya (SIMEX)	Nikkei 225	3 Eylül 1986
Yeni Zelanda	Barclay Share	Ocak 1987
İsveç	OMX	3 Nisan 1987
Finlandiya	FOX	2 Mayıs 1988
Hollanda	AEX	24 Ekim 1988
Fransa	CAC40	9 Kasım 1988
Danimarka	KFX	7 Aralık 1989
Güney Afrika	Bütün Senetler	30 Nisan 1990
İsviçre	SMI	9 Kasım 1990
Almanya	DAX	23 Kasım 1990
Şili	IPSA	Aralık 1990
İspanya	IBEX 35	14 Ocak 1992
Avusturya	ATX	7 Ağustos 1992
Norveç	OBX	4 Eylül 1992
Belçika	BEL 20	29 Ekim 1993
İtalya	MIB 30	28 Kasım 1994
Macaristan	BSI	31 Mart 1995
İsrail	Maof 25	27 Ekim 1995
Malezya	KLCI	15 Aralık 1995

Kore	KOSPI 200	3 Mayıs 1996
Portekiz	PSI-20	20 Haziran 1996
Rusya	RTS	Mart 1997
Venezuela	IBC	5 Eylül 1997
Polonya	WIG 20	16 Ocak 1998
Yunanistan	FTSE/ASE-20	27 Ağustos 1997
Türkiye	BIST 30	Eylül 2015

**Kaynakça:** Gülen ve Mayhew s.661 <http://www.krannert.purdue.edu/faculty/hgulen/futures.pdf>ve Borsa İstanbul <http://www.borsaistanbul.com/kurumsal/borsa-istanbul-hakkinda/tarihsel-gelismeler>Erişim Tarihi: 19.07.2016

Türkiye'nin borsa endeksi futures sözleşmeleri henüz çok yeni olup BIST30 endeksi futures sözleşmelerde Eylül 2015'te işleme başlamıştır.

Endeks futures sözleşmeleri dayandığı borsaya göre farklı sembollerle ifade edilmekte olup sözleşme büyüklükleri farklı para birimlerine göre belirlenmektedir. Bazı endekslerin bir yıl içinde dört sözleşme dönemi varken bazılarının aylık dönemler için işlem görmesi söz konusu olabilmektedir. Borsa endeks sözleşmelerinin unsurlarına ilişkin olarak tablo 1.4'e bakılabilir.

**Tablo 1.4: Seçilmiş Bazı Endeks Futures Örnekleri**

Endeks	Sembol	Borsa	Sözleşme Büyüklüğü	Sözleşme Dönemleri	Puan Değeri
DOW 30	YM	CBOT	\$5 x Dow Jones	Mart, Haziran Eylül, Aralık	1 = \$5
S&P 500	ES	CME	\$50 x S&P 500	Mart, Haziran Eylül, Aralık	1 = \$50
Nasdaq	NQ	CME	\$20 x Nasdaq 100	Mart, Haziran Eylül, Aralık	1 = \$20
DAX	FDAX	Eurex	€25 x DAX	Mart, Haziran Eylül, Aralık	1 = €25
CAC 40	FCE	Euronext	€10 x CAC 40		1 = €10
FTSE 100	Z	LIFFE	£10 x FTSE 100	Mart, Haziran Eylül, Aralık	1 = £10
IBEX 35	IBEX	BME	€10 x IBEX 35	Mart, Haziran Eylül, Aralık	1 = €10
iBovespa	IND	BM&F Bovespa	R\$1 x iBovespa	Ocak, Şubat, Mart, Nisan, Mayıs, Haziran, Temmuz, Ağustos, Eylül, Ekim, Kasım, Aralık	1 = R\$1
BIST 30	XU030	BIST	TRY100 x BIST 30	Ocak, Şubat, Mart, Nisan, Mayıs, Haziran, Temmuz, Ağustos, Eylül, Ekim, Kasım, Aralık	1 = TRY100
Nikkei 225	NK	OSE	¥1.000 x Nikkei 225	Mart, Haziran Eylül, Aralık	1 = ¥1.000
HangSeng	HIS	HKEEx	HK\$50 x HangSeng	Ocak, Şubat, Mart, Nisan, Mayıs, Haziran, Temmuz, Ağustos, Eylül, Ekim, Kasım, Aralık	1 = HK\$50
China H-Shares	HHI	HKEEx	HK\$50 x China H-Shares	Ocak, Şubat, Mart, Nisan, Mayıs, Haziran, Temmuz, Ağustos, Eylül, Ekim, Kasım, Aralık	1 = \$1

**Kaynak:**<http://www.investing.com/indices/indices-futures>Erişim Tarihi: 26.10.2016

### 1.1.1.2.Forward Sözleşmeleri

Forward, future sözleşmelerine oldukça benzeyen ve borsada işlem gören tezgah üstü işlemsözleşmeleridir. Forward gelecekteki bir tarihte bir işlem yapabilmek için iki taraf arasındaki bir sözleşmedir. Forward sözleşmeleri çok çeşitli bazı finansal araçlar veya varlıklar temelinde işlem görür. Tezgah üstü işlem sözleşmeleri olması nedeniyle forwardlar kapsadığı tarih, fiyat, nitelik, miktar ve vade günü temelinde son derece özelleştirilebilir sözleşmelerdir (Shaik 2014: 29). Bu sözleşmeler spesifik ve kendine özgü



sözleşmeler olmaları dolayısıyla devredilmeleri kolay olmamakta ve ikinci bir piyasaları bulunmamaktadır (Arıkan 2000:17)

Forwardlar başlıca teslim edilebilir vadeli işlemler ve teslim edilemeyen vadeli işlemler olmak üzere iki gruba ayrılır. Teslim edilebilir sözleşmeler vade tarihinde fiilen teslimi gerektirirken; teslim edilemeyen sözleşmelerde nakit uzlaşısı söz konusudur. Nakit uzlaşısı sözleşmelerinde sözleşme fiyatı ve vade sonundaki cari fiyat arasındaki fark ortadan kalkar (Shaik 2014: 29).

#### **1.1.1.2.1. Forward Sözleşme Türleri**

Türev piyasalarda forward sözleşme türlerinin en çok kullanılanları forward döviz sözleşmeleri ve forward faiz sözleşmeleridir.

##### **1.1.1.2.1.1. Forward Döviz Sözleşmeleri**

Forward döviz sözleşmeleri tarafların gelecekte belirlenen bir tarihte bugünden belirlenen bir kur üzerinden bir ülke parasını başka bir ülke parası ile değiştirmek için anlaşmalarına dayanır. Anlaşma tarihinde herhangi bir nakit alış verişi söz konusu olmamakta; gelecekte belirlenen tarih için kur sabitlenmektedir. Bu tip anlaşmalardaki hareket noktası taraflar açısından döviz kurlarının gelecekteki değerlerine ilişkin belirsizliğin ortadan kaldırılmasıdır (Altıntaş 2006: 227). Bir başka ifadeyle taraflar forward döviz sözleşmeleri ile kur riskinden korunmuş olurlar (Işıklar 2004: 182). Forward sözleşmeler genellikle büyük kurumsal yatırımcılar tarafından yapılan türev sözleşme tiplerindedir (İstanbul Altın Borsası ty: 9).

##### **1.1.1.2.1.2. Forward Faiz Sözleşmeleri**

Forward faiz sözleşmeleri bir yatırım veya borç ile ilgili olarak önceden belirlenmiş bir tarih için bugünden faiz oranının sabitlenmesine dayanır (Resti ve Sironi 2007: 139). Sözleşmelerin vadesi genellikle 1, 3, 6, 9 ve 12 ay olup çoğunlukla ABD Doları, Sterlin, Euro, İsviçre Frangı ve Japon yeni üzerine olmakla birlikte birçok para birimi için bu sözleşmeler yapılmaktadır. Forward faiz sözleşmesinin tarafları kendi şartlarını ve kurallarını sözleşmeye koyabilse de bu konudaki endüstri standartları “The British Bankers Association” tarafından belirlenmiştir (Korkmaz ve Ceylan 2006: 371).

Faiz oranı üzerine yapılan bu forward sözleşme tipinde zarar eden taraf sözleşmede yer alan tutara ve faiz oranına göre hesaplanan tutarda kazanan tarafa ödeme yapar. Faiz oranı sözleşmeleri genel olarak telefon ve bilgisayar aracılığıyla yapılır. İşlem güvenliği

açısından bu görüşmeler kayıt altına alınır ve bu kayıtlar saklanır. Bant kaydına ek olarak faks veya taahhütlü mektupla teyid işlemleri gerçekleştirilebilir (Korkmaz ve Ceylan 2006: 371). Günümüzde bu işlemlerin internet kanalıyla kolaylıkla yapılabilmesi gibi bir olanak da mevcuttur.

#### **1.1.1.2.2. Futures ve Forward Sözleşmeleri Arasındaki Farklar**

Forward ve futures sözleşmeleri birbirine benzeyen sözleşmeler gibi görünse de bu iki sözleşme tipinin birbirinden ayrılan birçok yönü bulunmaktadır. Bu sözleşmelerin birbirinden ayrıldığı noktalar şunlardır (Kayacan ve Çayıroğlu 2011:108):

- Forward sözleşmelerde alıcı ve satıcıdan oluşan iki taraf varken, futures sözleşmelerde alıcı ve satıcıya ek olarak borsa da taraflardan biri olarak sözleşmede yer almaktadır.
- Sözleşme unsurları forward piyasalarda alıcı ve satıcı tarafından belirlenirken; futures sözleşmelerde sadece fiyat alıcı ve satıcı tarafından belirlenir, diğer unsurlar ise borsa tarafından belirlenir.
- Forward sözleşmeler devredilemezken, futures sözleşmeler vade sonuna kadar tekrar tekrar alınıp satılabilir.
- Forward sözleşmeler şeffaf sözleşmeler değildir. Buna karşılık futures sözleşmeler borsalarda şeffaf bir biçimde işlem görürler.
- Forward sözleşmelerde vade sonunu bekleme zorunluluğu olduğundan likidite söz konusu değildir. Futures sözleşmeler ise vadeden önce devredilebilme özelliğinden dolayı nispeten likittir.
- Forward sözleşmelerde ödeme şekli alıcı-satıcı arasında direkt olarak gerçekleşirken, futures sözleşmelerde ödeme takas merkezi aracılığıyla gerçekleşir.
- Forward sözleşmelerde teslimat vade sonunda gerçekleşirken, futures sözleşmelerde vade sonu beklenmeden ters işlemle kapama işlemi yapılabilir ve teslimat zorunluluğu yoktur.
- Forward sözleşmelerde takas merkezinin olmaması risk doğururken, futures sözleşmelerde yer alan yükümlülükler borsa takas merkezi garantörlüğündedir.

- Kar ve zararın belirlenmesi forward sözleşmelerde vade sonunda mümkün iken, futures sözleşmelerde kar ve zarar günlük olarak hesaplanır ve hesaplara işlenir.
- Fiyat forward sözleşmelerde alıcı ve satıcı arasında pazarlıkla belirlenirken, futures sözleşmelerde borsa seans saatleri içerisinde arz ve talebe göre belirlenir. Seans saatleri içerisinde fiyatlar sürekli değişkenlik gösterir.
- Forward sözleşmelerinde teminat zorunluluğu yoktur. Buna karşılık futures sözleşmelerde pozisyon açmak için “başlangıç teminatı” yatırmak gerekir.

### 1.1.1.3. Opsiyon Sözleşmeleri

“Opsiyon” sözcüğü Latince kökenli olup; “seçme yetkisi, ek süre, ek gün” gibi anlamlara gelmektedir (Kayacan ve Çayiroğlu 2011: 121). Opsiyonlar alıcıya, ileri bir tarihte satıcıyla birlikte işlem yapmaya olanak veren türev sözleşmeleridir. Söz konusu işlem emtia, döviz vb gibi bir dayanak finansal varlığın satın alınmasını veya satılmasını içerir. Sözleşmenin taraflarından biri olan alıcı, başlangıçta bir opsiyon primi (borsadaki fiyat üzerinden) öder. Opsiyon sözleşmesi dayanak varlığın ve işlemin özelliklerini tanımlar. Sözleşme alıcısı “opsiyon sahibi” ve sözleşme satıcısı “opsiyon yazıcısı” olarak ifade edilir.

Opsiyonlar hisse senedi, emtia, döviz, faiz oranları, çeşitli future türleri, swaplar, faiz tavanı, taban oran ve diğer araçları dayanak olarak düzenlenirler. Bu bakımdan opsiyonların, diğer türev ürünlerini kapsadığı söylenebilir.

Opsiyon gerçekleşmesi durumunda opsiyon yazıcısı, opsiyon sahibinin dayanak varlığın değerindeki değişmeden kaynaklanan olası karını opsiyon sahibine ödeme yükümlülüğü altına girecektir. Eğer opsiyon, gerçekleşmezse opsiyon sahibi sadece ödediği primi kaybeder. Buradan hareketle opsiyonlar daha çok piyasadaki olası ters hareketlere karşı koruma sağlayan bir sigorta poliçesi işlevi görür. Opsiyon sözleşmelerinin bu özelliği, onu diğer türevlerden ayırır. Opsiyon sözleşmeleri bu temel özellikleriyle basit (vanilla) opsiyon olarak bilinirler. Uygulamada en çok kullanılan opsiyonlar basit opsiyonlardır. Ek özelliklere sahip opsiyonlar egzotik opsiyonlar olarak bilinir (Shaik 2014: 30).

Opsiyonlar küçük çaplı bir sermaye ile çeşitli ürünler üzerine büyük tutarlarda yatırım yapma olanağı sağlar. Bununla birlikte opsiyon yatırımları normal yatırımlara göre daha riskli yatırımlardır (Korkmaz ve Ceylan 2006: 387).

### **1.1.1.3.1. Opsiyon Türleri**

Opsiyonlar temel olarak alım opsiyonu ve satım opsiyonu olmak üzere iki çeşittir. Opsiyon türlerini açıklamadan önce tarafların buldukları pozisyonun ne anlama geldiğini açıklamakta yarar vardır. Opsiyon satma işlemi finans piyasalarında genel olarak “opsiyon yazmak” biçiminde ifade edilir. Opsiyonu satın alan taraf “opsiyon alan” (optionbuyer veya optionholder) olarak adlandırılırken; opsiyon satan taraf “opsiyonu yazan” (optionwriter veya optiongrantor) biçiminde adlandırılır. Opsiyon satma pozisyonu açık veya kısa (short); opsiyon alma pozisyonu ise uzun (long) pozisyon olarak tanımlanır (Apak 1992: 31).

#### **1.1.1.3.1.1. Alım Opsiyonu**

Bu opsiyon türünde opsiyon sahibinin belli bir dayanak varlığın bugünden belirlenen bir fiyat üzerinden sözleşmede yer alan vadede veya vadeye kadar olan süre içinde satın alma hakkı elde etmesi söz konusudur. Alım opsiyonunda opsiyon sahibi yatırımcı opsiyona konu olan varlığın fiyatının gelecekte yükseleceği beklentisi içerisinde. Bu beklenti dolayısıyla alım opsiyonunda sözleşmeye konu olan varlığın fiyatı sözleşme günü piyasa fiyatının üzerine opsiyon priminin eklenmesiyle belirlenmektedir (Taner ve Akkaya 2009: 107; Kırca 2000: 37).

Alım opsiyonlarında opsiyon alan tarafın sorumluluğu bulunmazken opsiyon satıcısı, alıcının opsiyon hakkını kullanması durumunda, sözleşmeye konu olan varlığı satma yükümlülüğü altındadır (Korkmaz ve Ceylan 2006: 388).

#### **1.1.1.3.1.2. Satım Opsiyonu**

Satım opsiyonunda belirli bir vadede veya vadeden önce belli bir miktar varlığın belli bir fiyattan satma hakkının elde edilmesi söz konusudur. Bu opsiyon türünde opsiyon satıcısı sözleşme gereği üstlenmiş olduğu yükümlülüğü yerine getirmek zorundadır (Taner ve Akkaya 2009: 107). Bu opsiyonu alan tarafın ileride fiyatların düşeceği yönünde bir beklentisi vardır. Beklentisinin gerçekleşmesi durumunda elindeki kıymeti opsiyon yazıcısına piyasaya göre daha yüksek fiyattan satma hakkını elde edecektir. Beklentisinin

gerçekleşmemesi yani fiyatların yükselmesi durumunda opsiyonu kullanmak karlı olmayacağı ve söz konusu kıymeti piyasada opsiyon yazıcısına satacağı fiyattan daha yüksek bir bedelle satabileceğinden opsiyondan doğan hakkını kullanmayacaktır. Bu durumda katlanmak zorunda olduğu zarar opsiyon primi kadar olacaktır (Dönmez v.d. 2002: 121).

#### 1.1.1.4. Swap Sözleşmeleri

Swaplar bazı mali yükümlülüklerin iki taraf arasında önceden belirlenmiş vadelerle birlikte belirli dönemsel aralıklarda değişimini içeren sözleşmelerdir. Finansal yükümlülükler basit nakit hareketlerini, varlıkları, yükümlülükleri, dövizleri, menkul değerleri veya emtiaları kapsayabilir. Özünde swaplar, her biri farklı bir vade ve aynı forward fiyatında olan bir forward sözleşmesi portföyünün aynısıdır. Swaplar en çok nakit uzlaşmaya dayanır (Shaik 2014: 35).

Genel olarak swaplar sahibine nakit hareketi özelliği olan varlıklarını ve tasfiye olmamış borçlarını değiştirme olanağı sağlar ve fon kullananlara farklı piyasalardaki avantajlardan yararlanma, riski azaltma, uygun fonlara ulaşabilme, bu fonların en uygun şartlarda kullanımını sağlama ve sabit faizli bir fonu değişken faizli bir fona dönüştürme işlevi görürler (Arıkan 2000:18). Bu bağlamda swap sözleşmeleri bir yatırım veya borçlanma aracı olmayıp sadece mevcut yatırımların veya borçların nakit akımlarını değiştirmeye yarayan finansal araçlardır (Dönmez v.d. 2002: 156). Örneğin bir yatırımcının elinde tuttuğu bir hisse senedini sahip olduğu senedi satmaksızın düşük bir riske karşılık sabit getirili nakit akışı sağlayarak değiştirebilir. Temel olarak hisse senedi kendisinin fakat hisse senedinin getirisi onun satışına bağlı değildir ve sabit getirili bir nakit akışı söz konusudur. Bu yatırımcı, portföyünde hisse senedi ve swap sözleşmesi olmak üzere iki pozisyonu elinde tutar.

Swap piyasaları, tezgah üstü işlemler piyasasının en önemlilerindedir ki tezgah üstü piyasalar swap piyasası olarak da adlandırılmaktadır. Swap piyasasındaki büyük oyuncular tüm senet türlerinin portföy yöneticileri, finans şirketleri ve büyük anonim şirketleri gibi kuruluşlardır. Swap piyasalarının arkasındaki itici güç swap ürünlerinin kendi niteliği ve nakit hareketi değişimi özelliğidir.

Swap araçları en çok tezgah üstü piyasalarda işlem görmektedir. Son düzenlemelerle tezgah üstü işlem swapları piyasası tek yönlü (clearedswap) ve çift yönlü (bilateral swap) swap piyasaları olmak üzere ikiye ayrılmıştır (Shaik 2014:36).

Swap işlemlerinin yapılma nedenleri şunlardır (Kıyılar 1998: 83-104):

- Yerel para piyasalarının yeterli yatırım olanaklarına sahip olmaması dolayısıyla girişimcilerin ellerindeki kısa vadeli fonları swapa sokmaya yönelmeleri.
- Başka ülkelerin para piyasalarında yapılan yatırımların daha yüksek getiri beklentisinin olduğu anda söz konusu ülkelerde swap yapılması.
- Merkez bankalarının “borç/özkaynak” oranları ile varlık ve borçların vadeleri arasında uyuma önem vermesi nedeniyle bankaların swapa yönelmesi. Çünkü uluslararası işlemleri yapan bankalar, söz konusu uyumun sağlanabilmesi amacıyla, gerektiği zaman borç faizlerini sabit faizden değişken faize, ya da prime rate'den Libor'a (veya tam tersi) dönüştürerek faiz swapı yapabilmektedirler.
- Sabit faizle borçlanma olanakları sınırlı olanların, ellerinde sabit faizli tahviller bulunan kredibilitesi yüksek borçlularla faiz swapına girerek değişken faizli borçlarını sabit baza çevirmek istemeleri.

#### **1.1.1.4.1. Swapların, Futures ve Forward İşlemlerden Farkları**

Swap işlemleri, forward ve futures işlemlere benzer işlemler gibi görünse de bu iki işlem tipinden temelde bazı yönleriyle ayrılmaktadır. Söz konusu bu farklılıklar şunlardır (Civan 2010:362-363; Parlakkaya 2005: 139-140):

- Futures ve forward işlemleri spekülasyona konu olabilirken, swap işlemlerinde genel olarak spekülasyon amacı yoktur.
- Future ve forward sözleşmeleri kısa vadeli, swap sözleşmeleri ise genelde orta ve uzun vadelidir. bazı swap sözleşmelerinin vadesi 15 yıla kadar çıkabilmektedir.
- Swap işlemleri futures işlemlerine nazaran her iki taraf için de daha yüksek risk risklidir.

- Swap işlemlerinde tarafların farklı oranlarda da olsa sözleşmeden yarar sağlama olasılıkları varken; futures ve forward sözleşmelerde taraflardan sadece birinin yarar sağlaması mümkündür.
- Futures ve forward işlemleri sözleşmeler biçiminde yapılıp, futures işlemleri organize piyasalarda yapılırken; swap işlemleri genel olarak bankalar aracılığıyla yürütülmektedir.
- Swap işlemleri sonsuz sayıda işlem yapma olanağı olması dolayısıyla futures ve forward işlemlere göre daha esnek bir yapıdadır.

#### **1.1.1.4.2. Swap Türleri**

Swapların farklı türleri bulunmaktadır. Bunlar arasında döviz swapları geleneksel swap yöntemi olarak anılırken; ulusal para, faiz swapları ve varlık swapları yeni sayılabilecek swap türleri arasında yer almaktadır (Seyidoğlu 2003: 226).

##### **1.1.1.4.2.1. Faiz Swapı Sözleşmeleri**

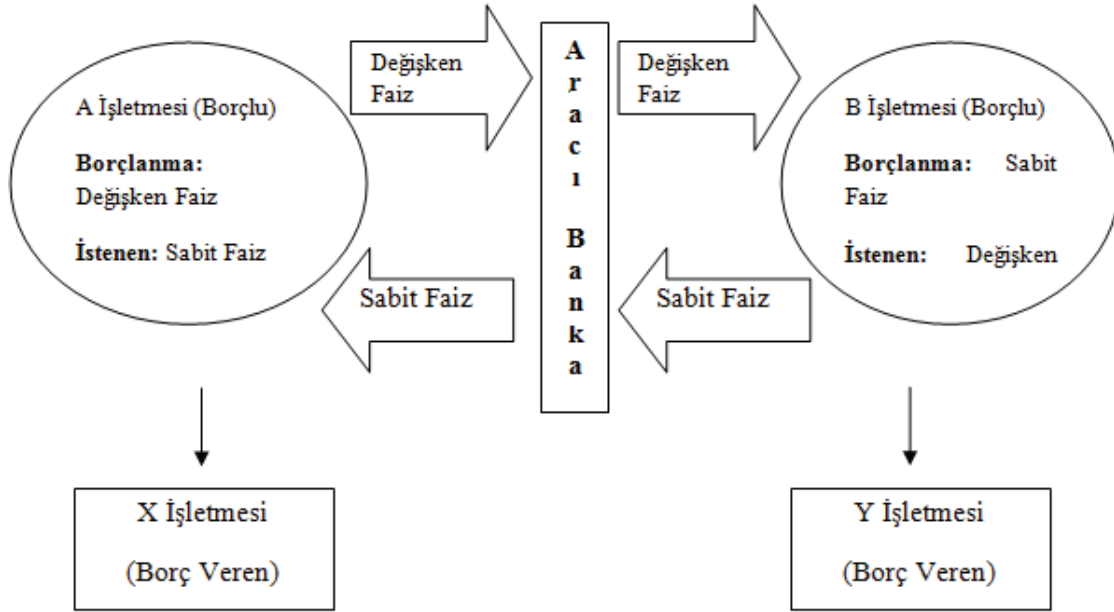
Faiz swapı en genel biçimiyle faiz ödemelerinin ve niteliğinin değiştirilmesidir. Bu swap türünde sabit faiz değişken faize, değişken faiz sabit faize, libor prime rateye veya prime rate libora çevrilerek faiz ödemelerinin niteliği değiştirilmek suretiyle borç ödemelerinin yapısı değiştirilmiş olur (Ceylan ve Korkmaz 2006: 435). Buradaki amaç tarafların gelecekte değişken ve sabit faiz oranlarının olası hareketleri karşısında kendi faiz oranı beklentilerine göre fon yönetiminin etkinliğini sağlamak ve mali yükümlülüklerine ilişkin faiz yükünü azaltıp varlıklarının faiz gelirini arttırmaktır (Erdemol 1993: 152-153).

Ülke riski swap işlemlerinde önemli bir faktördür. Kredi değerliliği düşük olan ülkelerin sabit faizle borçlanmaları mümkün olmadığından bu ülkeler değişken faizle borçlanırlar. Değişken faizin de fon kullananlar açısından her zaman için faydalı olduğu söylenemez. Değişken faizin fayda sağlaması faiz oranlarının düşmesi beklentisine bağlıdır. Bu bağlamda faiz swap işleminin taraflara yarar sağlayabilmesi için tarafların kredibilitelerinin farklı olması, ayrıca kredibilitesi yüksek tarafın değişken faizi, kredibilitesi düşük olan tarafın ise sabit faizi tercih etmeleri ve tarafların beklentilerinin ters yönlü olması gerekmektedir (Aksoy ve Tanrıöven 2007:475).

Faiz swapının nasıl işlediği aşağıda yer alan şekil 1.1’de gösterilmiştir.



Şekil 1.1: Faiz Swapının İşleyişi



**Kaynak:** Civan 2010: 369

Yukarıdaki şekilde A işletmesi ülkesinin kredi değerliliği düşük, B işletmesi ülkesinin ise kredi değerliliğinin yüksek olduğunu kabul edelim. A işletmesi faiz oranlarında yükselme beklediği için sabit faiz oranından borçlanmak istemekte fakat ülke kredi değerliliği yüksek olduğu için bu ancak çok yüksek sabit faiz koşullarında mümkün olabilmektedir. Öte yandan B işletmesi ülke değerliliği yüksek olduğu için sabit faizle borçlanmış fakat faiz oranlarının gelecekte düşeceği beklentisi içerisinde. A'ya sabit faiz olarak %13 oranında bir teklif yapıldığını ancak A'nın Libor + %2 değişken faizle borçlanmayı tercih ettiğini kabul edelim. B ise %10 oranından tahvil ihraç edebilme imkanına sahip olup değişken faizli olarak borçlanması durumunda ise Libor+%0,5 şeklinde borçlanabilsin. Bu koşullar altında B sabit faiz ile borçlanıp SWAP ile bunu değişken faize dönüştürerek maliyet tasarrufu sağlayacağı için %10 sabit faizle tahvil ihraç edip A işletmesi ile swap işlemine tabi tutacaktır. Yapılan anlaşma gereği A, B'ye ödemek üzere her yıl %10,5 sabit faiz ödeyecek ve bunun karşılığında B işletmesinden Libor alacaktır. B işletmesi ise aracıya A işletmesine ödemek üzere Libor ödeyip aracıdan % 10,25 sabit faiz alacaktır. Libor oranının %8 olduğunu kabul edelim. Bu durumda ödeme akımları neticesinde A doğrudan sabit faizli %13 borçlanmak yerine swap işlemleri aracılığıyla %12,5 faize katlanıp %0,5 maliyet tasarrufu sağlamış olur. B de %10 sabit



faizle borçlanmış, aracından %10,25 faiz tahsil ederek %0,25 maliyet tasarrufu sağlamış olur.

Faiz swap işlemleri sadece maliyet tasarrufu sağlamak için değil, faiz oranlarındaki değişikliklerin etkilerini azaltmak için ya da arbitraj yoluyla kazanç sağlamak için de yapılabilmektedir (Aksoy ve Tanrıöven 2007: 476-479).

#### 1.1.1.4.2.2. Para Swapı Sözleşmeleri

Para swapları taraflar arasında, belirlenen tutarda bir paranın başka bir para ile değiştirilmesi ve belir bir süre sonunda değiştirilen ana paraların geri verilmesine dayanan işlemlerdir. Modern anlamda swap işlemi ilke kez 1982 yılında Dünya Bankası ile IBM arasında yapılmış olup; söz konusu anlaşmada sabit faizli Alman Markı ile İsviçre Frankı borçları Dünya Bankası'ndan sağlanan Amerikan Doları ile swap edilmiştir (Chambers 1998: 132).

Para swapları başlıca iki nedenle yapılmaktadır. Bunlar:

- İstenen para cinsinin bulunamaması ve başka para cinsinden kredi bulunup, bunun istenen para cinsine swap edilmesi.
- Daha düşük faiz sağlamak için istenen para cinsi yerine daha düşük faizli başka para cinsinden kredi temin edilmesi ve istenen para cinsine swap edilmesidir.

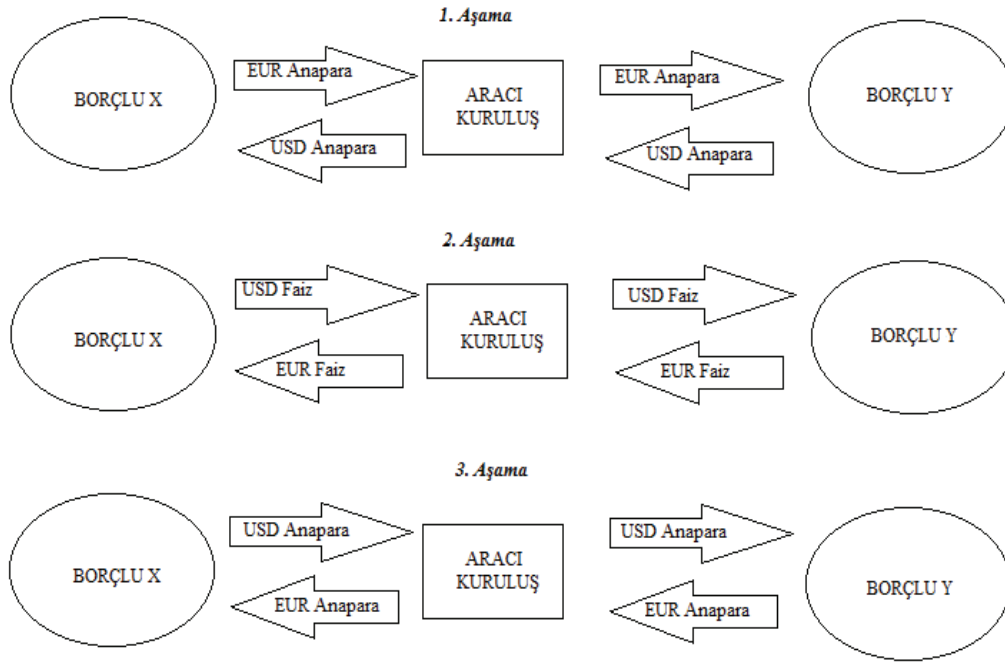
Bu açılardan bakıldığında para swapları tarafların gereksinimine uygun olarak yapılabilmeleri dolayısıyla *esneklik*, bilançoda swap öncesi ve swap sonrası borçların değişmemesi dolayısıyla *borçlarda istikrar*, swapın kapanış kuru olarak gişe kurunun kullanılması dolayısıyla *işlemlerde yalınlık*, döviz kurlarındaki dalgalanmalara karşı tarafları koruması dolayısıyla *döviz riskini azaltma* ve vadeli işlemlere göre döviz maliyeti düşük olduğundan *maliyeti azaltma* gibi avantajlar yaratabilmektedirler (Usta 2012: 284).

Para swapı işlemleri biçimsel olarak faiz swaplarına benzetmekle birlikte üç aşamadan oluşmakta olup söz konusu aşamalar sırasıyla şu şekildedir (Aksoy ve Tanrıöven 2007:478; Civan 2010:364):

- 1- Miktar açısından birbirinin eşdeğeri olan farklı ülke para birimleri değiştirilir.
- 2- Swap süresince iki anaparanın faiz ödemeleri değiştirilir. Bu aşamada konusunda anlaşma kullanılacak borç için ödenecek faizden farklı nitelikler içerebilir.

- 3- Sözleşme vade tarihinde anaparalar anlaşılan kur üzerinden karşılıklı olarak iade edilir

**Şekil 1.2: Para Swapının İşleyişi**



**Kaynak:** Civan 2010: 364

Anaparaların karşılıklı iade edildiği vade günü paraların değeri açısından fark oluşmuşsa yüksek faiz oranı ile borçlanan taraf kendi ülkesindeki faiz oranının düşük olması durumunda aradaki farkı karşı tarafa öder ve swap işlemi sonlanır. Paraların değerinde herhangi bir fark ortaya çıkmazsa böyle bir işleme gerek yoktur (Seyidoğlu 2003: 306).

#### 1.1.1.4.2.3. Varlık Swapı Sözleşmeleri

Varlık swapları sentetik bir varlık yaratmak için bir aktif ve bir swapın birleştirilmek suretiyle alacakların iktisadi yapısını değiştirmeye yönelik bir swap biçimidir. Bu swap türü alacakların yapısını değiştirmeye yönelik olması dolayısıyla genel olarak yükümlülüklerin yapısını değiştirmeye yönelik olan diğer swaplardan ayrılır (Chambers 1998: 137). Yükümlülüklerle ilişkin risklerin daha ön planda olması varlık swaplarının gelişimin son yıllarda başlamasına neden olmuştur (Dönmez v.d. 2002: 174).

Varlık swaplarıyla aynı veya farklı para birimi üzerinden sabit faizli bir varlık değişken faizli bir varlığa dönüştürülebilir (Karatepe 2000: 164).

#### **1.1.1.4.2.4. Emtia Swapı Sözleşmeleri**

Emtia swapları iki taraf arasında belli bir miktar malın sabit ve değişken fiyatlarını belli bir zaman için değiştirmeyi içeren bir anlaşmadır. Tezgah üstü türev ürünlerin ilk biçimlerinden olan emtia swapları ilk kez 1986 yılında kullanılmış, 1991 Körfez Savaşı ile birlikte uluslararası düzeyde öneme sahip olmaya başlamıştır (Ebiçlioğlu ve Kahramantay: 17). Bu swap türünde taraflardan birisi (satıcı) fiyatların düşeceğini, diğeri (alıcı) ise yükseleceğini beklemekte ve malın alış-satış fiyatını swap işlemi yoluyla sabitlemektedirler. Böylece taraflar kendilerini olası fiyat hareketlerinden kaynaklanan risklere karşı korumuş olurlar. Emtia swap işlemi, diğeri swap işlemlerinde olduğu gibi genelde bir bankanın aracılığıyla yürütülmektedir (Aksoy ve Tanrıöven 2007: 483). Bu sözleşmeler özellikle beş yıl vadeli petrol emtiasında kullanılmaktadır (Korkmaz ve Ceylan 2006:443).

Emtia swaplarının işleyişi şu şekildedir; ilk olarak üreticiler gelecekte üretecekleri bir malı sabit bir fiyattan söz konusu malın o anki piyasa fiyatına bağlı bir endekse dayalı olarak satarlar. İleride spot fiyat sabit fiyatın üzerine çıkarsa aradaki farkı bankaya öderler. Mal talep edenler ise bankalara sabit fiyatı ödeyip bankalardan değişken fiyatla mal alma hakkını elde ederler. Spot fiyatların düşmesi durumunda ise mal talep edenler açısından kar olanakları ortadan kalkar (Aslan ve Terzi 2013: 230).

### **1.2. Kredi Riski, Kredi Derecelendirmesi ve Kredi Türevleri**

Bütün kredi işlemlerinde düzey açısından düşük de olsa yüksek de olsa geri ödenmeme riski vardır. Bu risklerin öngörülebilir olması adına finansal sistem, kredi derecelendirmesi ve kredi türevleri gibi mekanizmalar geliştirmiştir. Kredi derecelendirmesi ile kurum ve kuruluşları notlandırılmakta kredi türevleriyle de genel olarak olası risklerin ve getirilerin transfer edilmesi mümkün olabilmektedir.

#### **1.2.1. Kredi Riski**

Kredi riski en yalın tanımıyla verilen bir kredinin geri dönmemesi riskidir. Bu risk kredilerin borçlular tarafından ya hiç ödenmemesini ya da vadesinde ödenmeyerek geciktirilmesini içerir (Babuşçu1997: 94). Bir başka tanıma göre kredi riski, bir kredi

sözleşmesinde borçlu tarafın sözleşme kurallarına uymayarak, yükümlülüklerini yerine getirmeme, anapara ve faiz ödemelerini vadesinde ödememe olasılığıdır (Akgüç 2007: 8). Bu bakımdan her kredi sözleşmesinin farklı olasılıklarda da olsa risk içerdiği söylenebilir. Bu risk gerçekleşirse dağıtılan kaynak kayba uğrar ve kredi veren kuruluşun anapara kaybına ek olarak kredinin geri dönüşü ve verilen kredi karşılığında alınan teminatları nakde çevirmeye yönelik masraflar ve işgücü kayıpları söz konusu olur. Bunun yanında tahsil edilmemiş faizler, yasal takiple ilgili masraflar, yeniden yapılandırma ve diğer operasyon giderleri, anaparanın ve faizinin zamanında tahsil edilememesinden kaynaklanan fırsat maliyetleri vb her şey kredi riskine esas tutarın içerisinde yer alabilir (Yarız 2012: 84). Ayrıca, kredi veren kuruluşun başka kişi ve kuruluşlara karşı yükümlülüklerini yerine getirmesi için yeni maliyetlere katlanması söz konusu olabilir (Sayım 2006: 23). Kredi riskinin gerçekleşmesi ekonomik kriz, artan rekabet, yanlış kredilendirme politikaları ve benzeri faktörlerden kaynaklanabileceği gibi ülkedeki siyasi konjonktür ve ekonomi politikalarından da kaynaklanabilir (Yazıcı 2011: 88). Kredi risklerinin yoğunluğu bir sektör, bir coğrafi bölge veya ekonomik faktörlerden kolayca etkilenebilecek diğer etkenlerle ilgili finansal kaldıraç yüksek olan kredilerin varlığına bağlı olarak değişiklik gösterir (Bolgün ve Akçay 2003: 149).

### **1.2.1.1. Kredi Riskinin Bileşenleri**

Kredi riskinin beklenen kayıp, beklenmeyen kayıp ve zarar dağılımı olmak üzere başlıca üç bileşeni vardır. Bu bileşenlerin tanımlanması kredi riskinin başarılı bir şekilde ölçülebilmesi ve yönetilebilmesi açısından önemlidir.

#### **1.2.1.1.1. Beklenen Kayıp**

Bir kredi ile ilgili olarak her zaman beklenen bir kayıp söz konusudur. Bu kayıp temerrüt olasılığına, borçlunun temerrüde düşmesi durumunda kredi borcunda meydana gelecek kayıp miktarına (temerrüt halinde kayıp) ve temerrüt anındaki kredi bakiyesine (temerrüt tutarı) bağlıdır. Beklenen kayıp şu formülle ifade edilmektedir (Candan ve Özün 2009: 46; Saita 2010: 68).

$$BK = TO \times THK \times TT \quad (1.1)$$

Formülde;

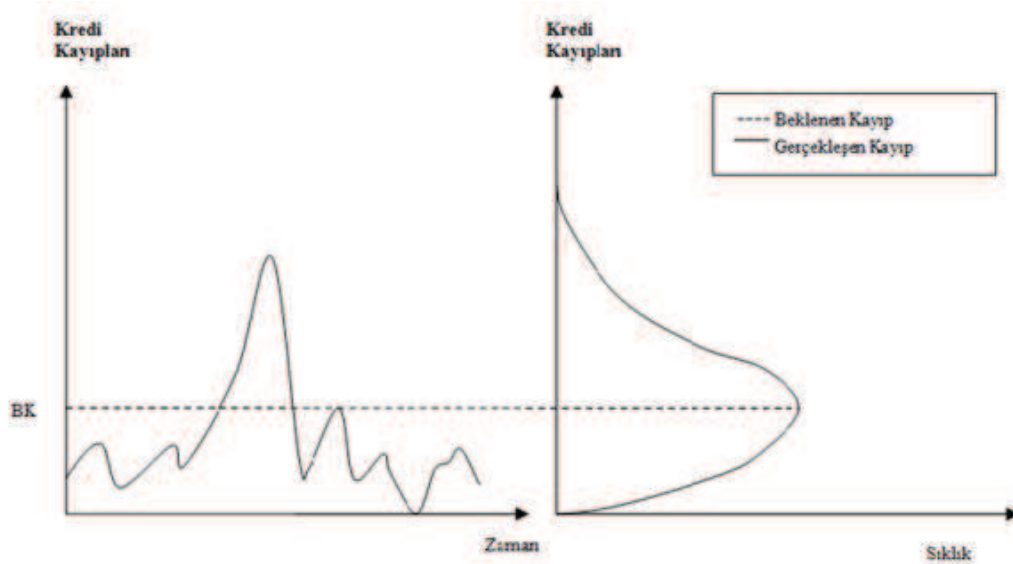
BK : Beklenen kayıp

TO : Temerrüt Olasılığı

THK : Temerrüt Halinde Kayıp

TT : Temerrüt Tutarı

Şekil 2.3:Beklenen Kayıp-Gerçekleşen Kayıp İlişkisi



Kaynak: Candan ve Özün 2009:246

Kredi portföylerinde belli bir zaman dilimi için ölçülen zararın boyutu genelde bir yıllık dönemler için ölçülmekteyse de üçer aylık, altışar aylık dönemler için ölçümler de söz konusu olabilmektedir. Seçilen dönemler için meydana gelen zarar *gerçekleşen zarar* olarak tanımlanmaktadır. Beklenen kayıp gerçekleşen zararın üstünde olabileceği gibi altında da olabilir. Şekilde bu durumun ifade edildiği gerçekleşen kayıp beklenen kayıp ilişkisi gösterilmiştir. Yine şekilde kredi kaybının miktarı ile sıklık derecesi gösterilmektedir. Buna göre kredi kaybı miktarının yüksek olduğu durumların sıklık derecesi düşüktür. Fakat bu kayıp belli bir eşğin altına düştüğünde sıklıkla ilgili belirgin bir ilişki söz konusu olamamakta ve portföyden portföye değişiklik gösterebilmektedir.

#### 1.2.1.1.2. Beklenmeyen Kayıp

Beklenmeyen kayıplar, bankalar ve finans kuruluşlarının kredi risk yönetimi ile ilgili görevlerini yerine getirmelerini güçleştiren en önemli faktörlerdendir. Bunun nedeni beklenen kayıpta kredi olayının işleyişine içkin olağan bir kayıp söz konusu iken beklenmeyen kayıpta finansal kuruluşların belirlediği ortalama riskleri aşan sapmaların meydana gelebilmesidir. Sadece risk yöneticileri değil aynı zamanda düzenleyiciler ve

mali denetim kuruluşları da bu risk bileşeninden endişe duymaktadırlar. Bu büyük potansiyel kayıplar nedeniyle iflasların önlenmesi amacıyla uluslararası standartlar sürekli gelişmekte ve geliştirilmektedir (Navarrete 2006: 1-11). Beklenmeyen kayıp için kullanılan gösterge, beklenen kaybın standart sapması biçimindedir (Candan ve Özün 2009: 247). Bubağlamda beklenmeyen kayıp yani BmK,

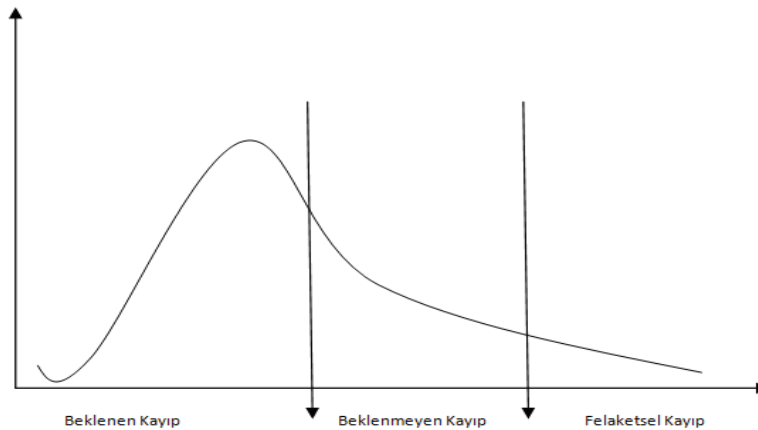
$$BmK = \sigma = TT \times THK \times \sqrt{TO(1 - TO)} \quad (1.2)$$

formülüyle ifade edilir<sup>6</sup>.

### 1.2.1.1.3. Zarar Dağılımı

Kredi riskinin bu üçüncü temel bileşeninde zarar düzeyi bir dağılım fonksiyonu ile ifade edilir. Zarar dağılımında kredi kayıpları üç bölgeye ayrılır. Şekil 1.4'te görüldüğü üzere bunlar beklenen kayıp, beklenmeyen kayıp ve felaketsel kayıptır. Uygulamada en çok karşılaşılan sorun kredi riskinde zarar dağılım fonksiyonunun belirlenmesidir. Zarar dağılımı fonksiyonu kredi zararı için kredi veren kuruluşun beklenen kayıpla ilgili olarak ayıracağı karşılıklarınve beklenmeyen kayıp için zararın karşılanacağı ekonomik sermayenin belirlenmesine yardımcı olur (Candan ve Özün 2009: 247). Zarar dağılımında yer alan felaketsel kayıp beklenmeyen kayıp içerisinde değerlendirilmektedir.

Şekil 1.4: Zarar Dağılımı



**Kaynak:** Chambers ve Çifter 2007: 143-

158[http://uvt.ulakbim.gov.tr/uvt/index.php?cwid=9&vtadi=TSOS&c=ebsco&ano=75975\\_c53b586abf2ccc7967275b8c6bf376d6&?Erişim Tarihi: 10.11.2016](http://uvt.ulakbim.gov.tr/uvt/index.php?cwid=9&vtadi=TSOS&c=ebsco&ano=75975_c53b586abf2ccc7967275b8c6bf376d6&?Erişim Tarihi: 10.11.2016)

<sup>6</sup> Formüldeki simgelerin anlamları için formül 1.1'e bakınız.

### **1.2.1.2. Kredi Risk Türleri**

Bir portföy varlığının veya bir tek varlık içindeki bir pozisyonun maruz kaldığı başlıca iki tür kredi risk türü söz konusudur. Bunlar kredi temerrüt riski ve kredi spread (marj) riskidir (Choudhry 2004:2).

#### **1.2.1.2.1. Kredi Temerrüt Riski**

Bu risk borçlunun mali yükümlülüklerini yerine getirememesidir. Bu durum temerrüt olarak bilinir. Teknik açıdan ele alındığında ise bir şirketin kredi faiz ödemelerini genellikle üç ay veya daha fazla süre ile ödememesi durumu söz konusudur. Ancak böyle bir durumda henüz iflas aşamasına veya idari bir aşamaya gelinmemiştir. Bir borçlunun temerrüdünde borç veren genellikle borçlunun borç miktarından daha az bir kayba maruz kalır, tazmin edilmeyen miktar temerrüde düşen borcun haciz, tasfiye veya yeniden yapılandırma işlemleri sonucu kurtarılır. Bu kurtarma tutarı genellikle toplam borcun bir yüzdesiyle açıklanır ve geri dönüşüm oranı olarak bilinir. Kredi riski ile ilgili kısımda ifade edildiği gibi tüm kredi risk portföyleri kredi temerrüt riski içerir (Choudhry 2004:2).

#### **1.2.1.2.2. Kredi Spread (Marj) Riski**

Kredi marjı, piyasa tarafından ihtiyaç duyulan belli bir kredi riskinin üstlenilmesi sonucu aşırı primlenmesidir. Kredi marj riski ise bir finansal enstrümanın kredi marjlarının günlük ödeme aşamasındaki değişikliklerinden kaynaklanan finansal kayıp riskidir. Bu kredi marjı borsada işlem gören bir portföy tarafından meydana gelmektedir. Kredi marjlarındaki bu değişiklikler söz konusu portföyün değerini etkilemektedir (Alexander ve Choudry 2013: 120).

### **1.2.2. Kredi Derecelendirmesi ve Kredi Temerrüt Riskinin Ölçümü**

Kredi derecelendirmesi kredi riskinin sayısallaştırmak suretiyle, söz konusu risklerin kontrol altına alınmasını ve izlenmesini sağlarlar (Cangürel 2012: 57). Derecelendirme bir menkul kıymeti almaya, satmaya, elde tutmaya; fon/kredi vermeye veya verilmiş bir fon/krediyi geri talep etmeye yönelik bir öneri değildir. Derecelendirmenin amacı kurum ve kuruluşların saydamlığını, yönetimin niteliğini ve başarısını ölçerek öne çıkartmak ve böylece yatırımcılar açısından belirsizlikleri azaltmaktır. Kredi notu mali ve reel sektör bünyesindeki tüm kesimlere uygulanabilir. Bu kesimler ülkeler, yerel yönetimler, yapılandırılmış finansmanlar, holdingler, banka



kredileri, sigorta şirketleri gibi kurum ve kuruluşlardır (Akbulak 2012: 171-184). Kredi derecelendirmesinin üç temel fonksiyonu vardır. Bunlar (OECD 2010: 5-6):

- Orijinal ekonomik bir fonksiyon olarak kredi riskini objektif bir biçimde ölçerek, ihraççılar ve yatırımcılar arasındaki asimetrik bilgi farkının azalmasını sağlamak. Bu sayede ihraççıların piyasadan fon bulması kolaylaşır.
- Kredi riskleri ile ilgili olarak bir karşılaştırma yapma olanağı sağlamak ve küresel standartlarda bir ölçüt belirlenmesine yardımcı olmak. Bu durum yatırımcılar için önemlidir.
- Piyasa katılımcılarına kredi riskini ifade etmek için ortak bir standart veya dil sunar. Kredi derecelendirmesi herkes tarafından gözlemlenebilir, doğrulanabilir bağımsız bir kredi görüşüdür.

### 1.2.2.1.Geçmişten Günümüze Kredi Derecelendirmesi

Kredi derecelendirme kuruluşlarının faaliyete başlaması 1841 yılındaki ilk kredi raporlama kuruluşu olan Mercantile adlı kuruluşa dayandırılabilir. O dönemdeki faaliyetler kuruluşlara ilişkin bir ağ kullanarak işletme istatistikleri, çalışma durumları, kredibilite, tarafların mevcut bilgiler temelinde ticari riskleri ve toptancıların deneyimlerini tarif ederek asimetrik bilgi sorununu kaldırmaya yönelikti (White'tan aktaran Mattarocci 2014: 32).

Dünya ekonomisinde yirminci yüzyılın başlarına kadar süregelen gelişmeler kredi derecelendirmesinin formel bir biçimde bağımsız şirketlerce yapılması sonucunu doğurmuştur. Bu bağlamda ilk resmi bağımsız derecelendirme kuruluşu 1909 yılında A.B.D.'de John Moody tarafından kurulmuş ve ilk derecelendirme demiryolu tahvilleri için yapılmıştır. Poor şirketi ise işletme ve finans danışmanlığıyla 1916 yılında tahvil derecelendirme işine girmiştir. 1941 yılında, bir diğer danışmanlık ve derecelendirme şirketi olan StandardStatistic ile birleşti ve Standard&Poor's (S&P) adını aldı.1960'larda dev yayıncılık şirketi McGrawHill tarafından devralındı. İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra kredi derecelendirme kuruluşlarının önemi azalmaya başlamışsa da 1970'lerdeki ekonomik kriz nedeniyle yeniden önem kazanmaya başlamıştır. 1975 yılında ABD Menkul Kıymetler ve Borsalar Komisyonu (SEC), tahvil ihraç etmek isteyen kuruluşların yine SEC tarafından belirlenen kuruluşların birinden derecelendirme notu alınmasını zorunlu hale getirmiştir.



Günümüzde Moody's ve S&P dünyanın, alanında en önemli iki firmasıdır (Sylla 2002: 24; Cangürel 2012: 58).

Alanında uzmanlaşmış bir diğer yayıncı kuruluş olan Fitch Publishing Company, John Knowles Fitch tarafından 1913 yılında kuruldu. Firma Fitch Bond Book ve Fitch Stock and Bond Manual gibi yayınlar aracılığıyla finansal istatistikler yayınladı. Bugün yatırım uzmanlarının derinlemesine analizleriyle beraber AAA dan D'ye kadar kullanılan derecelendirme skalası 1924 yılında Fitch Publishing Company tarafından kullanılmaya başlandı (Alcubilla ve Pozo 2012:3).

1924 yılından itibaren Moody's önde gelen şirketleri ve belediyelerin tahvillerini, 1970'lerde ise ticari senetler ve mevduat sertifikalarını derecelendirmeye başladı. Moody's ilk uluslararası tahvili 1981'de, tezgahüstü korumaları ise 1986'da notlandırmaya başladı. 1999 yılında internet kullanıcısı müşterilere internet üzerinden anlık bilgi vermeye başladı (Geisst 2006: 111-112).

Kredi derecelendirme şirketlerinin kurulup başarılı olmalarını sağlayan dört ana etken vardır. Bunlardan birincisi şirketlerin organizasyon yapıları ve kamu kuruluşları, imalat firmalarının yanı sıra devletlerin ve yerel kamu kuruluşlarının borçlanma senetleri çıkarması ve bunların yaygın kullanımı. İkincisi orta sınıf arasında artan zenginliğin farklı ve riskli yatırım hakkında bilgi edinme isteğini arttırması. Üçüncüsü mevcut yatırım bankalarının aralarındaki çıkar çatışmaları ve tahvillerin güvenilirliğini onaylayanların itibarının düşmesi nedeniyle eleştirilmesi. Dördüncüsü ise Birinci Dünya Savaşı ve devlet tahvillerinin ve tanıtılan Amerika savunma tahvillerinin kitlesel pazarlaması ve artan faiz oranları ile kamu ve özel sektörün borçlanma talepleri. Tahvillerin talep ve arzındaki bu olağan üstü büyüme yatırımcıların risk ve getiri yönünden alternatif yatırım araçlarına ihtiyaç duymalarına yol açtı (Geisst 2006:112).

### **1.2.2.2. Kredi Derecelendirme Türleri**

İç derecelendirme ve dış derecelendirme olmak üzere başlıca iki tip derecelendirme vardır. İç derecelendirme kredi talep edecek olan müşterilerin kredi derecelendirmesini içerir. Buna göre öncelikle kredi vermeye hazır olan bir finans kurumunun var olup olmadığı araştırılır. Bu inceleme niteliksel yönden bir tahmin yapma amacıyla yapılır. Dış derecelendirmede ise bağımsız kredi derecelendirme kuruluşları ölçüm tekniklerini kullanarak derecelendirilen kuruluşun durumu hakkında karar verirler (Jakel 2011: 3).

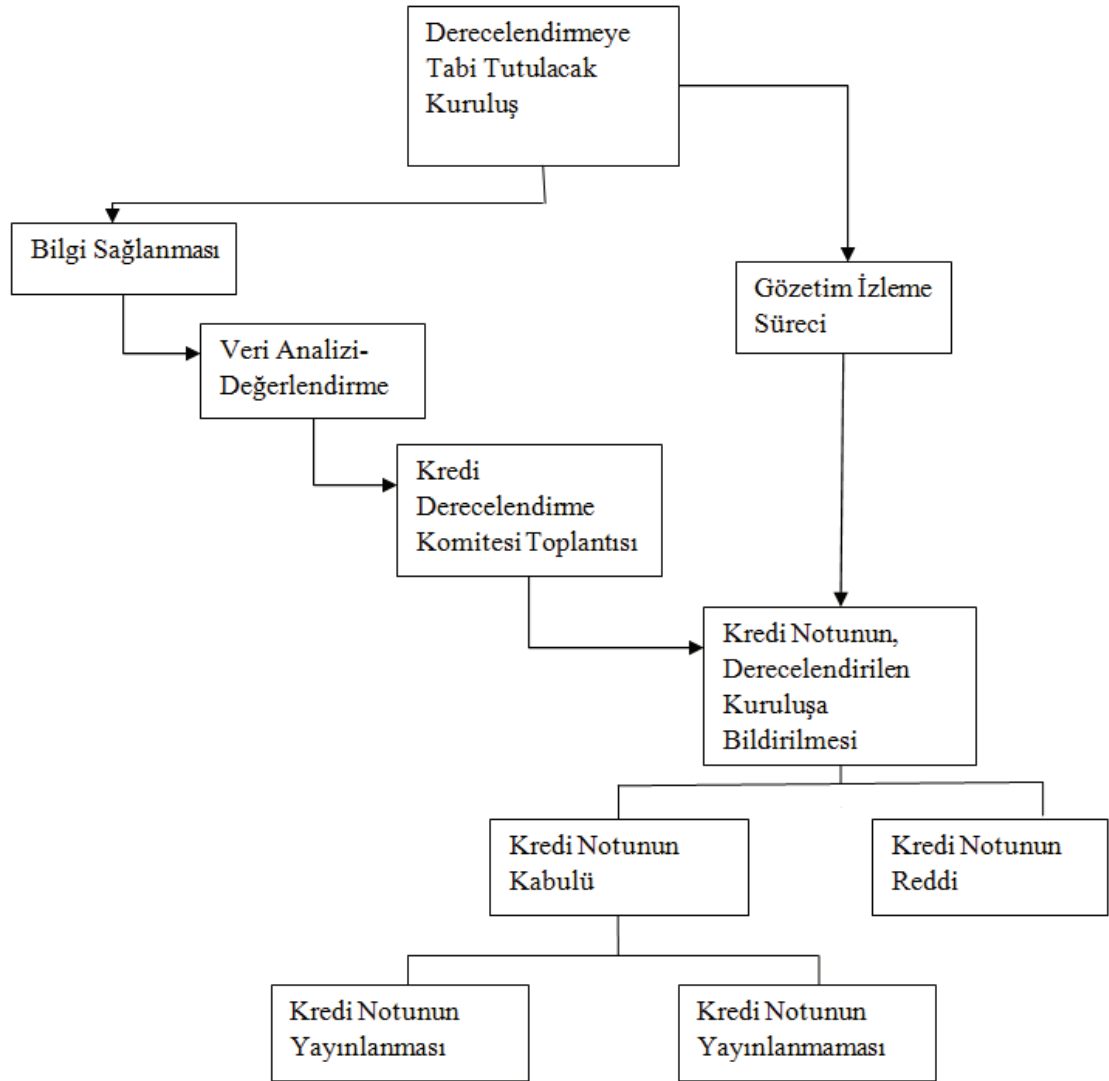
### 1.2.2.3.Kredi Temerrüt Riskinin Ölçümü

Firmaların kredi temerrüt riskinin ölçümü kredi notuyla yapılır. En büyük üç kredi derecelendirme kuruluşu Moody's, Standard&Poor's ve FitchRatings'tir. Bu kuruluşlar borçluların durumunu nitelik ve nicelik yönünden analiz ederler ve analiz sonucunda borçluları resmi olarak derecelendirirler, başka bir ifadeyle notlandırırılar. Analizde dikkat edilen konular şunlardır (Choudhry 2004:2-3):

- i- Kuruluşların kendi finansal durumları, örneğin bilançosu, tahmini nakit akışları ve gelirleri
- ii- Diğer kuruluşlara özgü sorunlar, yönetimin niteliği ve yedekleme planlaması
- iii- Kuruluşların anapara ve faiz ödeme yükümlülüklerinin ülke parası ve yabancı paralarla yerine getirilebilirliğinin değerlendirilmesi.
- iv- İçinde bulunduğu endüstri içindeki rekabetin görünümüyle birlikte ülke ekonomisinin genel değerlendirilmesi.

Notlandırma süreci yukarıda sözü edilen hususlar göz ardı edilmemek kaydıyla şu şekilde işlemektedir: İlk olarak derecelendirmeye tabi tutulacak kuruluş hakkında bilgi sağlanır. Daha sonra bu bilgiler bağlamındaki veriler analiz edilir ve değerlendirilir. Yapılan değerlendirme sonrasında kredi derecelendirme komitesi toplanarak toplantı sonucunda belirlenen kredi notunu derecelendirmeye tabi tutulan kuruluşa bildirir. Kredi notunun kabul edilmesi durumunda kredi notunun yayınlanmasına veya yayınlanmamasına karar verilir. Kredi derecelendirme süreci daha iyi anlaşılması adına aşağıda yer alan şekil 1.5'te gösterilmiştir.

Şekil 1.5: Kredi Derecelendirme Süreci



**Kaynak:**Yaslıdağ 2007: 161.

#### 1.2.2.4.Dünya’da ve Türkiye’de Faaliyet Gösteren Kredi Derecelendirme Kuruluşları

Finansal piyasaların gelişiminin nedeni ve aynı zamanda sonucu olan finansal enstrümanların çeşitlenmesi, finansal sistemin küreselleşmesi ve benzeri nedenlerle derecelendirmenin öneminin artması derecelendirme kuruluşlarının sayısının da artmasına yol açmıştır.Dünya genelinde başta ABD, Kanada, Japonya, İngiltere gibi gelişmiş ülkeler olmak üzere Pakistan, Nijerya, Bangladeş,Zambia, Meksika ve daha birçok gelişmekte

olan ve az gelişmiş ülkede faaliyet gösteren onlarca kredi derecelendirme kuruluşu bulunmaktadır. Bu kuruluşların en önemlileri tablo 1.5’de gösterilmiştir.

**Tablo 1.5: Dünyadaki Başlıca Derecelendirme Şirketleri**

Kuruluş Yılı	Rating Firması	Ülke
1909	Moody’s Investor Service	ABD
1922	Fitch- Investor Service	ABD
1923	Standard&Poor’s Corporation	ABD
1972	Canadian Bond Rating Service	Kanada
1974	Thomson Bankwatch	ABD
1975	Japanese Bond Rating Service	Japonya
1977	Dominion Bond Rating Service	Kanada
1978	IBCA Ltd.	İngiltere
1980	Duff&Phelps Credit Rating Co.	ABD
1985	Japanese Credit Rating Service	Japonya
1985	Nippon- Investor Service	Japonya

**Kaynak:**Yaslıdağ 2007: 183.

Türkiye’de de Sermaye Piyasası Kurulu mevzuatına bağlı olarak kurulmuş olup yetkilendirilen veya faaliyette bulunmasına izin verilen kredi derecelendirme kuruluşları mevcuttur.

**Tablo1.6: Türkiye’de SPK Tarafından Yetkilendirilen Derecelendirme Kuruluşları<sup>7</sup>**

Türkiye’de Kurulan ve SPK Tarafından Yetkilendirilen Derecelendirme Kuruluşları	Türkiye’de Derecelendirme Faaliyetinde Bulunması SPK Tarafından Kabul Edilen Uluslararası Derecelendirme Kuruluşları
FitchRatings Finansal Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.	StandardsandPoor'sCorp
JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş	Moody's Investor Service Inc.
Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.	FitchRatings Ltd.
Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş.	-
TURKRATING İstanbul Uluslararası Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.	-

**Kaynak:**<http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=6&pid=10&subid=1>Eriş

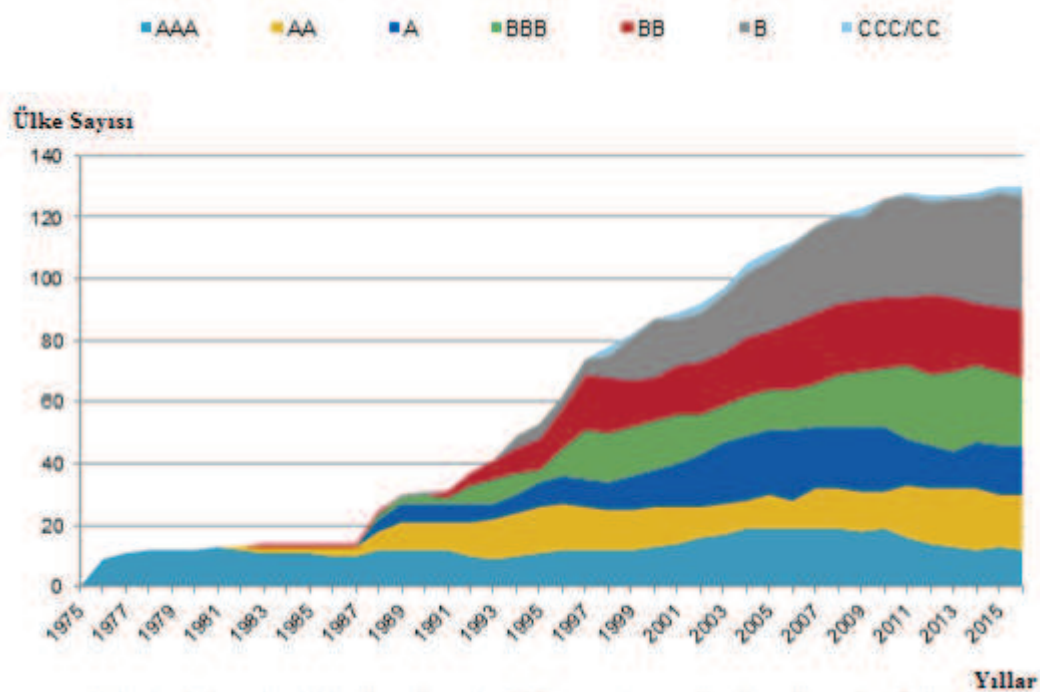
im Tarihi: 02.05.2016

<sup>7</sup>Bu kuruluşlardan JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş., Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş. ve Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş. kredi derecelendirmesine ek olarak kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi konusunda da yetkilendirilmişlerdir.

Yukarıda yer alan tablo1.6'da görüldüğü üzere bu kuruluşların beş tanesini Türkiye'de kurulmuş ve SPK mevzuatına göre yetkilendirilmiş, üç tanesi ise Türkiye'de kurulmayıp sadece faaliyette bulunmaları SPK tarafından kabul edilmiş olan ve dünyanın en önemli kredi derecelendirme kuruluşlarıdır.

Derecelendirme kuruluşu sayısının artması derecelendirmeye tabi tutulan kuruluş sayısının da arttığı biçiminde bir düşüncenin oluşmasına neden olabilir. Günümüzde pek çok şirket, yerel yönetim, ülke derecelendirmeye tabi tutulmaktadır.

**Grafik 1.2: Yıllar İtibariyle Kredi Derecelendirmesine Tabi Tutulan Ülke Sayısı 1975-2015**



**Kaynak:** 2016 Annual Sovereign Default Study and Rating Transitions, Standard and Poors 2017  
 April <https://www.spratings.com/documents/20184/774196/2016+Annual+Sovereign+Default+Study+And+Rating+Transitions.pdf/0465e9f9-3cd0-4052-9b66-884a1d216357> Erişim Tarihi: 19.08.2017

Bu durumu yukarıda yer alan grafik 1.2'de görebiliriz. Nitekim 1970'lerin ortasından 1980'lerin sonlarına kadar derecelendirmeye tabi tutulan ülke sayısı 20'yi geçmezken 2000'li yıllarda günümüze gelindiğinde bu sayısı 130'lar civarına ulaşmıştır<sup>8</sup>.

<sup>8</sup>Grafikte verilen notlandırmalar Standard & Poor's tarafından yabancı para üzerinden yapılmış olup. Notların anlamlarına ilerleyen bölümlerde değinilecektir.

### 1.2.2.5. Kredi Kalite Ölçütleri

Derecelendirme faaliyeti kredi kalite ölçütlerine göre yapılmaktadır. Kredi kalite ölçütleriyle ülke, şirket, belediye vb bir kuruluşun yükümlülüklerini yerine getirip getiremeyeceği hakkında fikir edinilmesi amaçlanır. Bu kalite ölçütleri kısa vadeli ve uzun vadeli kalite ölçütleri olmak üzere iki çeşittir. Her iki ölçütte de kredi kalitesinin düzeyi 1'den 6'ya kadar değişir. 1, kredi kalitesinin yüksek olduğu anlamına gelirken; 6, kredi kalitesinin en düşük düzeyde olduğunu gösterir ve böyle bir kalite düzeyinde yer alan derecelendirmeye tabi varlık ya temerrüt durumundadır ya da temerrüde çok yaklaşmıştır.

Aşağıda yer alan tablo 1.7'de kalite düzeyleri ve ne anlama geldikleri gösterilmektedir.

**Tablo1.7: Kredi Kalite Derecelerinin Anlamı**

<b>Kredi Kalite Derecesi</b>	<b>Derecelendirme Düzeylerinin Anlamı</b>
<b>1</b>	Derecelendirilen varlığın kredi riski asgari düzeyde olup söz konusu varlığın finansal yükümlülüklerini yerine getirebilme kapasitesi en üst düzeydedir.
<b>2</b>	Derecelendirilen varlığın finansal yükümlülüklerini yerine getirebilme kapasitesi yüksek ve kredi riskine maruz kalma olasılığı düşüktür. Fakat 1. kredi kalite derecesindeki varlıklarla kıyaslandığında; ekonomik ve mali koşullardaki değişikliklerin olumsuz etkilerine karşı az da olsa duyarlılık söz konusudur.
<b>3</b>	Derecelendirilen varlık finansal yükümlülükleri karşılamak için yeterli kapasiteye sahip olup aşırı derecede olmayan bir kredi riski olasılığı söz konusudur.Bununla birlikte olumsuz ekonomik durum ve değişen mali koşullar derecelendirilen varlığın finansal yükümlülüklerini karşılama kapasitesinin zayıflamasına yol açmıştır.
<b>4</b>	Derecelendirilen varlığın finansal yükümlülüklerini yerine getirme kapasitesi vardır ancak önemli ölçüde bir kredi riski söz konusudur.Ekonomik, finansal veya sektörel durumun süregelen olumsuz görünümü finansal yükümlülükleri yerine getirme kapasitesinin yetersiz olmasına neden olmuştur.
<b>5</b>	Derecelendirilen varlığın yükümlülüklerini yerine getirme kapasitesi olmasına karşın yüksek riske maruz kalma durumu söz konusudur.Olumsuz sektörel, finansal veya ekonomik durum derecelendirilen varlığın yükümlülüklerini yerine getirebilme kapasitesini veya isteğini büyük ölçüde düşürecektir.
<b>6</b>	Derecelendirilen varlık mevcut durumda risklere karşı savunmasızdır ve yüksek kredi riskine maruz durumdadır, temerrüt durumundadır veya temerrüde çok yaklaşmıştır.Finansal yükümlülüklerini yerine getirebilmesi işletme, finansal ve ekonomik durumun olumluluğuna bağlıdır.

**Kaynak:**[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esas\\_2016\\_41.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esas_2016_41.pdf) s.22 Erişim Tarihi: 15.05.2016

### 1.2.2.5.1. Kısa Dönem Kalite Ölçütleri

Kısa vadeli kalite ölçütleri her yılın ocak ve temmuz ayları baz alınarak altışar aylık dönemler için derecelendirme hesaplarında kullanılmaktadır ([www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu). 2016: 15) Tablo 1.8’da görüleceği üzere kısa dönem ölçütleri “izleme düzeyi” ve “tetikleme düzeyi” olmak üzere iki çeşittir.

**Tablo1.8: Kısa Dönem Ölçütleri**

Kredi Kalite Derecesi	Kısa Dönem Ölçütleri	
	İzleme Düzeyi	Tetikleme Düzeyi (Trigger Level)
1	0.80%	1.20%
2	1.00%	1.30%
3	2.40%	3.00%
4	11.00%	12.40%
5	28.60%	35.00%
6	Uygulama yok.	Uygulama yok.

**Kaynak:**[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esas\\_2016\\_41.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esas_2016_41.pdf) s.22 Erişim Tarihi: 15.05.2016

Her bir ölçütteki oran derecelendirilen varlığın temerrüt olasılığını gösterir. Örneğin kredi kalitesi 1. Düzeyde olan bir varlığın izleme düzeyi temerrüt riski yüzde 0,80; tetikleme düzeyi temerrüt riski ise yüzde 1,20’dir.

İzleme düzeyi birinci altı aylık dönem için kredi riskini ifade ederken tetikleme düzeyi ise birden fazla altı aylık dönem için kredi kalite düzeyi hakkında bilgi verir.

### 1.2.2.5.2. Uzun Dönem Kalite Ölçütleri

Uzun dönem kalite ölçütleri son 20 kısa dönem kalite ölçütünün ortalamasının alınması suretiyle belirlenir([www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu). 2016: 16). Tablo 1.9’da uzun dönem kalite ölçütleri gösterilmiştir.

**Tablo1.9: Uzun Dönem Ölçütleri (3 yıl vadeli)**

Kredi Kalite Derecesi	Uzun Dönem Ölçütleri		
	Orta Değer	Alt Sınır	Üst Sınır
1	0.10 %	0.00%	0.16%
2	0.25%	0.17%	0.54%
3	1.00%	0.55%	2.39%
4	7.50%	2.40%	10.99%
5	20.00%	11.00%	26.49%
6	34.00%	26.50%	100.00%

**Kaynak:**[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esas\\_2016\\_41.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esas_2016_41.pdf)s.22 Erişim Tarihi: 15.05.2016

Tabloya göre bir varlığa ilişkin temerrüt riski yüzde 0 (sıfır) ile yüzde 0.16 arasında ise bu varlık kredi kalitesi açısından 1. düzeydedir ve yükümlülüklerini yerine getirebilme kapasitesi en yüksek düzeydedir.

### 1.2.2.5.3. Kredi Kalite Ölçütlerinin Harf Notu Karşılıkları

Yukarıda sözü edilen kredi kalite ölçütleri derecelendirme kuruluşları tarafından harf notuna dönüştürülmektedir. Derecelendirme kuruluşlarının, her bir kalite ölçütüne denk düşen harf notu grubu birbirinden farklılık gösterse de her harf notu farklı düzeyleri ifade etmek kaydıyla; harf notu grubu kredi kalite düzeyi anlamı açısından aynı anlama gelmektedir.

**Tablo 1.10: Kredi Kalite Düzeyi Harf Notu İlişkisi**

Kuruluş	Kredi Kalite Düzeyi					
	1	2	3	4	5	6
<b>Moody's</b>	Aaa, Aa	A	Baa	Ba	B	Caa, Ca, C
<b>Standard&amp;Poor's</b>	AAA, AA	A	BBB	BB	B	CCC, CC, R, SD/D
<b>Fitch</b>	AAA, AA	A	BBB	BB	B	CCC, CC, CC, RD, D

**Kaynak:** [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esas\\_2016\\_41.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esas_2016_41.pdf) s.32-34 Erişim Tarihi: 18.07.2016

Tablo 1.10'a göre örneğin Moody's tarafından derecelendirilen bir kuruluş Baa ile notlandırılmışsa bu notu kredi kalitesi açısından 3'e tekabül etmekte bu da aşırı derecede olmayan bir kredi riskinin varlığına işaret etmektedir.

### 1.2.3. Kredi Türevleri

Kredi türevleri sözleşmeye konu olan varlığın mülkiyetinde herhangi bir değişmeye yol açmaksızın riskin ve getirinin transfer edilmesine olanak sağlayan swap, vadeli işlem ve opsiyon anlaşmalarıdır (Takan ve Boyacıoğlu 2011: 575).

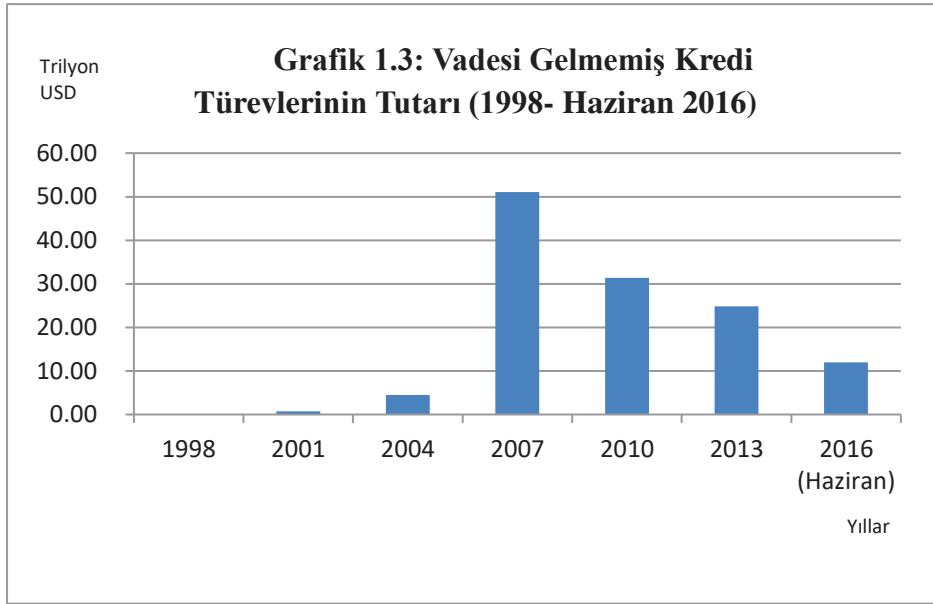
Kredi türevleri taraflar arasında varlıkların veya dayanak varlıkların kredi riskinin transfer edilmesi için tasarlanmış olan finansal araçlardır. Kredi türevleriyle bir varlık yöneticisi kredi riskini ya azaltır ya da kazançlı çıkar. Çoğu varlık yöneticisi temerrüde



düşmüş menkul değerler ve kredi riski taşıyan menkul değerler arasında değişiklik gösteren yüksek hassasiyetli portföylere sahiptirler. Bu yüzden kredi türevleri bu riskleri yönetmeye yarayan etkili bir yoldur. Buna karşılık diğer varlık yöneticileri kredi türevlerini, spesifik kredi riskleri yoluyla portföy kazançlarını artırmaya yönelik olarak kullanabilirler. Kredi türevleri her durumda, varlık yöneticileri için performansı artırmaya yönelik olarak kredi riskini transfer etmeye yarayan ve kazanç sağlayabilen yeni finansal araçlardır. Ayrıca mali işler sorumluları kredi spreadlerindeki bir artışla ilişkili riskleri de kredi türevlerini kullanarak transfer edebilirler (Anson, Mark, Fabozzi, Chen 2004: 1).

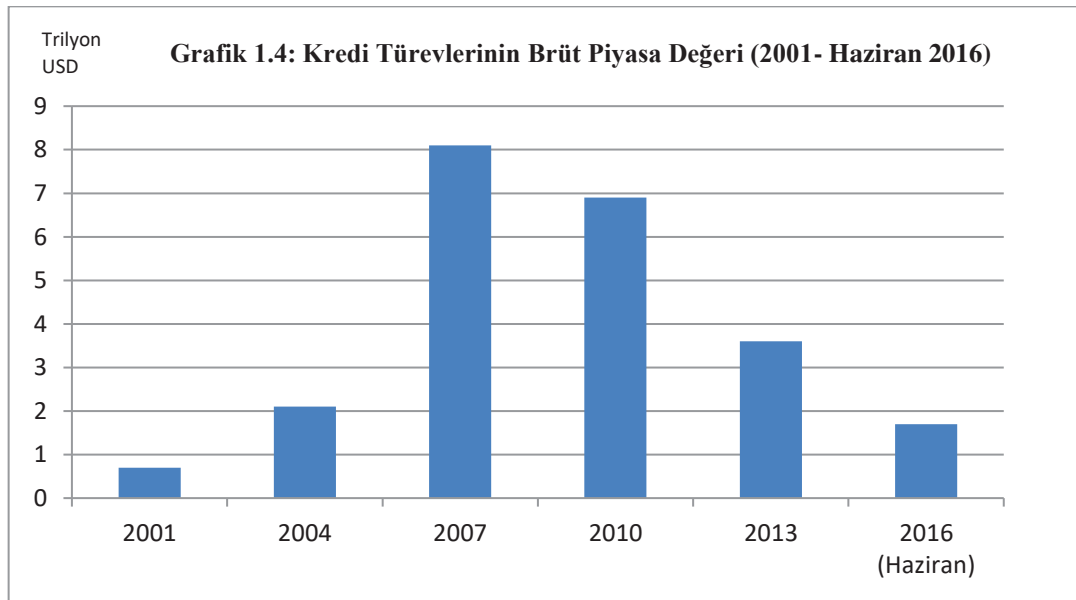
Kredi türevleri pazarının ortaya çıkması finansal risk yönetimindeki en önemli gelişmelerden biridir. Kredi türevleriyle, kredi pazarında bankacılara yeni bir ürüne aracılık etme olanağı doğmuştur. Bankalar diğer kredi türevlerinde kullanılan finansal mühendislik tekniklerini kullanmak suretiyle standartlaştırılmış kredi bağlantılı menkulleri yoğun bir şekilde yatırımcı talebine dönüştürmektedirler. Kredi türevleri kredi temerrüt riskinin bir taraftan başka bir tarafa transfer edilmesini sağlayan ikili sözleşmelerdir. Bununla birlikte kredi türevleri piyasa riski ve operasyonel risk gibi diğer kredi risk türlerinden ayrı ve bağımsız olan sabit getirili türevlerin doğal bir uzantısını ifade eder (Choudhry 2004:1).

Kredi türev piyasaları faaliyete başladığı 1990'lı yıllardan günümüze kadar hem kullanılan finansal enstrümanların çeşitliliği hem de bu enstrümanların tutarları açısından epey gelişmiştir. Son on yılda kredi türev piyasası vadesi gelmemiş türev ürünler bağlamında üçer yıllık dönemler baz alındığında ortalama 25 trilyon Amerikan Doları büyüklüğüne ulaşmıştır. Bu gelişim grafik 1.3'te gösterilmiştir.



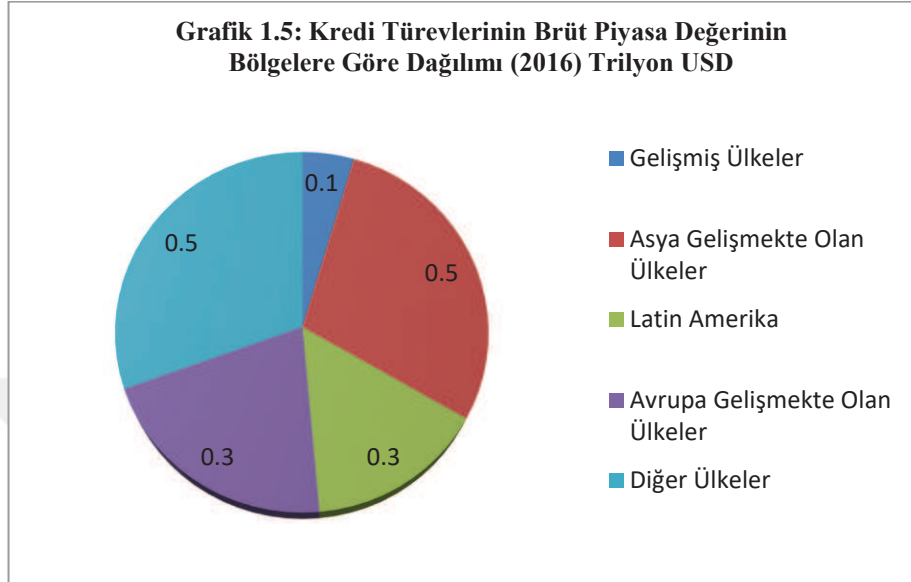
**Kaynak:** BIS Triennial Central Bank Survey. Further information is available at [www.bis.org/publ/rpfx16.htm](http://www.bis.org/publ/rpfx16.htm). Erişim Tarihi: 20.10.2017

Brüt piyasa değeri açısından bakıldığında ise son on yılda ortalama brüt 2 trilyon Amerikan Doları civarında bir piyasa büyüklüğünden söz edilebilir. Grafik 1.4'te 2007 yılından sonra türev ürünlerinin piyasa değerinin giderek düşmesi 2008 mortgage krizine ve kredi derecelendirme kuruluşlarının vermiş olduğu notlara olan güvenin azalmasına bağlanabilir.



**Kaynak:** BIS Triennial Central Bank Survey. Further information is available at [www.bis.org/publ/rpfx16.htm](http://www.bis.org/publ/rpfx16.htm). Erişim Tarihi: 20.10.2017

Kredi türev piyasaları özellikle son yıllarda yükselen ekonomiler olarak adlandırılan gelişmekte olan ülkelerde büyük gelişim göstermiştir. Aşağıda yer alan grafik 1.5'te kredi türevlerinin brüt piyasa değerlerinin dünyadaki bölgelere göre dağılımı gösterilmiştir.



**Kaynak:** BIS Triennial Central Bank Survey. Further information is available at [www.bis.org/publ/rpfx16.htm](http://www.bis.org/publ/rpfx16.htm).  
Erişim Tarihi: 20.10.2017

Görüldüğü üzere 2016 yılı için 1,7 trilyon dolarlık türev ürün piyasa değerinin 0,5er trilyon dolarlık kısmı Asya ve Avrupa'nın gelişmekte olan ülkelerinde yaratılmaktadır. Gelişmiş ülkeler ise 0,1 trilyon Amerikan Doları ile en küçük paya sahiptir.

### 1.2.3.1. Kredi Türev Ürün Çeşitleri

Kredi türevleri farklı sınıflandırmalar olmakla birlikte genel olarak beş çeşittir. Bunlar kredi temerrüt swapları (CreditDefault Swap- CDS), toplam getiri swapları (Total Return Swap- TRS), kredi spread opsiyonları (Credit Spread Options- CSO), krediye bağlı tahviller (Credit-LinkedNotes- CLO) ve teminatlandırılmış borç yükümlülükleridir (CollateralizedDebtObligations- CDO).

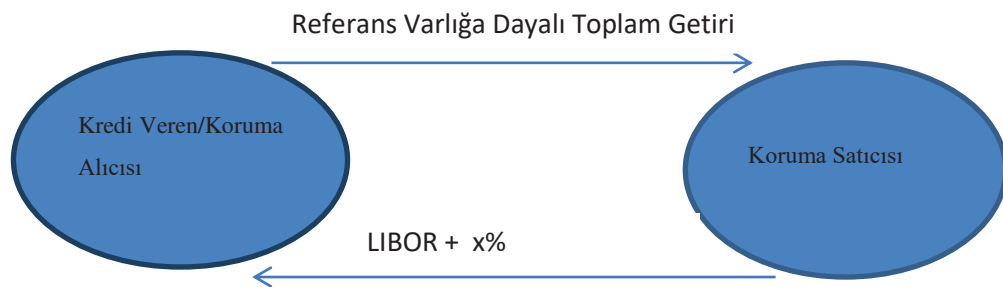
#### 1.2.3.1.1. Kredi Temerrüt Swapları

Bu kredi türev sözleşmeleriyle piyasa aktörleri kredilerine ve diğer kredi portföylerine ilişkin risklerini başka kuruluşlara taşırlar (Wang 2007:1).Başka bir ifadeyle kredi risklerine ilişkin olarak sigorta niteliğinde bir koruma satın alırlar. İlerleyen bölümlerde CDS'ler ile ilgili ayrıntılı bilgi verileceğinden, burada kısa bir tanımla yetinilmiştir.

### 1.2.3.1.2. Toplam Getiri Swapları

Toplam getiri swapları, kredi veren bir kuruluşun vermiş olduğu krediye ilişkin olası risklere karşı koruma satın almasına yönelik bir işlemdir. Bu koruma hem anapara hem de anaparanın getirisi için satın alınmaktadır. Bu işlemler koruma satın alan ve koruma satan olmak üzere iki taraf arasında gerçekleşmektedir. Koruma satan taraf, sözleşmeye konu olan kredi ile ilgili olarak her türlü nakit akışı ve doğması olası olan her türlü değer artış kazancını koruma satana transfer eder. Buna karşın koruma satan taraf olası risklerin gerçekleşmesi durumunda sabit bir faiz ve krediyle ilgili olarak her türlü kaybı ve değer azalışını karşılamayı taahhüt eder. Böylece koruma alıcısı kredinin mülkiyetini devretmeksizin krediye ilişkin risklerden kendini korurken, koruma satan taraf da bir yandan kredi kullandırmanın doğrudan getireceği maliyetleri bertaraf etmiş öte yandan portföyünü çeşitlendirmiş olur (Altıntaş 2006: 457). Toplam getiri swaplarında genel olarak anapara değişimi yoktur. Buradaki koruma istenen varlık özel bir borçlu tarafından çıkarılan tahvildir. Şekil 3.6'da da görüldüğü üzere kredi vermiş olan ve vermiş olduğu kredi için koruma satın almak isteyen taraf koruma satıcısına toplam getiriye ödemeyi taahhüt eder. Buna karşılık koruma satıcısı sözleşmede belirtildiği şekilde belli bir faiz koruma alıcısına ödemeyi kabul eder.

**Şekil 3.6: Toplam Getiri Swapının İşleyişi**



**Kaynak:** Joseph 2013: 330.

Bu tip bir kredi türevinde koruma alıcısının swap ilişkisindeki özellikleri aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- i- Referans varlığa sahiptirler.
- ii- Toplam varlığın getirisini koruma satıcısına öderler.
- iii- Libor+/- faiz alırlar
- iv- Herhangi bir anapara kaybını veya temerrüdü telafi etmek için koruma ödemesi olarak bir “sigorta” edinmiş olurlar.
- v- Varlığın geri dönüşüne yönelik riskleri ortadan kaldırırlar.

Toplam getiri swaplarında koruma satıcılarının bu tip swap ilişkisindeki özellikleri ise şöyle sıralanabilir:

- i- Referans varlıkla ilgili herhangi bir para yatırımlar veya bir referans varlığa sahip değildirler.
- ii- Varlığın toplam getirisini alırlar ve anapara kayıpları karşısında bir sigorta sağlarlar.
- iii- Libor +/- faiz öderler.
- iv- Varlığın geri dönüşüne ilişkin riskleri üstlenirler.
- v- Koşullara bağlı olarak faiz oranı riskine maruz kalmaktadırlar (Joseph, 2013: 330-331).

#### 1.2.3.1.3. Kredi Spread Opsiyonları

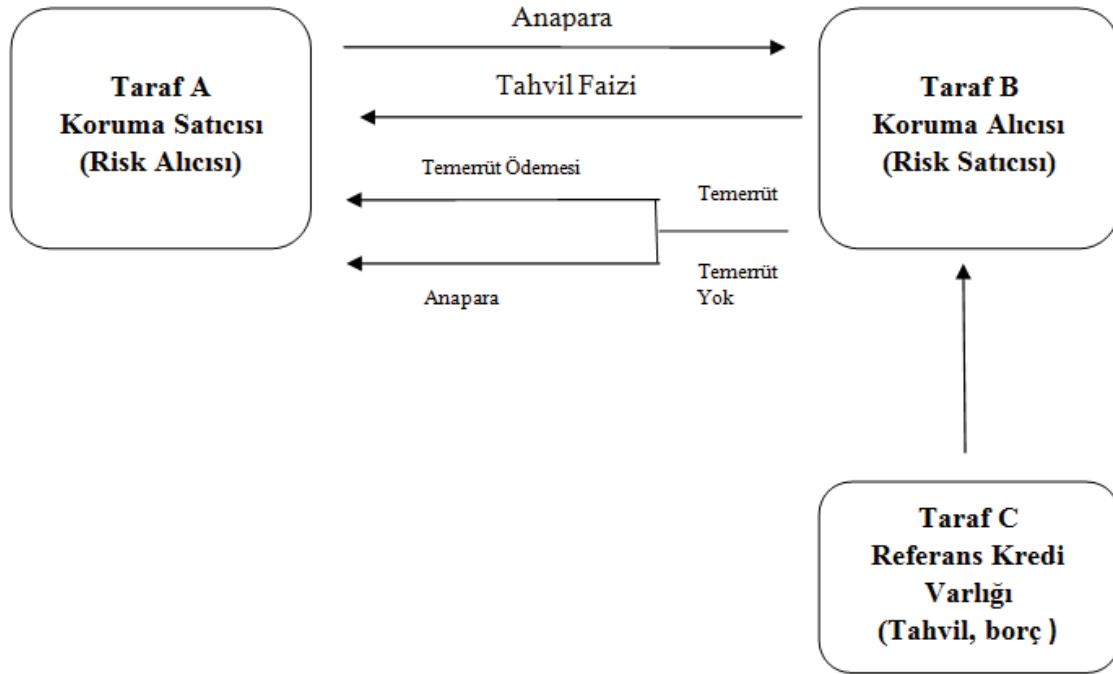
Kredi spread opsiyonları kredi spreadlerinde meydana gelebilecek değişikliklere karşı koruma ve sözleşmeye konu olan varlığı alıp satma olanağı veren bir çeşit kredi türevidir. Kredi opsiyonları borçlanma araçları ile ilgili olup opsiyon alan ve opsiyon satan olmak üzere iki taraftan oluşur. Bu kredi türev tipinde diğerlerinden farklı olarak alma ya da satma hakkı vade tarihinde gerçekleşmek zorunda değildir. Opsiyon alıcısı burada kazanç ve kayıplarını dikkate alarak opsiyon işlemleri gerçekleştirip gerçekleştirilmeme yönünde karar verir. Varlık takas spreadi, temerrüt takas spreadi, getiri spreadi vb enstrümanlara dayalı farklı şekillerde kredi spread opsiyonları bulunmaktadır (Delikanlı 2010: 105; Candan ve Özün 2009: 147). Spread benzer nitelikteki iki kredi varlığının (hazine bonusu, finansman bonusu vs) getirileri arasındaki farktır. Kredi spread opsiyon sözleşmesinde opsiyon alıcısı elindeki kredi varlığının riskini azaltmak için opsiyon satıcısına önceden belli bir miktar ödeme yapar, eğer spread önceden belirlenen seviyeyi aşarsa aradaki fark opsiyon satıcısı tarafından opsiyon alıcısına ödenir.

Zaman zaman yaşanan krizler dolayısıyla iflas, ödememe, kredi değerliliğinin düşmesi vb gibi kredi olayları olmasa bile kredi spreadlerinde artışlar meydana gelebilmektedir. İşte bu artışların olumsuz etkilerini en aza indirmek adına kredi varlık sahipleri kredi spread opsiyon sözleşmelerine başvurabilmektedirler. 1990'lı yıllarda Uzakdoğu, Latin Amerika ve Doğu Avrupa ülkelerinde yaşanan krizler bu kredi türev çeşidinin avantajlarını göstermesi açısından önemlidir (Babuşçu 2005: 140).

#### **1.2.3.1.4. Krediye Bağlı Tahviller**

Krediye bağlı tahviller bankalar, banka dışı finans kuruluşları ve özel amaçlı kuruluşlar tarafından çıkarılan menkul kıymetleştirilmiş kredi türevleridir. Bu kredi türev tipinde normal tahviller ve kredi borcu takas sözleşmeleri bir arada bulunur (Değertekin 2008: 7-17). Krediye bağlı tahviller bilançoların aktifinde yer alıp maddi varlık olarak değerlendirilirler. Bu tür kredi türevlerinde anapara değişimi söz konusu olurken varlığın sahipliği değişmez (Babuşçu 2005: 139). Krediye bağlı tahvillerde kredi borcu takas sözleşmesi, koruma satan tarafın devraldığı kredi riskini başkasına devretmek istemesi nedeniyle yatırımcıya devredilir. Basit bir krediye bağlı tahvilin (CLN) işleyişi aşağıdaki şekil 1.7'de gösterilmiştir.

**Şekil 1.7: Basit Bir Krediyeye Bağlı Tahvilin İşleyişi**



**Kaynak:** Schmid 2004: 158

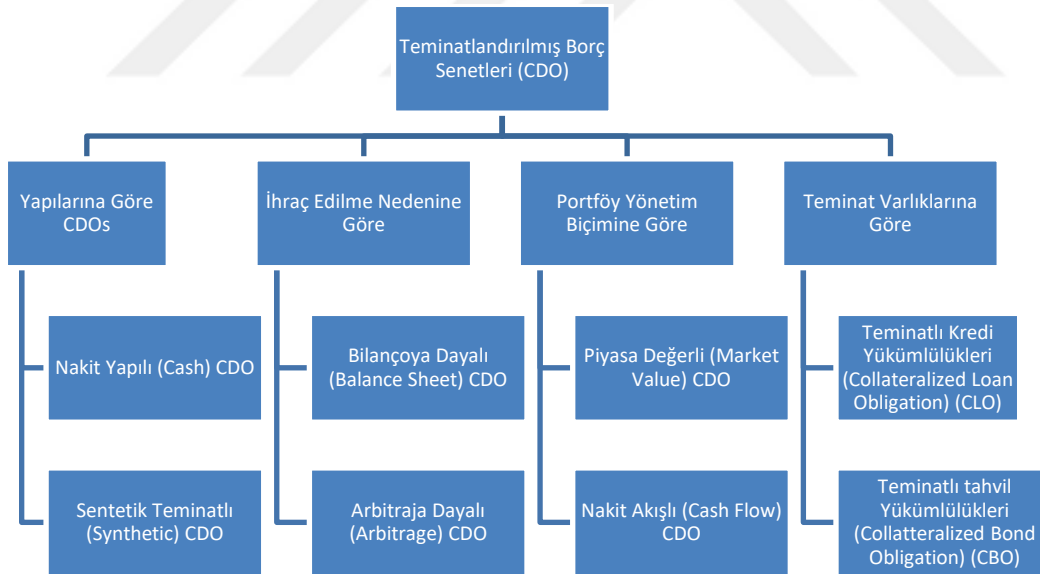
Şekilde gösterildiği üzere koruma alıcısı B, C'nin çıkarmış olduğu tahvili belli bir prim ödeyerek belli bir süre için koruma satıcısı A'ya aktarır. A, B'den almış olduğu tahvilin beklenen kayıp oranındaki kısmını krediye bağlı tahvil olarak ihraç eder. Yani bu tahvili menkul kıymetleştirir. A menkul kıymetleştirdiği bu tahviller için yatırımcılara belli bir faiz ve prim ödemesi yapar. Yatırımcılara yapılan bu ödeme B'nin A'ya yaptığı ödemenin bir kısmına tekabül eder. Böylece krediye bağlı tahvili çıkaran kuruluş yani A da riskini azaltmış olur. Tahvilin ödenmemesi (temerrüt) durumunda koruma satıcısı koruma alıcısına tahvilin ödenmeyen kısmı kadar ödeme yapar. Eğer bu tutar çıkarılan krediye bağlı tahvilin (CLN) değerinden az ise aradaki tutar yatırımcılara dağıtılır. Eğer kredi kaybı ihraç edilen krediye bağlı tahvilden büyük ise yatırımcılara herhangi bir ödeme yapılmaz.

### 1.2.3.1.5. Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri

Teminatlandırılmış borç yükümlülükleri farklı risk derecelerini içeren varlıklara dayalı menkul kıymetleştirilmiş kredi türevleridir. Bu kredi türev tipindeki borç yükümlülükleri getirisi yüksek olan tahviller, mortgage kredileri vb borçlar biçimindedir. CDO'lar ile kredi riskinin yatırımcılara aktararak finans kuruluşlarının kendi risk ve getirilerini optimize etmeleri amaçlanmaktadır. Bu amaca ek olarak CDO'ları çıkaran kuruluşlar spekülatif kazançlar elde edebilme, finansman maliyetlerini düşürebilme, yasal sermaye ihtiyaçlarını temin edebilme ve kazanç ve likidite açısından bilançolarını iyileştirme şansına da sahip olabilmektedirler (Yanpar 2007: 9).

Teminatlandırılmış borç yükümlülüklerinin herbiri kendi özelinde farklı amaçlara hizmet eden türleri vardır. Genel olarak bu türler aşağıda yer alan şekil 1.8'de gösterildiği gibi sınıflandırılmıştır.

**Şekil 1.8: Teminatlandırılmış Borç Türleri**



**Kaynak:** Tavakoli 2003: 29-30; Goodman ve Fabozzi 2002: 197, 236, 332.

### 1.3. Kredi Temerrüt Swapları (CDS)

Kredi temerrüt swapları ilk kez ABD bankası J.P.MorganInc. tarafından karşı karşıya kalınan kredi risklerinin koruma satıcılarına transfer edilmesi amacıyla 1994 yılında üretilmiştir. O dönemlerde, 21. Yüzyılda CDS'lerin; tüccarların, finansçıların,



düzenleyici kuruluşların yaşamlarını ne derece etkileyeceği tahmin edilemezdi. Günümüzde ise CDS'lerin ekonomik rolü ile ilgili binlerce çalışma bulunmaktadır (Augustin, Subrahmanyam, Taang ve Wang 2016: 2).

1996 yılına gelindiğinde Office of the Comptroller of the Currency<sup>9</sup> tarafından CDS türlerinden olan tek imzalı CDS'ler hesaplanmaya başlandı ve o yıl içerisinde tek imzalı CDS'lerin değeri onlarca milyar Amerikan Doları değerindeydi (O'Malley 2015: 150).

International Swaps and Derivatives Association (ISDA) 1999 yılında CDS'lerle ilgili olarak şartları ve standartları içeren bir ana sözleşme ortaya koydu. Böylece kredi olayları ve uzlaşma prosedürleriyle ilgili net tanımlamalar yapılmış oldu. 2009 yılında ana sözleşmede son değişiklikler "bigbang" ve "smallbang" protokolleri adı altında yapılmıştır (Weistroffer 2009: 21).

2002 yılında J.P. Morgan ve Morgan Stanley CDS endekslerini geliştirdiler.

### **1.3.1. Kredi Temerrüt Swapları Tanımı ve Temel Kavramlar**

CDS'lerin işleyişinin anlaşılması açısından gerek CDS'lerin gerekse CDS'lere ilişkin bazı temel kavramların açıklanması gerekmektedir. Aşağıda bu açıklamalara yer verilecektir.

#### **1.3.1.1. Kredi Temerrüt Swaplarının Tanımı**

CDS'ler tahvil, kredi ve benzer nitelikteki finansal varlıkların temerrüde düşme riskinin belli bir prim ödemesi karşılığında başka bir tarafa transfer edilmesine olanak tanıyan finansal sözleşmelerdir (Karabıyık ve Anbar t.y.: 1). Bir başka tanıma göre CDS, alacaklının, borçlunun borcunu ödememesi/ödeyememesi riskinden kendisini korumak için başka bir ifadeyle alacağını garanti etmek üzere yaptırdığı sigorta işlemidir (Akdoğan ve Chadwick 2012: 1; Sayılğan 2015:1). Daha kapsayıcı bir tanıma göre ise CDS kredi riskini etkin bir biçimde yönetme amacıyla satın alınan bir çeşit finansal sigorta sözleşmesidir (Kunt ve Taş 2008: 78-89). Bu tanımlar bağlamında CDS'ler bir önceki bölümde ele aldığımız kredi türevleri arasındaki en basit tür olarak karşımıza çıkmaktadır (Skora t.y.: 1)

Dolaylı olarak koruma alım satımına imkan veren CDS'ler, kredi kalitesinde bir bozulma olması durumunda koruma alıcısı açısından kazançlı olurken; koruma satıcısı açısından kayıplara neden olur. CDS sözleşmelerinin son yirmi yılın en hızlı gelişen

<sup>9</sup> "Döviz Yönetim Birimi" biçiminde çevrilebilir.

finansal yenilikleri temsil ettiği söylenebilir. Ancak CDS sözleşmeleri ile ilgilide bazı tartışmalar söz konusu olmaktadır. Pek çok uzman CDS sözleşmelerinin potansiyel kullanımını ile ilgili olarak aşırı kazanç ve istikrar bozucu spekülasyon için özel bilgilerin istismar edilmesine yönelik endişe duymaktadırlar (Hilscher, Pollet ve Wilson 2015: 543).

CDS'lerin spekülatif amaçlarla kullanımının olumsuz sonuçlarına ilişkin endişeler, bir takım önleyici kararların alınmasına neden olmuştur. Örneğin Avrupa Birliği Kasım 2012'de yürürlüğe giren yasada, “risk teminatsız risk” diye ifade edilen devlet tahvilleriyle ilgili uzun CDS sözleşmelerini yasakladı. Yetkililer risk teminatsız risk devlet CDS'lerinin yasaklanmasına yönelik kanunun “Açığa Satış Yönetmeliğinin önemli bir hükmü olan bu enstrümanların sadece koruma amaçlı olarak kullanımını sağlamak” amacıyla kabul edildiğini belirttiler. Öte yandan ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu da şirket tahvilleri için “CDS sözleşmelerinin bir manipülatörün, herhangi bir şirketin senetlerini satışı yoluyla şirketin olumsuz görünümüne ilişkin yalanların kısa sürede yayılması vasıtasıyla manipüle edebileceğini” belirtmiştir.<sup>10</sup>

### 1.3.1.2. Kredi Temerrüt Swaplarıyla İlgili Temel Kavramlar

CDS'lerle ilgili temel kavramlar uluslararası finans sisteminin kabul ettiği şekliyle ülkemizde de kabul edilmektedir. Bununla ilgili olarak 05 Kasım 2013 tarih ve 28812 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan, Bankaların Kaldıraç Düzeyinin Ölçülmesine ve Değerlendirilmesine İlişkin Yönetmelik'te de bu kavramlar yer almaktadır. Söz konusu kavramlar:

**Koruma alıcısı:** Referans varlıktan kaynaklanan kredi riskini bir CDS<sup>11</sup> ile kısmen ya da tamamen üçüncü kişilere aktaran taraf.

**Koruma satıcısı:** Referans varlıktan kaynaklanan kredi riskini bir CDS ile kısmen ya da tamamen üstlenen taraf.

**Referans varlık:** Kredi temerrüt swapında, nakit teslimatta ödenecek tutarı belirlemek için kullanılacak veya fiziki teslimatta teslim edilecek varlık.

**Kredi notu:** Ülkelerin, firmaların ve çeşitli kuruluşların yükümlülüklerini yerine getirip getiremeyeceğine, söz konusu kurum ve kuruluşlara yatırım yapılabilirlik durumlarına ilişkin bilgi veren temel ölçüt.

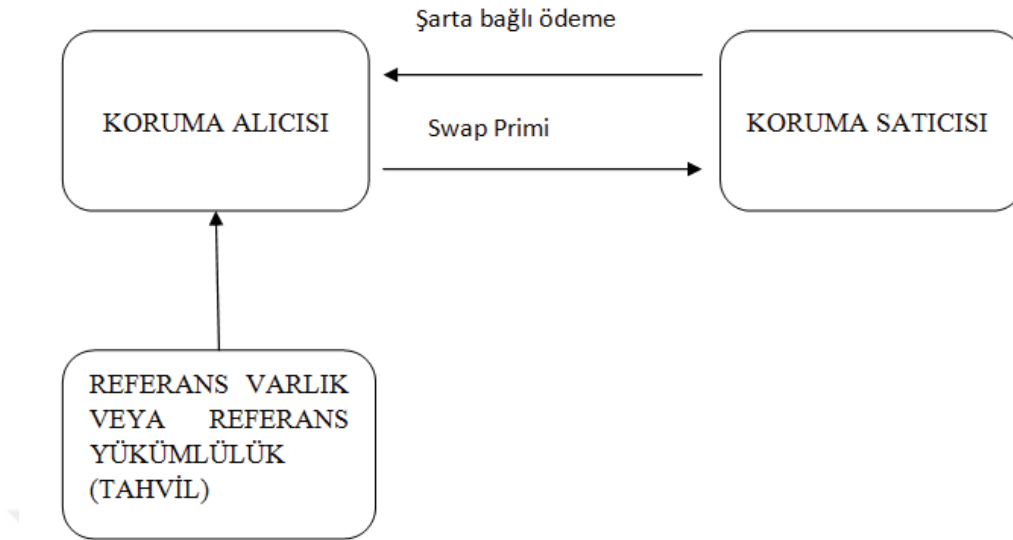
<sup>10</sup>Bkz. European Commission Press Release IP/12/746 (July 5, 2012); SEC Statement 2008-235 (Oct. 1, 2008).

<sup>11</sup>Yönetmelikte sözü edilen araç kredi temerrüt swapı ya da toplam getiri swapı niteliğindeki kredi türevidir. Ancak biz konuya odaklanılması açısından kullanılacak araç olarak CDS'yi vurguladık.

### 1.3.2. Kredi Temerrüt Swaplarının İşleyişi

Kredi türevleri arasında işleyişi en basit olan türün CDS'ler olduğu söylenebilir. CDS'lerde sözleşmeyi satın alan taraf referans varlıkla ilgili olarak yükümlülüklerin yerine getirilmemesi olasılığına karşı önceden belirli bir ödeme yapmaktadır. Burada satın alma hakkı bir opsiyon biçiminde olup bir tahvil veya kredi portföyü üzerine oluşturulmuştur. Bu işleyişi bir örnek yardımıyla ifade etmeye çalışalım. Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından (Moody's, Standard&Poor's, Fitch vs.) makro ekonomik göstergeleri incelenmiş olan bir ülkeye BBB notu verilmiş olsun. Bilindiği üzere BBB notu olan bir kuruluşun mali yükümlülüklerini yerine getirebilme kapasitesi yeterli, ancak olumsuz ekonomik koşullar ve değişimlerin söz konusu olması durumunda mali yükümlülüklerini yerine getirebilme kapasitesi zayıflayabilir. Yani bu notun sağlamlık derecesi çok yüksek değil ama çok riskli de değil. Bir yatırımcı da bu ülkenin tahvilini alarak faiz getirisi elde etmeyi amaçlasın. Ancak bu yatırımcının tahvilini almayı düşündüğü bu ülkenin BBB notunu çok güvenli bulmadığını kabul edelim. Bu nedenle tahvil alacak olan yatırımcı firma kendini sağlama almak isteyecek ve notu BBB olan ülke daha kötü duruma düşse bile aldığı tahvile ödediği meblağları geri alabileceğinden emin olmak isteyecektir. İşte tam da bu noktada ülkenin yükümlülüklerini yerine getiremeyip temerrüde düşmesi durumunda kendisini risklerden korumak için CDS satan kuruma başvuracak ve bu tahvilin geri ödenmeme riskine karşı bir koruma satın almak isteyecektir. Bunun üzerine koruma yani CDS satan firma ile ülke tahvilini alan kuruluş arasında bir temerrüt takas anlaşması imzalanacaktır. Bu anlaşmaya göre tahvil alan kuruluş CDS satıcısı firmaya her yıl belli bir oranda bir prim ödemesi yapacak bunun karşılığında tahvilini almış olduğu ülkenin temerrüde düşmesi durumunda bundan zarar görmeyecektir. Başka bir ifadeyle almış olduğu tahvile ilgili risklere karşı kendini sigortalatmış olacaktır. Bu örnekte ifade edilmeye çalışılan ilişki şekil 1.9'da özetlenmiştir.

### Şekil 4.9: Kredi Temerrüt Swapının İşleyişi



**Kaynak:** Anson v.d. 2004: 48.

CDS sözleşmelerinde koruma alıcısının sadece referans varlığa dayanan sözleşmeleri alma zorunluluğu olmayıp, varlığın kredi riskini etkileyen başka kurum ve kuruluşların referans alındığı sözleşmeler de yapılabilir.

#### 1.3.3. Kredi Temerrüt Swap Türleri

Literatürde farklı sınıflamalar olmakla birlikte CDS'ler genel olarak single-name (tek imzalı) CDS ve multi-name (çok imzalı) CDS'ler olmak üzere iki çeşittir.

##### 1.3.3.1. Single-Name (Tek İmzalı) CDS

Tek isimli CDS'ler, CDS'lerin genel tanımına uygun bir biçimde iki taraftan oluşur. Bunlardan biri koruma alıcısıyken diğeri koruma satıcısıdır. Koruma alıcısı, koruma satıcısına referans varlık veya krediye ilişkin olarak nominal değer<sup>12</sup> üzerinden bir swap primi öder. Bunun karşılığında koruma satıcısı koruma alıcısına kredi olayında temel referans varlık ile ilgili olarak ortaya çıkan kaybını telafi edecek bir ödeme yapar.

Bu tip bir CDS'te kredi olayı CDS sözleşmesinde tarif edilir. Sözleşmede bahsi geçen kredi olayı aşağıdakilerden birini veya daha fazlasını içermelidir:

- Referans işletmenin iflası veya borçlarını ödeyememesi.
- Ödenemeyecek miktarın ve ödeme periyodunun alt sınırı

<sup>12</sup> Kuramsal esasa göre.

- Finansal yeniden yapılandırma veya borç yeniden yapılandırması.

Swap primi ödenmemiş borca bağlı olarak genelde üçer aylık dönemler halinde ödenir.

Koruma alıcısı bir kredi olayı gerçekleşmediği sürece CDS sözleşmesinin sonuna kadar çeyrek dönemlerde kredi swap primini öder. Kredi olayının gerçekleşmesiyle birlikte iki durum ortaya çıkar. İlk olarak koruma alıcısı kredi olayının gerçekleştiği tarihten itibaren tahakkuk eden primi satıcıya öder<sup>13</sup>. Bu ödemeden sonra koruma alıcısının koruma satıcısına yapacağı başka bir swap primi ödemesi yoktur. İkinci olarak kredi satıcısı kredi alıcısına bir ödeme yapar. Bu nakdi bir ödeme ya da fiziki ödeme biçiminde de olabilir (Wang 2007:2).

Nakdi ödemede koruma satıcısı, koruma alıcısına anapara (notional principal) değeri ile tahvilin bugünkü değeri arasındaki farka eşit bir tutarda nakit ödeme yapar ve kredi olayından sonra senedin itibari değeri anaparanın değerine eşitlenir. Fiziki uzlaşmada ise koruma satıcısı bu kez koruma alıcısına nominal anaparayı öder ve koruma alıcısı tahvilleri koruma satıcısına fiziki olarak teslim eder ki burada da senedin itibari değeri anaparanın değerine eşittir. Piyasalarda hakim uygulama fiziki uzlaşma biçimindedir (Choudhry 2008: 386).

### 1.3.3.2. Multi-Name (Çok İmzalı) CDS

Çok imzalı CDS'ler, tek imzalı CDS'lerden farklı olarak birden çok referans varlığın olduğu CDS'ler olup basket (sepet) CDS ve portföy CDS olmak üzere iki temel türü vardır.

#### 1.3.3.2.1. Basket (Sepet) CDS

Sepet kredi temerrüt swapı referans varlıklar portföyü ile ilgili bir kredi türevidir. En basit sepet kredi temerrüt swapları birinci temerrüt swapları, ikinci temerrüt swapları ve n. Temerrüt swaplarıdır. Bu temerrüt swap türüne göre birinci temerrüt swapı sadece ilk temerrüt için sigorta sağlar, ikinci temerrüt swapı sadece ikinci temerrüt için sigorta sağlar, n. Temerrüt swapı sadece n. temerrüt için sigorta sağlar. Örneğin bir n. temerrüt swapındakoruma satıcısı koruma alıcısına referans varlığın n-1. temerrüdü için herhangi bir ödeme yapmamakta, buna karşın referans varlığın n. temerrüdü için ödeme

<sup>13</sup> Eğer kredi olayı prim ödeme gününde gerçekleşmemişse kıst ödeme söz konusu olacaktır.

yapmaktadır. Temerrüde düşen varlığın n. temerrüdünde bir defaya mahsus olmak üzere bir ön ödeme yapılır ve swap sona erer. Sepet temerrüt swapında tercih edilen uzlaşma yöntemi single-name CDS'den farklı olarak nakit uzlaşma biçimindedir (Wang 2007:4).

#### **1.3.3.2.2. Portföy CDS**

Portföy CDS genel hatlarıyla basket CDS'e benzemektedir. Aralarındaki fark ise basket CDS'lerde temerrüt sayısı önem arz ederken; portföy CDS'lerde temerrüde düşen tutarın büyüklüğünün önemli olmasıdır (Schlösser 2011: 23).

#### **1.3.4. Kredi Temerrüt Swaplarında Kredi Olayları**

CDS'lerle ilgili olarak diğer kredi türevleri için de geçerli olan altı farklı kredi olayı tanımlanmış olup bu tanımlamalar ISDA tarafından yapılmıştır. Bu kredi olayları şu şekilde sıralanmaktadır:

- İflas
- Ödeyememe durumu
- Tanımama/Moratoryum
- Yükümlülüklerin hızlandırılması
- Yükümlülüklerde temerrüde düşülmesi
- Yeniden yapılandırma

#### **1.3.5. Kredi Temerrüt Swap Endeksleri**

Kredi swap endeksi sözleşmesi standartlaştırılmış bir referans varlık sepetinin kredi riskine karşı koruma sağlar. CDX tekniği tek isimli CDS'den biraz daha farklıdır. Tek isimli CDS'te kredi olayı meydana geldiğinde swap prim ödemesi durdurulmaktadır. CDX de ise tersine koruma alıcısı swap prim ödemesine devam etmektedir. Fakat bu ödeme korumaya konu olan referans varlığın tutarından daha düşük bir düzeyde indirimli bir tutardır. CDX için uzlaşma türü fiziki uzlaşmadır. Hali hazırda standartlaştırılmış iki endeks vardır. Bunlar Dow Jones CDX ve International Index CompanyiTraxx'dır. Birincisi Kuzey Amerika ve yükselen piyasalardaki referans varlıkları içerirken; ikincisi Avrupa ve Asya piyasalarını içerir. Her iki endeks de uzlaşma kuralları, prim ödemesi ve vade açısından standartlaştırılmıştır (Wang 2007: 4).

### 1.3.6. Kredi Temerrüt Swaplarının Kredi Derecelendirmesi İle İlişkisi

Gerek kredi notları gerekse CDS primleri borçluların risk düzeyleri hakkında bilgi veren göstergelerdir. CDS primleri ile kredi notları arasında genel olarak tutarlı bir ilişki olmakla birlikte CDS primleri kredi notlarına göre daha duyarlıdır (Sayılğan 2015:3). Bu duyarlılığın iki kredi notlandırması arasında aylara yayılan bir zaman söz konusu iken, CDS primlerindeki değişimin piyasada anlık olarak gerçekleşmesinden kaynaklandığı söylenebilir.

Kredi notları ile CDS primi arasında ters yönlü bir ilişki vardır. Borçlu kurum ve kuruluşların riskleri yükseldikçe kredi notu düşerken, CDS primi yükselir. Riski azalması durumunda ise kredi notu yükselir ve CDS primi düşer.

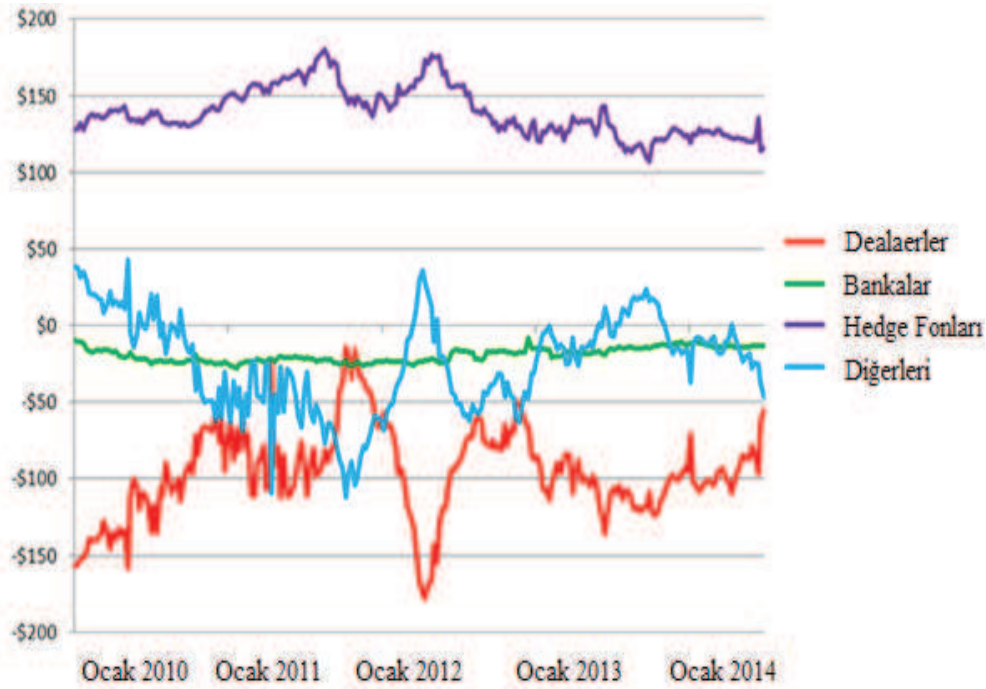
### 1.3.7. Kredi Temerrüt Swap Piyasasının Genel Durumu

Kredi temerrüt piyasası henüz yeni bir piyasa olmasına karşın giderek büyümektedir. Bu piyasa ile ilgili istatistikler ilk kez BIS tarafından 2004 yılında tutulmaya başlanmıştır. Aşağıda CDS piyasası ile ilgili istatistikler söz konusu piyasa hakkında fikir sahibi olabilmek adına yararlı olabilecektir.

#### 1.3.7.1.Sektörlere Göre Koruma Alıcıları ve Satıcıları

CDS piyasasına bakıldığında bir sektörde faaliyet gösteren bir kuruluşun hemkoruma alıcısı hem de koruma satıcısı olarak CDS'ye taraf olduğunu görebilmekteyiz. CDS piyasasında faaliyet gösteren başlıca sektörler dealerlar, bankalar, hedge fonları ve diğerleridir. Bu sektörlerin CDS piyasalarındaki net pozisyonları grafik 1.6'da görülmektedir. Grafiğe göre belli bir tarihte net pozisyonu 0 (sıfır) USD'nin altında olan bir sektör koruma satıcısıyken, bu değer sıfırın üzerinde ise koruma alıcısıdır. Aynı grafikte Hedge fonlarının sürekli olarak koruma alıcısı pozisyonun da oldukları; buna karşın dealerların ve bankaların sürekli olarak koruma satıcısı konumunda olduklarını görmekteyiz. Diğer sektörlerin aldıkları pozisyon ise dönemden döneme farklılık göstermektedir. Grafikte görülen bir diğer husus hedge fonları ve bankalar dışında kalan sektörlerin pozisyonu ile dealerların pozisyonu arasında bir simetrinin varlığıdır.



**Grafik 1.6: Sektörlere Göre Net CDS Pozisyonları 2010-2014 (Milyar USD)**

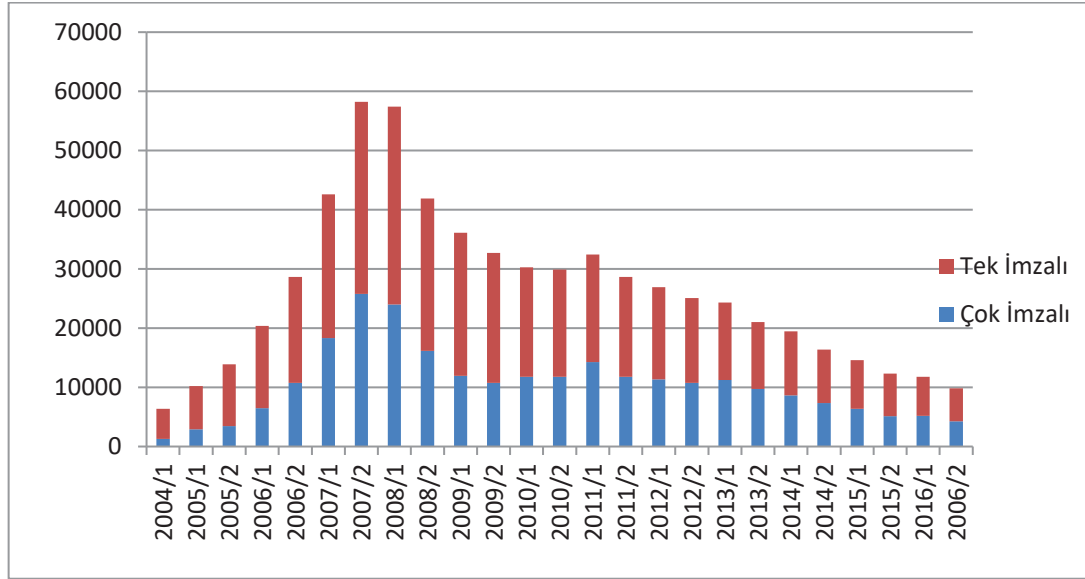
**Kaynak:** <https://www.federalreserve.gov/econresdata/notes/feds-notes/2014/risk-transfer-across-economic-sectors-using-credit-default-swaps-accessible-20140903.html#fig1> Erişim Tarihi: 04.11.2016

### 1.3.7.2. Kapanmamış CDS'ler

Daha önce ifade edildiği gibi CDS'lersingle-name ve multi-name olmak üzere başlıca iki gruba ayrılmaktaydı. Single-name sözleşme tipi multi-name sözleşme tipine göre daha büyük bir miktarı kapsamaktadır. Grafik 1.7'de 2004-2016 yılları için henüz gerçekleşmemiş, başka bir ifadeyle kapanmamış CDS sözleşme tutarlarına hem single-name (tek imzalı) hem de multi-name (çok imzalı) tipi CDS'ler için altışar aylık dönemler halinde yer verilmiştir. 2004 yılının ikinci altı aylık döneminde açık olan CDS'lerin değeri 10 trilyon doların altında iken 2007-2008 yıllarında bu tutar 60 trilyon dolara yaklaşmıştır. Ancak bu dönemden sonra bu tutarlar genel olarak düşüş eğilimine girmiştir. Nitekim 2016 yılının sonunda yeniden 10 trilyon dolara yaklaşmıştır. Bu düşüş diğer kredi türevlerinde olduğu gibi 2008 Mortgage Krizi ve derecelendirme ile ilgili olarak yaşanan skandallara bağlanabilir.



**Grafik 1.7: CDS Türlerine Göre Dönemler İtibariyle Açık Olan Sözleşme Tutarları 2004-2016 (Milyar USD)**

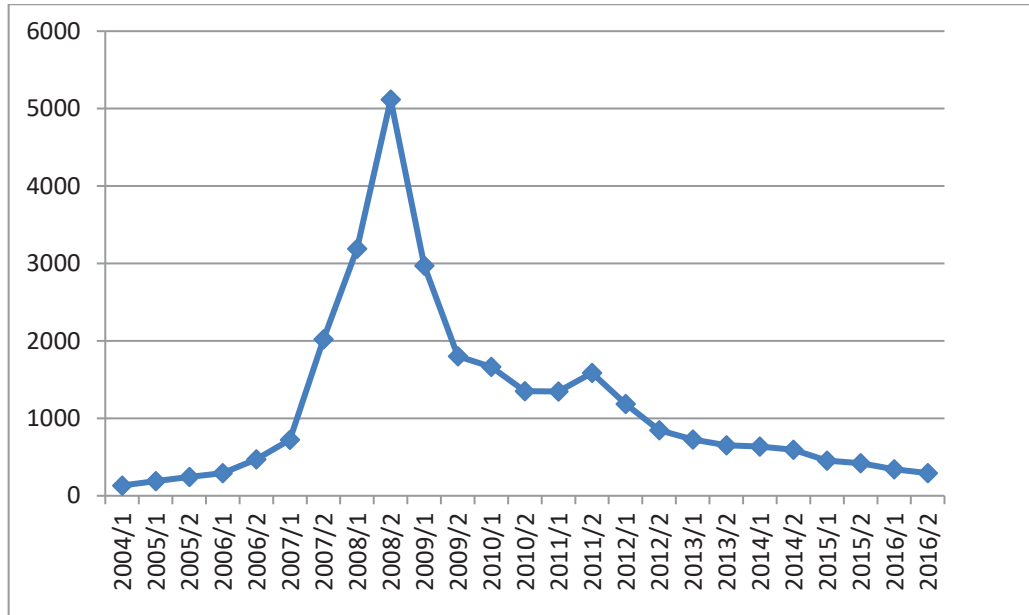


Kaynak: <http://stats.bis.org/statx/srs/table/d5.2?p=20161&c> Erişim Tarihi: 25.10.2017

### 1.3.7.3. CDS'lerin Piyasa Değeri

Her ne kadar kapanmamış CDS sözleşme bağlamında onlarca trilyon dolarlık tutarlardan söz konusu olsa da CDS'lerin ekonomik büyüklüğü hakkında daha sağlıklı bir fikir edinebilmek adına piyasa değerlerine bakmak gerekmektedir.

**Grafik 1.8: Dönemler İtibariyle CDS'lerin Brüt Piyasa Değeri 2004-2016 (Milyar USD)**



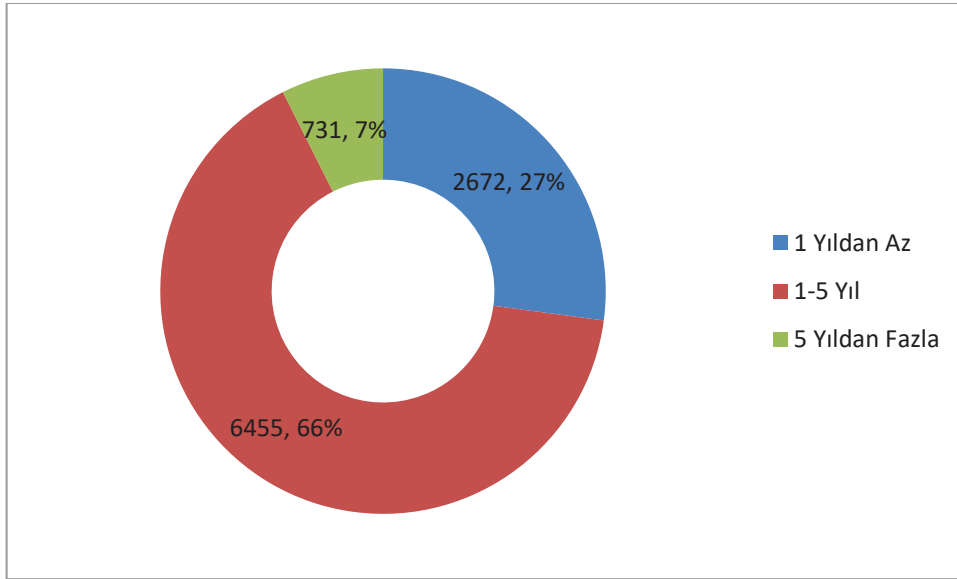
Kaynak: <http://stats.bis.org/statx/srs/table/d5.2?p=20161&c=> Erişim Tarihi: 25.10.2017

Grafik 1.8’de yine altışar aylık dönemler için brüt piyasa değerleri verilmiştir. 2004 yılının ikinci altı aylık döneminde CDS’lerin brüt piyasa değeri 133 milyar USD iken 2008 yılının ikinci altı aylık döneminde tüm dönemler arasında en yüksek değerine ulaşarak 5 trilyon USD’yi geçmiştir. Daha sonraki yıllarda CDS’lerin piyasa değerinde genel olarak düşüş söz konusu olmuş ve 2016 yılının sonunda bu tutar 292 milyar USD’ye kadar düşmüştür.

#### 1.3.7.4. Vadelerine Göre CDS’ler

CDS’ler genel olarak 3 yıllık ve 5 yıllık vadeler için işlem görse de vadesi 1 yıldan az ve 5 yıldan fazla olan CDS’ler de vardır. Vadelerde belirleyici olan kredinin veya tahvilin vadesidir. Örneğin bir ülkenin çıkarmış olduğu tahvil 10 yıl vadeli ise bu tahvili elinde bulunduranlar teorik olarak 10 yıla kadar koruma satın alabilirler. Grafik 1.9’da CDS sözleşme büyüklüğünün 2016 yılı sonu için vadelere göre dağılımı verilmiştir.

**Grafik 1.9: Vadelerine Göre CDS Sözleşme Büyüklükleri 2016 (Milyar USD)**



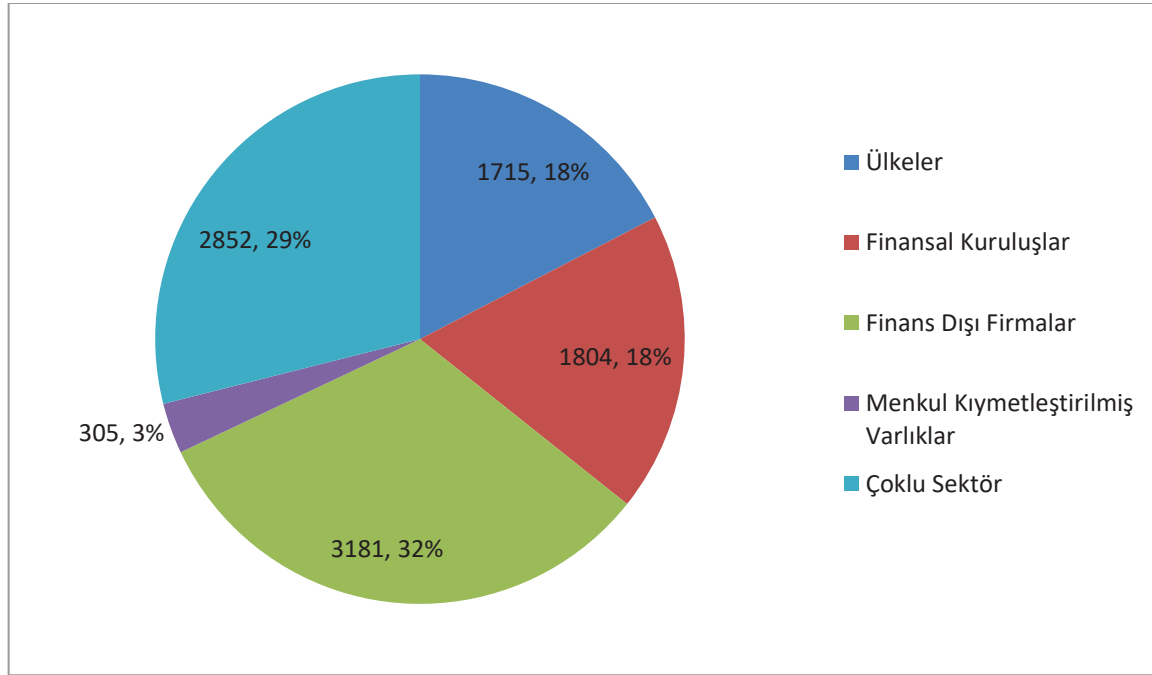
**Kaynak:** <http://stats.bis.org/statx/srs/table/d5.2?p=20161&c=> Erişim Tarihi: 25.10.2017

Anılan dönem için vadesi 1-5 yıl arasında olan CDS'ler yaklaşık 6.46 trilyon USD büyüklüğünde olup bu tutar toplam içerisinde yüzde 66'lık paya sahiptir. Bunun yanında vadesi 1 yıla kadar olan CDS'lerin payı yüzde 27 iken, vadesi 5 yıldan fazla olanların payı ise yüzde 7 düzeyindedir.

#### 1.3.7.5.Sektörlere Göre CDS Sözleşmeleri

CDS sözleşmeleri bir kredi veya tahvilin referans olduğu bir varlığa dayanmakta ve bu varlıklar ülkeler, finansal kuruluşlar, finans dışı kuruluşlar, menkul kıymetleştirilmiş varlıklar, çoklu sektörlerle ilgili olabilmektedir.

Grafik 1.10'da CDS sözleşmelerinin toplam büyüklüğü sektörler bazında gösterilmiştir. Buna göre işlem yapılan sözleşmeler en çok finans dışı firmalarla ilgilidir. Nitekim bu tutar 3,18 trilyon USD olup toplam CDS tutarlarının yüzde 32'sine tekabül etmektedir. Aynı grafikte ülkelerin toplam CDS'ler içindeki payının yüzde 18 olduğu görülmektedir.

**Grafik 1.10: Sektörler Bazında CDS Sözleşme Tutarları 2016 (Milyar USD)**

Kaynak: <http://stats.bis.org/statx/srs/table/d5.2?p=20161&c=> Erişim Tarihi: 25.10.2017

## 1.4.Yabancı Sermaye Yatırımları

İktisat yazınında yabancı yatırım ve yabancı sermaye kavramları çoğu kez birbirinin yerine kullanılmasına karşın her iki kavram birbiriyle ilişki ve birbirine benzer farklı tanıma sahiptir. Yabancı sermaye, başka ülkelerden temin edilen ve kısa zamanda ülkenin iktisadi gücünü etkileyebilecek mali ve teknolojik kaynaklar biçiminde tanımlanırken, yabancı yatırımlar; bir ülkede, başka ülkelerin kişi ve kurumlarının maddi ve maddi olmayan varlıklara yatırım yapması biçiminde tanımlanabilir (Aykol ve Kurt 2006:9).

### 1.4.1. Yabancı Yatırım Çeşitleri

Yabancı yatırımlar, doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları (dolaylı yatırımlar) olmak üzere başlıca iki çeşittir. Vadeleri açısından ise yabancı yatırımlar kısa vadeli yabancı yatırımlar ve uzun vadeli yabancı yatırımlar biçiminde ikiye ayrılır. Kısa vadeli yabancı yatırımlar bir yıldan daha kısa bir süre için yapılan yatırımları ifade ederken, uzun vadeli yabancı yatırımlar bir yıldan daha uzun süre için yapılan yatırımları ifade eder. Çalışmanın amacına uygun olmasına açısından burada doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımlarına yer vereceğiz.

#### **1.4.1.1. Doğrudan Yabancı Yatırımlar**

Doğrudan yabancı yatırımlar, bir veya birden çok uluslararası yatırımcının yerli firmalarla ortaklık biçiminde veya yatırım üzerinde tam olarak hak sahibi olacak şekilde gerçekleştirdiği yatırımlardır (Bayraktar 2003: 5). Bu tip yatırımlar genelde gelişmiş ülkelerde kurulu işletmelerin gelişmekte olan ülkelere kendilerine bağlı bir şube açma veya yeni bir tesis kurmaları biçiminde olup, yatırım yapan kuruluşlar sermaye olarak bir miktar nakit, yatırım malı veya patent, lisans gibi maddi olmayan hakları transfer ederek bu yatırımları gerçekleştirmektedirler (Tuncer 1968: 33). Doğrudan yabancı yatırımlar ihracata yönelik üretim yapmak için ve iç piyasaya yönelik üretim yapmak için yapılan yatırımlar biçiminde gerçekleşmektedir.

#### **1.4.1.2. Dolaylı Yabancı Yatırımlar**

Bu yabancı yatırım türüne “portföy yatırımları” da denilmektedir. Dolaylı yabancı yatırımlar menkul kıymetlere yapılan yatırımlardır. Bu menkul kıymetler hisse senedi, bono, tahvil, kısa vadeli banka kredileri vb kıymetlerden oluşmaktadır. Bu tür yatırımlarla yabancı yatırımcılar bazı riskleri alarak faiz, menkul kıymet satış karı, temettü gibi kazançları elde etmeyi amaçlarlar (Takım, 2016: 39-59).

Portföy yatırımlarının ülkeye girişi elektronik ortamda olduğundan doğrudan yabancı yatırımlara göre ülkeden çıkışı daha kolay olmaktadır. Bunun yanında Portföy yatırımı yapan yatırımcılar ülkede olası risklerin gerçekleşmesi durumunda kısa sürede sermaye çıkışına neden olmakta bu da ülkeleri sıcak para giriş çıkışlarına maruz bırakmaktadır. Nitekim 1994, 1998, 2000 ve 2001 Krizlerinde yüksek miktarda sıcak para çıkışının olduğu bilinmektedir.

#### **1.4.2. Yabancı Sermaye Yatırımlarını Etkileyen Faktörler**

Yabancı sermaye yatırımları gerek kaynak ülkeyi gerekse ev sahibi ülkeyi birçok yönden etkilemektedir. Söz konusu yatırımların yapılabilmesi kaynak ülkenin itici faktörlere, ev sahibi ülkenin ise çekici faktörlere sahip olmasına bağlıdır.

##### **1.4.2.1. Kaynak Ülkenin Yabancı Yatırım Yapmasını Belirleyen Faktörler**

Bir kuruluşun kendi ülkesinden başka bir ülkede yabancı sermaye yatırımı yapmasına neden olan birçok etmen vardır. Bu etmenler yabancı yatırımcının gerek kendi ülkesindeki gerekse yatırım yapacağı ülkedeki ekonomi ve maliye politikaları, politik

istikrar, sosyo- kültürel yapı gibi birçok unsurdan kaynaklanabilir. (Karabıçak, 2009: 137-149).

#### **1.4.2.1.1. Ülkeler Arası Kar Farklılıkları**

Bir yabancı yatırımın yapılmasının ardında yatan en önemli etmen kar elde etme amacıdır. Yatırımcılar yaptıkları yatırımla ilgili olarak kendi ülkelerinden daha karlı ülkelerin olması durumunda sermayelerini söz konusu karlı ülkelere aktarmanın yollarını arayacaklardır. Ancak burada karın varlığı kadar sürekliliği de önem arz etmektedir (Candemir 2009: 659-675).

#### **1.4.2.1.2. Maliyet Avantajları**

Firmaların karlarını maksimize etmeleri maliyet minimizasyonu ile mümkündür. Yabancı yatırımlarda maliyetle ilgili avantajların sağlanması yabancı yatırımın türüne bağlı olarak değişiklik gösterebilmektedir. Satınalma veya ortak olma biçimindeki bir yabancı yatırım yeni bir tesis kurma biçimindeki bir yatırımla karşılaştırıldığında sabit maliyetlerden feragat etme veya yeni bir yatırıma göre daha düşük düzeyde bir maliyete katlanma olanağı sunacaktır. Öte yandan yabancı yatırımlar yoluyla değişken maliyetlerdeki bazı düşüşler yatırım yapan firma açısından avantajlar sağlayabilmektedir.

#### **1.4.2.1.3. Ucuz İşgücü**

Gelişmiş ülkelere göre az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere nüfus artış hızının fazla olması, bu ülkelere sosyal güvenlik sistemlerinin nispeten gelişmemiş olması, çocuk işçi çalıştırılması vb hususlar dolayısıyla işgücünü ucuz hale getirmekte ve bu durum yabancı yatırımcının maliyet avantajının önünü açmaktadır.

#### **1.4.2.1.4. Taşıma Giderleri**

Normal koşullarda ihracat yoluyla bir ülkenin pazarına girmek işgücü, hammadde ve diğer maliyetlere ek olarak taşıma giderlerini de gerekli kılacaktır. Özellikle uzak coğrafyalara yapılan ihracatlarda taşıma giderleri dolayısıyla rekabet edebilme şansı düşürmektedir. Yabancı yatırımlar yoluyla firmalar diğer avantajların yanında taşıma giderlerini azaltarak karlılıklarını arttırabilmektedir. Öte yandan yatırım yapılan ülkeye yakın olan diğer ülkelere de daha düşük taşıma giderleri sayesinde mal ihraç edilebilmektedir.

#### **1.4.2.1.5. Dış Pazarları Ele Geçirme İsteği**

Yabancı yatırımcılar yapacakları yatırımlarla üretim ve satış ağlarını genişleterek kendi ülkeleri dışındaki pazarlarda da hakimiyet kurmak isteyebilmektedirler. Bu isteğin ardında yatan temel etmen kar maksimizasyonu amacıdır.

#### **1.4.2.1.6. Gümrük Tarifeleri ve Dış Ticaret Kısıtlamaları**

Ülkeler yerli sanayiye korumak adına gümrük tarifesi, kotalar, tarife dışı engeller gibi politika araçlarına başvurabilmektedirler. Bu politikalar yabancı yatırımcıların ev sahibi ülkeye mal ihraç etmesini olumsuz etkilemektedir. Bu yüzden yabancı yatırımlar yoluyla ülke pazarına girilerek söz konusu politika araçlarının etkileri ortadan kaldırılabilir.

#### **1.4.2.1.7. Hammadde Kaynaklarına Yakınlık**

Üretim faktörlerinin ülkelere göre dengeli dağılımının olmaması yabancı yatırımcıların kararlarında üretimde kullandıkları hammaddenin bir ülkede var olup olmaması veya söz konusu ülkelerin o hammaddelere yakın olup olmaması belirleyici olabilmektedir.

#### **1.4.2.1.8. Bilgi ve Tecrübelerle İlişkin Sırların Aktarılmasında Sakınca Görülmesi**

Firmalar ürünlerinin kalitesine ve marka imajlarına zarar gelmemesi adına başka ülkelerdeki firmalarla lisans anlaşması yapmak yerine söz konusu ülkelerde yatırım yapmayı tercih edebilmektedirler. Bunun yanında lisans sahibi firmanın üretim, ticaret vb. alanlardaki sırları koruma konusunda patent sahibi firma kadar duyarlı olmayabilecekleri düşüncesi de yabancı yatırımların yapılmasında etkilidir (Görgün 2004: 7).

#### **1.4.2.1.9. Kaynak Ülke İçin Diğer Faktörler**

Yukarıda sayılan faktörlere ek olarak kaynak ülke yabancı yatırımcıların ihraç edilen ülkeye bulunan sektörle ilgili olarak tamamlayıcı yatırımların yapılması yani dikey entegrasyon veya faaliyetleri bütünleştirme isteği, yatırım yapılan ülkede savaş, saldırı, rejim değişikliği gibi siyasi risklerin olmaması, üretim esnekliği, vetekel olmanın verdiği avantajlardan yararlanma isteği ile de yatırım yapabilmektedirler.

### **1.4.2.2. Ev Sahibi Ülkenin Yabancı Sermaye Talebini Belirleyen Faktörler**

Ülkeler kendi iç ekonomik dinamiklerinin bazı alanlarda yetersiz olması dolayısıyla bu yetersizlikleri gidereceği ve sermaye birikimine katkıda bulunacağı düşüncesiyle yabancı sermaye yatırımlarını çekmek istemektedirler. Hatta ülkelerinin yabancı yatırımcılar için bir çekim alanı olmasını sağlamak adına yatırımcılara vergi avantajı, bedelsiz arsa vermek, kar transferleri önündeki engelleri kaldırmak vb gibi uygulamalara başvurmaktadırlar. Bu bağlamda ülkelerin yabancı sermaye yatırımı çekmek istemelerinin birçok nedeni olduğu söylenebilir (Kar ve Tatlısöz 2008:436-458; Çinko 2009:117-131).

#### **1.4.2.2.1. Ekonomik Büyüme**

Yabancı yatırımlar türlerine göre istihdam ve ekonomik büyüme üzerinde dolaylı ve direkt etkilere sahiptir. Bu etkiler olumlu olabileceği gibi olumsuz da olabilmektedir. Özellikle DYY yoluyla teknoloji ve bilgi transferi yaratılması yan sanayilerin gelişimine katkıda bulunmaktadır. Yan sanayilerin gelişimi hükümetler tarafından altyapı yatırımlarının yapılmasını teşvik etmekte bu da çarpan etkisiyle yapılan yatırımların birkaç katı kadar gelirin oluşmasını sağlayabilmektedir.

Yabancı yatırımların ulusal üretime etkisini belirleyen önemli bir nokta da ülkeye gelen yabancı firmaların yerli firmalarla olası rekabetleridir. Yabancı firmaların yerli firmalarla rekabet etmesi yerli üreticiyi maliyet, teknoloji, bilgi vb dezavantajlar nedeniyle yeni yatırım yapmaktan alıkoyabilir hatta var olan yatırımlarını sonlandırmaya bile sevk edebilir. Bu durumda hem istihdam hem de ekonomik büyüme yabancı yatırımlardan olumsuz etkilenmiş olur (Çinko 2009: 117-131).

#### **1.4.2.2.2. İstihdam Artışı Beklentisi**

Yabancı yatırımların istihdama etkisi ülkeye giriş şekillerine göre değişmekle birlikte ev sahibi ülkeler yeni tesis kurma biçimindeki yabancı yatırımlarla istihdamın artacağı beklentisi içine girmektedirler. Yabancı yatırımlar yoluyla istihdamda meydana gelen artışlar ekonomik büyümenin de etkisiyle sürekli hale gelebilmektedir.



#### **1.4.2.2.3. İç tasarrufların Yetersizliği**

Ev sahibi ülkelerde tasarrufların yetersizliği bu ülkeleri dış tasarruflara başvurmaya itmektedir. Dış tasarruflar dış borçlanma yoluyla sağlanabileceği gibi yabancı yatırımlar yoluyla da sağlanabilmektedir. Yabancı yatırımlar yoluyla dış borçlanma maliyetleri ortadan kalkmakta ve bu tasarruflar yabancı yatırımcının talebi nedeniyle daha kolay bir biçimde yatırıma dönüşebilmektedir.

#### **1.4.2.2.4. Teknoloji Transferi**

Teknolojik yönden yeterli kapasiteye sahip olmayan ülkelerde teknoloji yatırımları yüksek maliyetli olmakta bu da ülkede gelişmiş teknoloji gerektiren ürünlerin üretilmesini engelleyebilmektedir. Yabancı yatırımcılar beraberlerinde getirdikleri teknolojik bilgi ile teknoloji transferini kolaylaştırmakta ve yatırımın yapıldığı sektörde bilginin paylaşılması sonucunda sektörel gelişime de önemli katkılar sağlamaktadır.

#### **1.4.2.2.5. Ödemeler Bilançosu Dengesizliklerinin Giderilmesi**

Yurt içi tasarrufları yeterli düzeyde olmaması ödemeler dengesi açıklarının kapatılmasını zorlaştırmaktadır. Yabancı yatırımlar yoluyla bir yandan ithal ikamesi yaratılarak ithalata bağlı döviz çıkışlarının önüne geçilmekte öte yandan DYY biçimindeki yabancı yatırımlarla ihracat yapılmak suretiyle ülkeye döviz girişi sağlanmaktadır. Yabancı yatırımların ithalatı azaltıcı, ihracatı arttırıcı bu etkisi başta dış ticaret bilançosu, sonrasında onu kapsayan cari işlemler bilançosu ve nihayetinde her ikisini kapsayan ödemeler dengesi açıklarını azaltmakta veya kapatabilmektedir (Kar ve Tatlısöz 2008: 436-458).

Yabancı yatırımların ödemeler dengesi açıklarına etkisinin büyüklüğünde yabancı yatırımcıların geldikleri ülkeye veya üçüncü bir ülkeye yaptıkları kar transferlerinin miktarı da belirleyici olmaktadır.

#### **1.4.2.2.6. Diğer Ülkelerle Politik İlişkileri Geliştirme İsteği**

Ülkelerarası ekonomik ilişkilerin gelişmesi, söz konusu ülkeler arasında daha yakın politik ilişkilerin gelişimine katkıda bulunmaktadır Aynı durum politik ilişkilerin ekonomik ilişkilere etkisi bağlamında da düşünülebilir. Hükümetler politik ilişkilerini

geliştirmek adına yabancı yatırımcılara yukarıda sözü edildiği üzere bir takım vergi avantajları, arsa desteği vb kolaylıklar sağlayabilmektedirler.

#### **1.4.2.2.7. Ev Sahibi Ülke İçin Diğer Faktörler**

Yabancı yatırım talebinde bulunan ev sahibi ülkenin yukarıda sayılan faktörlere ek olarak başka nedenlerle de yabancı yatırım talebi söz konusu olabilmektedir. Bunlar ev sahibi ülkenin yabancı yatırımlar yoluyla diğer ülkelerle rekabete hazırlanması, ülkeye döviz girdisi sağlamak, yatırımcı firmaların yerel firmalara yönetim ve organizasyon konusunda eğitici rolünden faydalanma isteği ve ekonomik yönden prestij kazanma isteğidir.

#### **1.4.3. Yabancı Sermaye İle İlgili Teoriler**

Yabancı sermaye ile ilgili olarak literatürde çok sayıda teori olmasına karşın en çok bilinen teoriler davranışsal yaklaşım, eklektik paradigma, ürün hayat seyri teorisi, içselleştirme teorisi ve tekel üstünlüğü teorisidir.

##### **1.4.3.1. Davranışsal Yaklaşım**

Aharoni tarafından 1966 yılında ortaya koyulan bu yaklaşımda firmaların uluslararasılaşma süreçleri yönetim ve karar alma süreci bağlamında ele alınmıştır. 38 çokuluslu Amerikan firmasının dış yatırım yapmalarının temel belirleyicilerinin araştırılması sonucu ortaya konulan yaklaşım dış yatırım yapmanın bir tek nedene değil, birbirini izleyen bir dizi etkene bağlı olduğunu savunur. Aharoni'ye göre bir dış yatırım karar süreci davranışlar, düşünceler, firma içi ve firma dışı sosyal ilişkiler ile bunların değişiklik gösterdiği ortamın yapısını içeren karmaşık bir sosyal süreçtir ve bu süreç geçmiş ve gelecek algısının etkisi altında çok sayıda bireysel ve kurumsal davranış unsurunu içerir. Bu bağlamda ilk defa dış yatırım yapan bir firma ile daha önce dış yatırım yapmış olan çokuluslu bir firmanın karar süreçleri birbirinin aynısı olmayacaktır (Akçaoğlu 2005: 13).

Davranışçı ekonomistlere göre günümüzde çokuluslu firmalarda çalışan nüfus çeşitli açılardan eskiye göre daha heterojen bir yapıya sahiptir. Örneğin ana ülkeler; büyüklükleri, gelişme seviyeleri, faaliyet gösterdikleri endüstriler bakımından farklılık gösterir. Bu durum yukarıda ifade edildiği üzere dış yatırımla ilgili karar alma süreçlerinde

firmalar arası farklılığı beraberinde getirecektir. Bununla birlikte davranışçı ekonomistler tüm ülkelerde ve tüm kültürlerde geçerli olan kayıptan kaçınmanın evrensel bir özellik olduğunu da vurgulamışlardır (Hashai ve Ramamurti 2011: 37).

#### **1.4.3.2. Eklektik Paradigma**

Dunning tarafından ortaya atılan bu teori çok uluslu firmaların yabancı yatırım yapmalarının nedenlerini ilk araştırmayı amaçlamıştır. Dunning çalışmalarında karşılaştırmalı üstünlükler, Heckscher- Ohlin teorisi, içselleştirme ve işlem maliyetleri teorilerinden yararlanmıştır.

Eklektik paradigma sahiplik avantajları, konum avantajları ve içselleştirme avantajları olmak üzere üç alt paradigmaya dayanmaktadır. Buna göre sahiplik avantajları, ürün özellikleri, bölümlendirilmiş pazarlar ve marka ismiyle ilgiliyken; konum avantajları, sosyo-kültürel farklılıklar ve fiziki uzaklıkla; içselleştirme avantajları ise işlem maliyetleri, giriş yolları, acente ve tedarikçi ilişkileri gibi konularla ilgilidir (Güngördü ve Yılmaz 2016: 1003-1020). Bu alt paradigmlar çerçevesinde yabancı bir firma tarafından doğrudan yabancı yatırımların yapılması yukarıda sayılan sahiplik, konum ve içselleştirme avantajlarının var olmasına bağlıdır.

Dunning ilk koşulla mülkiyete özgü avantajlar dolayısıyla hangi şirketlerin belli bir piyasada mal arz edeceğini; ikinci koşulla konum dolayısıyla söz konusu firmanın yabancı piyasaya mal arzını ihracat yoluyla mı yoksa yerel üretim yoluyla mı yapacağını açıklamaktadır. Üçüncü koşulda ise Dunning, firmaların yabancı piyasalarda yer almaları için sahiplik ve yer seçimi avantajlarından yararlanma mekanizmasına açıklık getirmektedir (Bozdağlıoğlu 2011: 49-63).

#### **1.4.3.3. Ürün Hayat Seyri Teorisi**

Ürünün hayat seyri teorisi 1966 yılında Vernon tarafından ortaya atılmıştır. Teori Amerikan firmalarının İkinci Dünya Savaşı sonrasında Batı Avrupa'da gerçekleştirmiş oldukları doğrudan yabancı yatırımların belli türlerini açıklamaya çalışmıştır. Bu teoriye göre üretim yenilik, büyüme, olgunluk ve gerileme olmak üzere dört aşamadan oluşmaktadır. Üretim maliyetleri zaman içerisinde gerek söz konusu ülkede gerekse diğer ülkelerde değişiklik göstermektedir. Bu açıdan bakıldığında doğrudan yabancı yatırımlar da ürünün hayat seyrine bağlı olarak değişiklik göstermektedir. Vernon'un teorisi

doğrudan yabancı yatırımlar ve ihracat arasında bir ilişkiyi açıklamaya çalışır ve bu iki değişken arasında var olan bir ikame ilişkisini ortaya koyar (Çetin ve Seker 2013: 121-142). Her ne kadar ürün hayat seyri teorisi bu ilişkinin varlığını ortaya koymuş olsa da; Dunning bu teorinin üretimi yapan firmanın mülkiyetinin kime ait olacağını açıklamaması nedeniyle eleştiri getirmektedir (Akçaoğlu 2005: 21).

#### **1.4.3.4. İçselleştirme Teorisi**

Teori 1937 yılında Coase'nin ortaya attığı işlem maliyeti kuramının çokuluslu firmalara uygulamasına dayanmaktadır. Buckley ve Casson, Coase'nin kuramını geliştirerek doğrudan yabancı yatırımların yapılmasının ardında yatan nedeni ortaya koymaya çalışmışlardır. Coase, firmaların yetkin bir tedarikçinin yokluğunda işlem maliyetlerini azaltmak amacıyla ilgili süreçleri kendilerinin gerçekleştirmeyi tercih ettiklerini yani içselleştirme yoluna gittiklerini ifade etmektedir. Buckley ve Coasson bu durumun çok uluslu şirketler için de geçerli olduğunu savunmuşlardır. Bu bağlamda uluslararası ticaret icra eden firmalar yabancı ülkelerde hammadde tedariği veya ürün pazarlama süreçlerinde olumsuzluk meydana geleceği öngörüsünde bulduklarında bu süreçleri kendilerinin üstlenerek içselleştirdiklerini ve doğrudan yabancı yatırımları gerçekleştirdiklerini ifade etmişlerdir (Gökmen, Türen, Dilek 2012: 5-21).

İçselleştirme teorisi bir bakıma doğrudan yabancı yatırımların neden ihracat ve lisanslamaya tercih edildiği sorusunu da cevaplamaktadır. Teoride öte yandan firmaların maliyetlerden kaçınmak adına yatay ve dikey bütünleşmelere gittikleri ifade edilmektedir (Tarı ve Bıdırdı 2009: 253-268).

#### **1.4.3.5. Tekel Üstünlüğü Teorisi**

Bu teori 1960'lı yıllarda Stephan Hymer tarafından ortaya atılmıştır. Teorinin temel tezi çok uluslu şirketlerin yerel firmalar karşısındaki üstünlüğünün nedeninin ona tekel gücü sağlayan etkenler olmasıdır. Söz konusu etkenler çok uluslu şirkete özgü olup piyasada faaliyet gösteren diğer firmalar bunlardan yararlanamazlar. Bu bağlamda tekel üstünlüğü teoremi yabancı sermaye yatırımlarının yapılma nedenini bu firmaların buldukları piyasalarda rekabetçi koşulların olmaması dolayısıyla tekel üstünlüğünden yararlanma isteğine bağlar (Seyidoğlu 2009:608).

Hymer'e göre en etkili uluslararasılaşma stratejisi doğrudan yabancı yatırımlardır. Yatırımcı firmanın avantajı teknolojik üstünlük veya maddi olmayan bir aktifin varlığıyla ilgiliyse karın maksimize edilmesi için en uygun seçenek budur. Bu yaklaşımı Hymer üç nedene bağlamaktadır. Bunlar (Akçaoğlu 2005: 16):

- Firmanın sahip olduğu avantajı fiyatlandırmanın güçlüğü,
- Doğrudan dış yatırım yapmanın bir lisans anlaşmasının hazırlanmasından ve yönetiminden kaynaklanan maliyetleri bertaraf etmesi,
- Oligopolistik gücün satışının mümkün olmamasıdır.



## BÖLÜM II

### TÜRKİYE’NİN KREDİ TEMERRÜT SWAP PRİMİ İLE TÜRKİYE’YE YAPILAN YABANCI YATIRIMLARIN GÖRÜNÜMÜ

Bu bölümde Türkiye’nin kredi temerrüt swap primi ile yabancı yatırımlara ilişkin göstergelere yer verilerek daha önceki bölümlerde anlatılan teorik konuların daha anlaşılır kılınmasına çalışılacak ve ampirik analizin yapıldığı bölüme kaynak teşkil edilmiş olacaktır.

#### 2.1. Türkiye’nin CDS Primi, Kredi Notları ve İlişkili Göstergeler

Türkiye’nin CDS primindeki değişmelerin tek başına ele alınması çalışmanın bütünlüğü açısından yeterli olmayacağı kanaatiyle daha önceki bölümlerde anlatıldığı üzere CDS priminin ülke notlarıyla ilişkisine bakmak yararlı olacaktır. Öte yandan Türkiye’nin CDS primi ile alakalı diğer göstergelere yer verilmesi de konuların birbirini tamamlaması bakımından önem arz etmektedir.

##### 2.1.1. Türkiye’nin CDS Primi ve Kredi Notları

Daha önceki bölümlerde anlatıldığı üzere ülkelerin kredi notları ile CDS primleri arasında ters yönlü bir ilişki vardır. Dolayısıyla genel eğilimde olduğu gibi Türkiye’nin kredi notundaki bir düşüşün CDS priminde yükseliş sonucu doğurması beklenir. Tablo 2.1’de Türkiye’nin kredi notları ve CDS primi arasındaki ilişki gösterilmiştir.

Tabloda yer alan  $t$ , kredi olayının gerçekleştiği tarih;  $t-1$  kredi olayının gerçekleştiği tarihin bir gün öncesi ve  $t+1$  de kredi olayının gerçekleştiği tarihin sonrasındaki ilk iş gününü ifade etmektedir. Örneğin 23.09.2016 tarihinde Moody’s Türkiye’nin notunu yatırım yapılabilir seviyenin altına indirmiş ve Türkiye’nin CDS primi 242,45 olarak gerçekleşmiştir. Notun açıklanmasından bir gün önce ise yani  $t-1$ ’de CDS primi 239,94,  $t+1$ ’de ise 273 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 2.1: Türkiye'nin Kredi Notları ve CDS primi

TARİH	Kredi Derecelendirme Kuruluşu			OLAY	t-1	t	t+1
	FITCH	MOODYS	S&P				
18.03.2017	BB+	Ba1	BB	Moody's, Türkiye'nin kredi notunu Ba1 seviyesinde tuttu	223,24	232,49	232,95
27.01.2017	BB+	Ba1	BB	Fitch, Türkiye'nin notunu yatırım yapılabilir seviyenin altına indirdi.	273,5	272,5	266
23.09.2016	BBB-	Ba1	BB	Moody's Türkiye'nin notunu yatırım yapılabilir seviyenin altına indirdi	239,94	242,45	273
20.07.2016	BBB-	Baa3	BB	S&P Türkiye'nin notunu BB'ye indirdi	277	276	280
16.05.2013	BBB-	Baa3	BB+	Moody's Türkiye'nin notunu yatırım yapılabilir seviyeye yükseltti.	118	120	113
27.03.2013	BBB-	Ba1	BB+	S&P Türkiye'nin notunu BB+'ya yükseltti	140	143	144
05.11.2012	BBB-	Ba1	BB	Fitch Türkiye'nin notunu yatırım yapılabilir seviyeye yükseltti.	163	157	149
20.06.2012	BB+	Ba1	BB	Moody's Türkiye'nin notunu Ba1'e yükseltti	232	236	237
19.02.2012	BB+	Ba2	BB	S&P Türkiye'nin notunu BB'ye yükseltti	254	-	248
08.01.2010	BB+	Ba2	BB-	Moody's Türkiye'nin notunu Ba2'ye yükseltti	169	168	162
03.12.2009	BB+	Ba3	BB-	Fitch Türkiye'nin notunu 2 not birden arttırarak BB+'ya yükseltti	191	185	183

**Kaynak:** <http://www.bloomberght.com/haberler/haber/1922415-turkiyenin-kredi-notu-karnesi> Erişim Tarihi: 17.04.2017 [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com) ve <https://tr.tradingeconomics.com/turkey/rating> Erişim Tarihi: 06.07.2017 Veriler ilgili kaynaklardan alınarak derlenip geliştirilmiştir.

Görüldüğü üzere CDS priminin kredi notuna tepkisi genel olarak ters yönlü bir şekilde olmaktadır. Tabloya bakıldığında bu ilişkinin istisnalar dışında bu şekilde olduğu görülecektir.

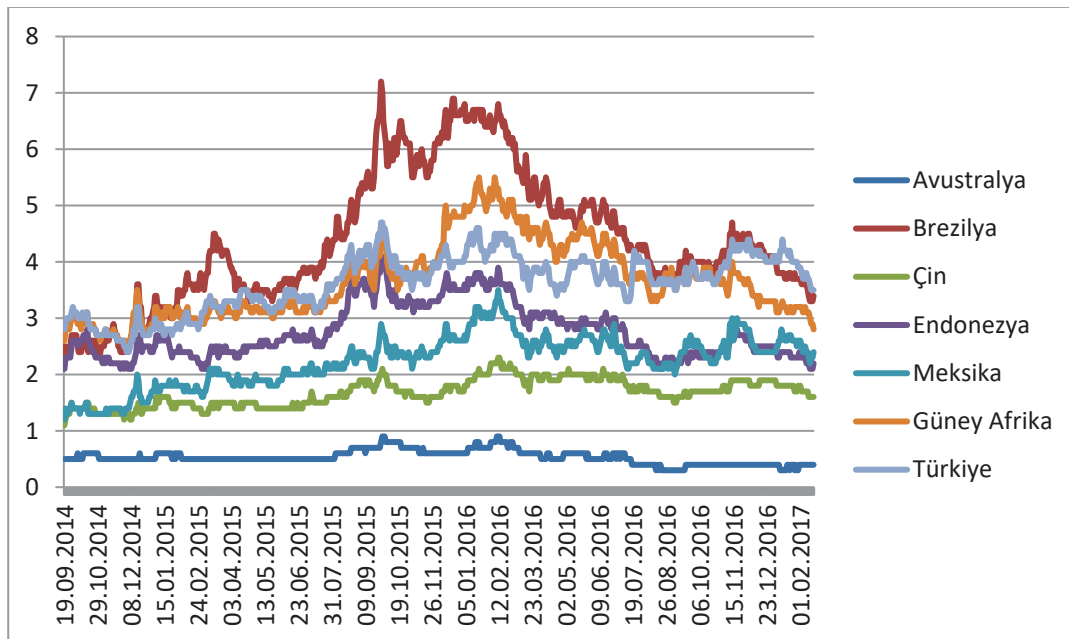
### 2.1.2. CDS Primi İle İlgili Göstergeler

Türkiye'nin CDS priminin değişimi ampirik analizin yapıldığı üçüncü bölümde gösterildiğinden burada ayrıca yer verilmeyecek, ancak CDS primi ile ilgili olan dış borç stoku, tahviller, kur sepeti, faiz göstergeleri gibi veriler ele alınacaktır.

### 2.1.2.1. Türkiye'nin CDS Priminin Diğer Ülke CDS Primleriyle Karşılaştırılması

Türkiye'nin CDS primindeki değişimin daha iyi anlaşılması için diğer ülkelerle karşılaştırma yapmak yararlı olacaktır. Grafik 2.1'de farklı tarihlerde Türkiye'nin CDS priminin görünümü Avustralya, Çin, Endonezya, Brezilya, Güney Afrika ve Meksika gibi seçilmiş ülkelerin CDS primleriyle karşılaştırılmıştır. Söz konusu grafiğe göre ülkelerin 2014-2017 dönemi CDS prim düzeyleri genel olarak farklı olmakla birlikte CDS primindeki değişimin yönü genel olarak benzerdir.

**Grafik 2.1: Türkiye ve Seçilmiş Ülkelerin CDS Primlerinin Görünümü (19.09.2014-29.12.2016)**



**Kaynak:** [http://dbresearch.com/servlet/reweb2.ReWEB?rwnode=DBR\\_INTERNET\\_EN-PRODSEM&rwobj=CDS.calias&rwsite=DBR\\_INTERNET\\_EN-PROD](http://dbresearch.com/servlet/reweb2.ReWEB?rwnode=DBR_INTERNET_EN-PRODSEM&rwobj=CDS.calias&rwsite=DBR_INTERNET_EN-PROD) Erişim Tarihi: 03.04.2017

Grafikten de görüleceği üzere 18.09.2015-10.11.2015 tarihleri arasında her bir ülkenin CDS primi için bir dip noktası, 31.12.2015-22.02.2016 tarihleri arasında da bir düşüş eğiliminin başlangıç noktası söz konusudur.

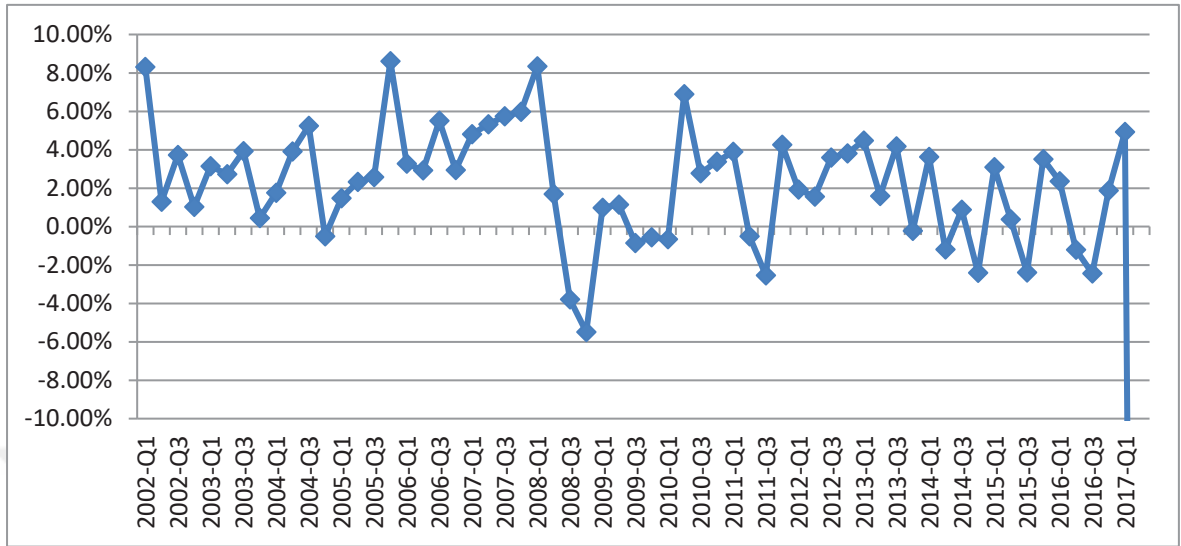
### 2.1.2.2. Dış Borç Stoku

Bilindiği üzere dış borç stoku ülkenin dış ülkelere karşı yükümlülüklerini ifade eden önemli bir göstergedir. Bu yükümlülüklerdeki artış veya azalışlar ülkenin bu



yükümlülüklerini yerine getirip getiremeyeceği hususunda bir fikir verir. Grafik 2.2’de Türkiye’nin dış borç stokundaki yüzde değişim görülmektedir.

**Grafik2.2: Türkiye’nin Brüt Dış Borç Stoğundaki Değişim (%) 2002-2017Q1**



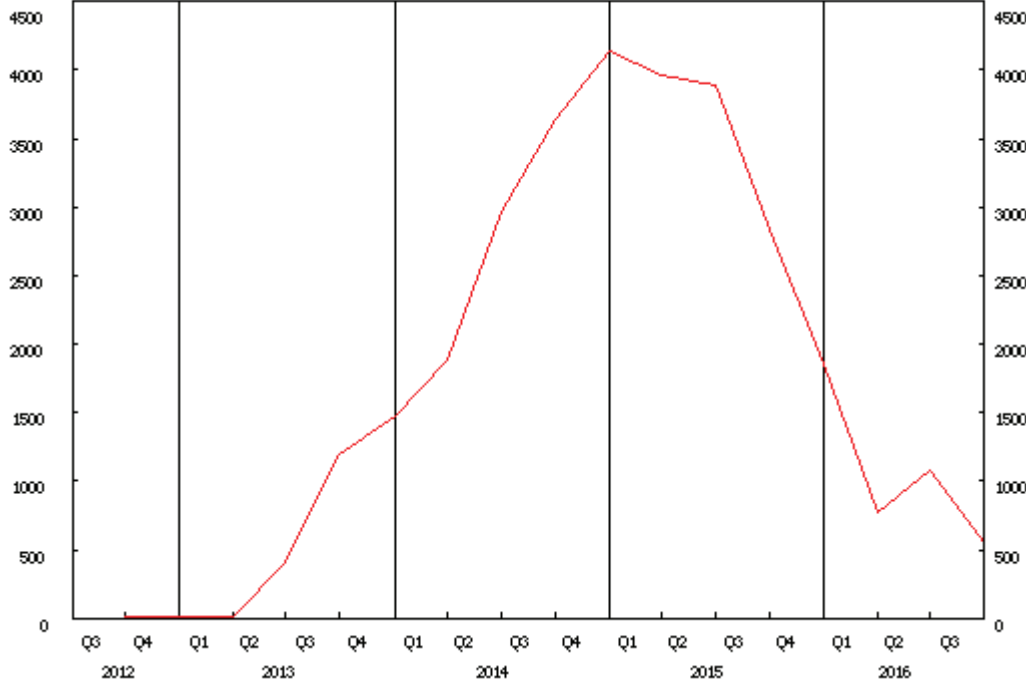
**Kaynak:** <https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?evds/serieMarket> Erişim Tarihi: 20.10.2017

2002-2017 döneminde dış borç stoğunun artış yönünde en fazla değişim gösterdiği 2004-2008 dönemi olduğu görülmektedir. Aynı grafikte 2008 yılından 2009 yılının birinci çeyreğinde azalış yönünde değişimin en fazla olduğu görülmektedir. 2013 yılından 2017 yılı ilk çeyreğine kadar değişimlerin gerek azalış gerekse artış yönünde benzer oranlarda olduğunu söyleyebiliriz.

Ülkelerin dış yükümlülükleri ile ilgili olarak bir diğer önemli gösterge tahvillerdir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası verilerine göre Yurt dışına ihraç edilen tahvillerin tamamı uzun vadeli olup, ilk ihraç bilgilerine göre alacaklı sınıflaması ‘parasal kuruluşlardır’.

Grafik 2.3’de Türkiye’nin 2012(Q3)-2016(Q3) dönemi için çıkarmış olduğu tahvillere ilişkin bilgiler verilmiştir.

**Grafik 2.3: Türkiye'nin Çıkarılmış Olduğu Tahvillerin Dönemler İtibariyle Görünümü (2012Q3-2016Q3) (Milyon ABD Doları)**



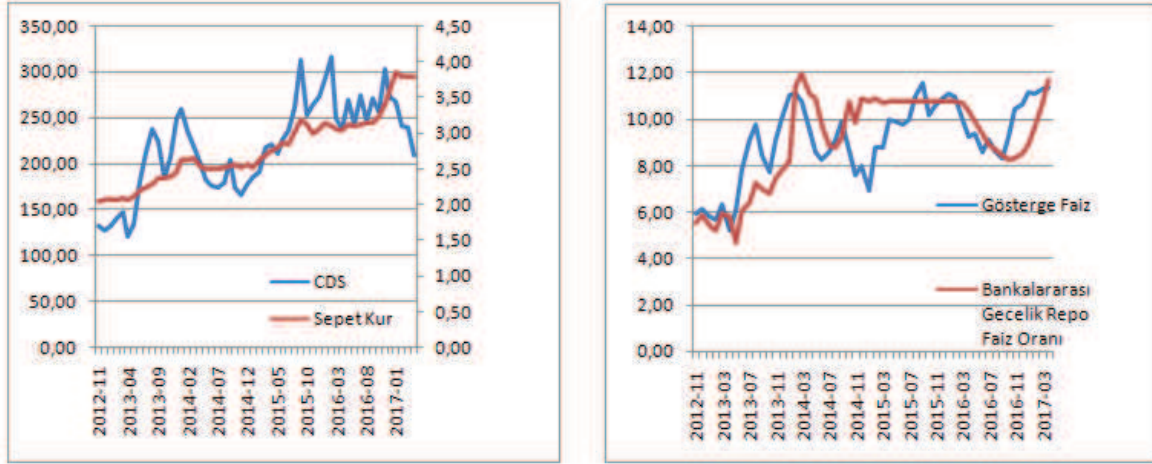
**Kaynak:** <http://evds.tcmb.gov.tr/aramatr.html?aranacak=tahvil&aranacakh=+%22tahvil%22+%22TAHVIL%22+%22tahvil%22+%22tahvil%22&dil=TR> Erişim Tarihi: 04.04.2017

Grafiğe göre 2012 yılı ve 2013 yılı birinci çeyreğinde 15 milyon dolar civarında olan tahviller bu dönemlerden 2014 yılı son çeyreğine kadar sürekli artış söz konusu olmuş ve tahvil tutarları 4 milyar doları aşmıştır. Daha sonraki dönemlerde çıkarılan tahvillerin tutarı genel olarak düşüş göstermiş ve 2016 yılı üçüncü çeyreğinde 547 milyon dolar düzeyinde gerçekleşmiştir<sup>14</sup>.

### 2.1.2.3. Kur Sepeti ve Faiz Göstergeleri

Ülke içi siyasi gelişmeler, ülkenin dış politikası ve ekonomi politikası özelindeki para politikaları vs. ülke paralarının bir yandan diğer ülke paraları karşındaki değerini bir yandan da ülkenin faiz göstergelerini etkilemektedir. Ayrıca bu göstergeler söz konusu ülkeye yatırım yapılıp yapılmayacağı yönündeki kararlar üzerinde de etkili olabilmekte, dolayısıyla ülke CDS primini etkilemesi olası bir durumu beraberinde getirmektedir.

<sup>14</sup>Çıkarılan tahvillerin uzun vadeli olduğu ve söz konusu dönem için kümülatif bir biçimde değerlendirilmesi gerektiği gözden kaçırılmamalıdır.

**Grafik2.4: Kur Sepeti ve CDS ile Faiz Gelişmeleri**

**Kaynak:** TCMB Finansal İstikrar Raporu Kasım 2016 s.14 <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/e6b95d5b-a810-464b-b9d9-55c71b95d57b/bolum1-23.pdf?MOD=AJPERES> Erişim Tarihi: 07.04.2017 <http://www.bloomberght.com/tahvil/gosterge-faiz> ve <https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?evds/serieMarket> Erişim Tarihi: 09.10.2017

Türkiye'nin CDS primi ve kur sepetindeki gelişmelerin karşılaştırıldığı grafik 2.4'te özellikle 2013 yılının 5. Ayından itibaren dalgalı da olsa CDS priminde yükseliş trendi göze çarpmaktadır. Bunun yanında söz konusu tarihten itibaren kur sepetinin de bir yükseliş eğiliminde olduğu görülmektedir.

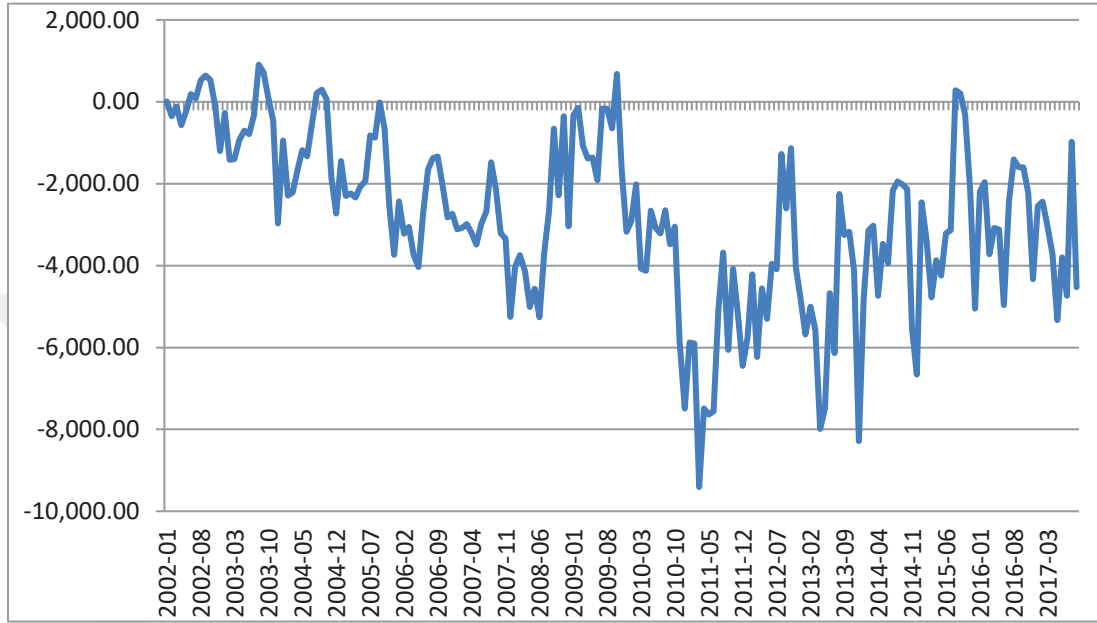
Aynı grafiğin ikinci kısmında “devlet iç borçlanma senedi” denilen DİBS ile bankalar arası gecelik repo faizlerine ilişkin gelişmeler gösterilmiştir. Bu iki faiz göstergesinin genel olarak benzer hareketler gösterdiğini söyleyebiliriz. Öte yandan bu iki göstergeyi CDS primi ile karşılaştırdığımızda CDS primindeki bir yükselişin (2011 yılının 5. ayı) hemen ardından (2011 yılının 11. ayı) bu iki göstergenin de yükselmeye başladığını görmekteyiz. Aynı şekilde 2013 yılının 5. ayında ve 2014 yılının 5. aylarında da faiz göstergelerinin CDS primine benzer hareketler içinde bir seyir izlediği görülecektir.

#### 2.1.2.4. Cari Açık

Cari denge ithalat-ihracat, hizmet alım-satım, dış yatırım gelir ve giderleri, ve cari transferlerden oluşması dolayısıyla ülkenin uluslararası ekonomik faaliyetlerinin temel göstergelerinden ve ödemeler bilançosunun ana kalemlerinden biri olması dolayısıyla dış yatırımcıların yatırım kararlarında dikkat edilen hususlardan biridir. Cari dengenin önemli ölçüde bozulması ve açık verilmesi kriz göstergelerinden biri olabilir ve bu da yatırımcı davranışlarını olumsuz etkileyebilir. Grafik 2.5'te Türkiye'nin 2004-2017 yılları arasındaki

cari açığı aylık dönemler halinde gösterilmiştir. Grafiğe baktığımızda cari açığın dalgalı bir seyir izlediğini görmekteyiz. Örneğin 2009 yılının son çeyreğinde cari işlemler fazlası söz konusu iken 2011 yılında neredeyse 10 milyar dolara yakın bir açığa yaklaşıldığı görülmektedir.

**Grafik 2.5: Cari Açık 2002-2017 Q1 (Aylık, Milyon ABD Doları)**



**Kaynak:** <https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?evds/serieMarket> Erişim Tarihi: 24.10.2017

CDS primi ile bir karşılaştırma yapmak gerekirse 2011 yılından itibaren cari açıkla birlikte CDS priminin (bkz önceki grafik) de yükselmeye başladığı, 2015 yılında nispeten düştüğünü ve 2015'ten 2017 yılının ilk çeyreğine kadar olan döneme gelinceye kadar inişli çıkışlı bir seyir izlediğini söyleyebiliriz.

## 2.2. Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları

Türkiye için yabancı sermaye yatırımlarının gelişimini daha geniş bir bakış açısıyla görebilmek için yabancı sermaye yatırımlarıyla ilk kez tanışılan Cumhuriyet öncesi döneme de bakmak yararlı olacaktır. Bu bağlamda Türkiye'de yabancı sermaye yatırımları dönem açısından Cumhuriyet öncesi dönem ve Cumhuriyet dönemi olmak üzere iki ana döneme ayrılabilir.

### 2.2.1. Cumhuriyet Dönemi Öncesi Yabancı Sermaye Yatırımları

Türkiye'nin bugünkü sınırları göz önüne alındığında yabancı yatırımlarla tanışması, cumhuriyet öncesi dönem için 19. yüzyıla dayanmaktadır (Pamuk 2014: 9). Nitekim küreselleşme çağı olarak tanımlanan bu yüzyıl, Avrupa kapitalizminin çevre ülkelerle dış ticaret ilişkilerinin yanında sermaye ihracının da söz konusu olduğu bir yüzyıl olmuştur. Bu sermaye ihracının önemli bir bölümü borç niteliğindedir. Nitekim bu dönemde Avrupa ülkelerinden, içinde Osmanlı Devleti'nin de olduğu ülkelere ihraç edilen sermayenin yüzde 40 'ı borç niteliğindedir. Bunun yanında demiryolları, limanlar gibi reel yatırımlar da yapılmıştır. Buna karşın tarım ve sanayi alanlarında üretime yönelik olarak yapılan yabancı yatırımlar Birinci Dünya Savaşı'na kadar sınırlı kalmıştır (Pamuk 2014: 85).

Yabancı sermayeyle ilgili olarak en önemli dönüm noktaları 1850'lerden itibaren demiryolları yapımıyla ilgili olarak yabancılara verilen imtiyazlar, 1856 yıllarında Islahat Fermanıyla yabancı sermaye yatırımlarına, 1867 yılında da yabancılara toprak alımına izin verilmesidir (Pamuk 2014: 96).

19. yüzyılda Avrupalı yabancı sermaye finansal sermaye yatırımları yapmak istemiş ve The Ottoman Bank (1853), The British and Oriental Bank of Constantinople (1855) ve The Imperial Bank (1856)' ı belli ayrıcalıklar karşılığında kurmak istemişlerdir. Fakat bu talepler Bank-ı Osmani dışında reddedilmiştir (Topraktan aktaran Çavdar 2003: 64). İlk kurulduğunda İngiliz sermayesiyle kurulan banka daha sonra Fransız (1863) ve Avusturya sermayesinin katılımıyla sermaye sahipleri yönünde çeşitlenmiştir (Çavdar 2003: 64-65).

1861 yılında Osmanlı Hükümeti'nin başına Fuat Paşa getirilmiş ve 1862'de Osmanlı Bankası (Ottoman Bank) ve Deveau&Co. temsilcileri ile 8 milyon sterlinlik bir istikraz anlaşması imzalanmıştır. Osmanlı Devleti ilk dış istikrazını 1850'lerde yapmış olup bu tahvilleri çoğunlukla İngiltere ve Fransız vatandaşları almıştır. Bu anlaşma Osmanlı Bankası ile Osmanlı hükümetini birbirine yakınlaştırmıştır. Bu yakınlaşmada 1856 yılından beri yerli sermayedarların yanında yabancı sermayedarlarla devlet bankası imtiyazı için yapılan pazarlıkların payı büyüktür (Şahin 2001: 55-84; Somçağ 2001: 153-157).

İttihat ve Terakki tarafından 1911 yılında kapitülasyonların kaldırılmasıyla para basma imtiyazı yabancılara ait olan Osmanlı Bankası'ndan alınarak devletçe daha serbest bir biçimde para basılmasını sağlamıştır. Vergiyle ilgili olarak ad valorem vergiden

vazgeçilerek yeni spesifik tarife yürürlüğe sokulmuştur. Bu değişiklik yerli sanayii ve tarımı teşvik etme amacı taşıyordu. Bu uygulamalar yabancı sermayeyi bir bakıma ülkeden çıkarmaya yönelik adımlardı. Nitekim aynı dönemde imtiyazlı yabancı şirketlerde çok sayıda Türk personel çalıştırması, imtiyazlı yabancı şirketlerde bütün defterlerini ve yazışmalarını Türkçe yapması, hatta yabancı firmaların tabelalarını yabancı dilde değil Türkçe yapmaları zorunluluğu getirilmişti. Bütün bu çabalar yabancı sermayeden çok yerli sermaye yaratmaya yönelikti (Avcıoğlu 2001:264). Kapitülasyonların kaldırılması sonucunda yabancı sermayeye yönelik yapılan bu uygulamalar Sevr Anlaşması'ndan sonra yerini Türkiye'nin aleyhine daha ağır koşullara bırakmıştır.

Yabancı sermayeli Osmanlı Bankası bünyesinde 1913 yılında İstanbul Sular idaresi, Tütün Rejisi, Ereğli Madenleri, Beyrut Limanı, Selanik-İstanbul Hattı, Bağdat Demiryolu v.d. gibi çok sayıda şirket bulunmaktaydı (Thobie' den aktaran Çavdar 2003: 65). Bununla birlikte Osmanlı döneminde yabancı yatırımların değeri hakkında kesin rakamlara ulaşmak oldukça güç olmakla birlikte, 1913 yılında İngiliz yatırımlarının 24milyon sterlin, 1914'te Fransız yatırımlarının ise 3,3 milyar franga ulaştığı belirtilmektedir (Karluk 2003: 545).

Osmanlı'nın sonuna doğru yabancı iktisadi üniteleri ulusallaştırılmasına yönelik adımlar atılmaya başlanmıştır. Batı Anadolu'daki yabancı ticaret ve tarım merkezleri Kurtuluş Savaşı sonrası kapanmış ve sahiplerinin çoğu ülkeyi terk etmişti. Buna karşın yabancı şirket sahipliği yaygın durumdaydı. Her ne kadar 1924 yılında Ergani Bakır İşletmeleri, 1925 yılında Fransız Tütün Rejisi ve bazı madenler yabancılardan satın alındıysa da yabancıların elindeki birçok belediye hizmet anlaşması uzatılmakta hatta bazı yabancı şirketlere yeni ayrıcalıklar tanınmaktaydı (Yenal 2003: 57).

## **2.2.2. Cumhuriyet Dönemi Yabancı Sermaye Yatırımları**

Cumhuriyet dönemi yabancı sermaye yatırımları Türkiye'nin finansal serbestleşme öncesi ve sonrası bağlamında ele alınabilir. Bu anlamda Cumhuriyet dönemini 1980 öncesi ve 1980 sonrası olarak iki alt başlıkta inceleyebiliriz.

### **2.2.2.1. 1980 Öncesi Dönemde Yabancı Sermaye Yatırımları**

Cumhuriyetin ilk yıllarında kapitüler ayrıcalıklar istememeleri ve siyasi bağımsızlığa saygı göstermesi kaydıyla yabancı sermayenin ülke ekonomisine olumlu katkılar yapacağı görüşü hakimdi (Boratav 2006: 52). Bu dönemde Sanayi Teşvik Kanunu'ndan yabancısermayeli şirketlerin de yararlandığı bir dönem olmuştur. 1929

bunalımından sonralararası yatırımlarda meydana gelen düşüşlerden Türkiye de olumsuz etkilenmiş veyatırımlar neredeyse durma noktasına gelmiştir. 1929 buhranının ardından sermayegiriş ve çıkışlarının izne tabii olması, Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu'nun çıkarılması, döviz kontrolü uygulaması ülkeye yabancı sermaye girişlerini iyice zorlayanetkenler arasında olmuştur (Dumludağ 2006: 7).

1900'lü yılların ilk yirmi yılında yabancı sermayenin kalkınmaya katkısı kimi yazarlarca şüpheli görünmektedir. Nitekim 1914-1915 bütçesinde, yatırımlara karşılık olarak devlet gelirlerinin gösterilmesi yüzünden borçlar yükselerek bütçenin %34'üne tekabül etmiştir (Avcıoğlu 2001: 165).

Cumhuriyetin ilk yıllarında yabancı sermayeye karşı bir hoşgörünün varlığı söz konusudur. Nitekim meclis ikinci başkanı Celalettin Arif Bey'in nüfusunu kullanarak İtalyan Terni Şirketi'ne Ereğli'de bir madenin imtiyazını verme çabası, hariciye vekili Bekir Sami'nin 1921 Mart'ında Fransızlarla yaptığı; maden ve demiryolları işletmeleri ile ilgili olarak ayrıcalıklar tanınması içeren anlaşmalar yapması, Refet (Bele) Paşa'nın 1921 Kasım'ında İngiliz general Harrington'a İngiliz siyasi desteğine karşılık İngiliz sermayesine kolaylık sağlanacağına ilişkin örnekler her ne kadar bir ayrıcalıklar gerçekleşmese de devlet adamlarının bakış açıları göstermesi açısından önemlidir (Boratav 2006: 52-53).

Lozan Barış Antlaşması'ndan (24 Temmuz 1923) sonra yabancı sermaye yatırımlarının çok küçük bir bölümü sanayiye yönelmiş, yarısından çoğu demiryollarına önemli bir kısmı da devlete verilen avans ve devlet istikrazlarına aracılık gibi faaliyetleri gerçekleştiren bankacılığa gitmiştir (Avcıoğlu 2001: 165).

1920-1930 yılları arasında kurulan 201 Türk Anonim şirketinden 66 sında yabancı sermayenin payı bulunmakta; aynı dönemde ülkedeki tüm anonim şirketlerin ödenmiş sermayesi 73 milyon iken bunun yüzde 43'ünün yabancı sermayeli olduğu bilinmektedir (Ökçün'den aktaran Boratav 2006: 57; Boratav 2009: 42).

1920'ler boyunca kısa vadeli sermaye girişleri ve yabancı sermaye yatırımları dış açıkların finansmanında kullanılmıştır. Kısa vadeli sermaye girişleriyle aracılığıyla banka kredileri genişlemiş, ülke dışındaki ticari banka faiz oranları yerli banka faizlerine göre daha düşük olması nedeniyle ithalat-ihracat kesiminin bundan yararlanmasını sağlayarak söz konusu dış açıklar finanse edilmiştir. Bunun yanında kısa vadeli yabancı banka finansmanı, ekonomide parasal dengeyi bozabilecek bir borç birikimine de neden olmuştur.



Bundaki etkenlerden biri kur garanti bulunmadığı için TL'nin yabancı paralar karşısında değeri düştüğünde, TL üzerinden olan ticari borçların büyümesidir. Bu dönemde TL'nin dış değerindeki düşüş beklentisi, ülkeden sermaye kaçışının ve spekülasyon kazançlarının kaynağı olmuştur. 1920'lerin başından itibaren, Türkiye'ye uzun vadeli özel yatırım sermayesi girmeye devam etmiştir. Bu sermayenin döviz olarak girmesi; kredi hacmiyle yatırım hacmini genişletmiş ve döviz arzını bollaştırmıştır. Böylece uzun vadeli yabancı yatırımlar sayesinde parasal dengenin sürdürülmesine olanak tanımıştır (Kazgan 2013: 47-48).

1930'larda yabancı sermaye yatırımları iki dünya savaşı arası olması nedeniyle düşük kalmış ve üretim artışlarının büyük bir bölümü korumacı politikalarla desteklenen küçük ve orta ölçekli işletmelerden kaynaklanmıştır (Pamuk 2014: 216). Bununla birlikte bu yıllarda yabancı sermayenin niteliğinde bir değişim olduğu görülmektedir. Cumhuriyet'in ilk yıllarında uygulanmaya başlanan *millileştirme* uygulamaları sonucu 1929 yılında 114 olan yabancı şirket sayısı 1933'te 71'e inmiş ve 1939'da tekrar 90'a yükselmiştir. Bununla birlikte yabancı sermayenin üretim faaliyetleri 1924-1939 döneminde sanayi lehine değişmiştir. Bu dönemde yabancı sermayenin ekonomideki payı azalma yönünde değişmiştir. Bununla birlikte ekonomide sanayinin karlı hale gelmesini sağlayan koşullar yabancı şirketlerin bu alana yönelmesi sonucunu doğurmuştur (Kazgan 2013: 73).

Yabancı sermayeye karşı alınan sert tutum 1937 yılına kadar sürmüştür. Celal Bayar bu konuda ser tutum takınan kişilerden biridir. Hatta 1933 yılında başka ülkelerde çalışma olanağı bulamayan bazı yabancı sermayedarların Türkiye'de pamuklu sanayisinde yatırım yapmak isteyenlerin yurda girişlerinin engellenmesi sağlayacak mevzuatın çıkarılması gerektiğini söylemiştir (Bayar 'dan aktaran Boratav 2006: 227).

22.05.1947 tarihli kararnameyle Maliye Bakanlığı yabancı sermayenin transferiyle ilgili kararlarda yetkili kılındı. 1950 seçimleri sonucunda hükümet olan Demokrat Parti 1951 yılında 5821 sayılı Yabancı Sermaye Kanunu çıkarttı. Ancak 5821 sayılı kanunun yabancı sermayeye tarım ve ticaret alanında faaliyet göstermeye izin vermemesi ve kar transferiyle ilgili hususlarda bir takım sınırlılıklar getirmesi dolayısıyla yetersiz görülmüştür (Kazgan 2013: 90-91). Türkiye'de hiçbir dönem tam anlamıyla yabancı sermaye karşıtı politikalar izlenmemiş olmasına karşın 1954 yılına kadar da gerçek anlamda yabancı sermayeyi teşvik edecek politikalar da uygulanmamıştır. Ancak bu



tarihte, çokuluslu girişimlere kolaylık sağlamaya yönelik olarak 1954 tarih ve 6224 sayılı özel yabancı sermayeyi teşvik yasası çıkartılmıştır (Kula 2006: 185).

Demokrat Parti zamanında çıkarılan “Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu” ile ülkeye yabancı sermaye girişi hızlandı. Bu dönemde faaliyetleri arasında gıda, ilaç, kimya, madeni eşya, tarım makineleri, inşaat malzemeleri gibi üretim alanlarıyla ilgili olarak gelen yabancı firma sayısı 23 olup dönem sonundaki yabancı sermaye girişinin tutarı 104 milyon dolar olmuştur (Tokgöz 2004: 155).

İkinci Dünya Savaşı sonrasında biriken servetlerin üretken sermayeye dönüşmesinde dış yardımlarla birlikte yabancı sermaye ortaklığı da olanak tanımıştır. Bunda savaş dönemindeki enflasyon ve darlıkların neden olduğu spekülasyonun tüccar sınıfının elinde servet birikimi yaratmış olmasına karşın teknoloji, üretim, örgütlenme ve pazarlama bilgisinin ülkede henüz gelişmemiş olmasının ve bir sanayici-girişimci sınıfının henüz gelişmemesinin etkili olduğu söylenebilir (Kazgan 2013: 86).

1957 yılında yapılan bir değişiklikle yabancı sermayeye petrol rafinerisi kurma hakkı tanınmakla kalmayıp bir dönem bu yabancı petrol şirketlerinin kar transferlerine kur garantisi verildi. Ayrıca bu dönemde Turizmi Teşvik Kanunu ile yabancıların köylerde gayrimenkul sahibi olmasının önü açılıp, Yabancı Sermayeyi Teşvik Komitesi kararına bağlı olarak serbest hale geldi. 1950-1959 yılları arasında Türkiye’ye gelen yabancı sermayenin çoğunluğu makine, teçhizat, lisans v.s. biçiminde bu tip dolaysız yabancı yatırımların tutarı 77 milyon dolar ile sınırlıydı (Kazgan 2013: 91-94).

Bu dönemde uluslararası sermaye akımlarına yönelik birçok engelin uygulanması özellikle kısa vadeli sermaye ve portföy yatırımlarının hareketliliğini sınırlıyordu. Bu sınırlama dolayısıyla, cari işlemler açığının giderilmesi için gerekli olan yabancı sermaye uluslararası kuruluşlar ve gelişmiş ülke hükümetleri kanalıyla kalkınma kredisi şeklinde ülkeye çekiliyordu. Söz konusu kalkınma kredileri ve diğer ekonomik hususlarla ilgili olarak 12 Temmuz 1962 yılında Türkiye’ye Yardım Konsorsiyumu oluşturulmuştur (Seyidoğlu 2006: 151-160).

1970’lerden sonra yatırımların bir bölümü ve cari açıklar dış borçlarla finanse edilmeye başlandı bunun sonucunda ekonomi giderek yabancı sermaye girişlerine ve özellikle kısa vadeli yabancı sermaye girişlerine bağımlı hale geldi. Bu kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerindeki dalgalanmalar ekonomide sık sık iniş çıkışlara neden oldu (Pamuk 2014: 343).

### 2.2.2.2. 1980 Sonrası Dönemde Yabancı Sermaye Yatırımları

24 Ocak 1980 tarihinde alınan bir kararla, 6224 sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu'na göre gelecek yabancı sermayenin iştirak izinleri belirlendi. Buna göre sabit yatırım tutarı 2-5 milyon dolar arasında olmak, yabancı sermaye iştirak oranının % 10'dan az % 49'dan fazla olmaması ve iştirak tutarının en az 1 milyon dolar olması kaydıyla hemen her alanda yabancı sermaye yatırımına izin verilmiştir. Buna ek olarak İslam Kalkınma Bankası, International Finance Corporation vb. uluslararası kuruluşlar ile petrol ihraç eden ortadoğu ülkeleri için bu şartlar dahi aranmamıştır (Arın 2013: 17). Ayrıca yabancı sermayenin iştirak alanları büyük ölçüde genişletilmiş, yatırım yapılacak bazı alanlarda ihracat yapma yükümlülüğü ön koşul olarak belirlenmiştir. Daha sonra 30 Mayıs'ta çıkarılan bir kararname ile yabancı sermaye yatırımlarına ilişkin olarak belirlenen alt sınırlar kaldırılarak, yabancı sermayenin iştirak edebileceği yatırım sahaları yabancı sermaye dairesince uygun görülecek sahaları kapsayacak şekilde genişletilmiştir (Sönmez 1985: 68).

1980 sonrasında yabancı sermaye girişleriyle ilgili bürokratik işlemlerde yavaşlık ve dağınıklık giderilerek Bakanlar Kurulu'na bağımlılık gerektirecek işlemlerde yumuşatılma yoluna gidilmiştir. Bu vesileyle muhatap alınacak tek bir merciin oluşturulmasıyla yabancı yatırımcıların işleri kolaylaştırılmıştır. Yine bu dönemde belli bir düzeyin üstündeki projeler ile bankalarla ilgili işlemler dışındaki yabancı sermaye yatırımlarıyla ilgili işlemlerin yürütülmesi Devlet Planlama Teşkilatı bünyesindeki Yabancı Sermaye Başkanlığı'na bırakılmıştır (Uras 1993: 133).

6224 sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Yasası, diğer ülkelerin benzer yasalarıyla karşılaştırıldığında fazlasıyla özendirici olmasına karşın 1980 sonrasında yetersiz görüldü. Bu itibarla yabancı sermayenin özendirilmesine yönelik bazı adımlar atıldı. Bunlardan birincisi yabancı sermayenin çalışma alanlarının genişletilerek özellikle tarım, madencilik ve bazı hizmet alt kesimleriyle ilgili olarak yabancı özel sermayenin girişinin kolaylaştırılmasıydı. Bu adımlardan ikincisi toplamı 500 milyon doları aşan garantisiz ticari borçların yabancı sermaye yatırımına dönüştürülmesine olanak tanınması oldu. Üçüncü olarak giriş çıkışlarda serbestleşmeye gidilerek ve bazı önlemler alınarak yabancı sermayeye güven verecek bir ortamın yaratılmış olmasıdır. Ve son olarak serbest bölgeler oluşturulmak suretiyle yabancı sermayenin yerli sınırlamaların dışında çalışmasına olanak tanındı. Bütün bu adımlarla birlikte bu dönemde siyasal anlamda sermaye taraftarı bir

tutum sergilenmesi, yabancı sermaye için ayrıca bir güven anlamı taşıyordu (Kepenek ve Yentürk 2003: 320; Uras 1993: 133-134).

Yabancı özel sermayenin nitelikleriyle ilgili önemli bir husus daha önce teorik bölümde ifade edildiği üzere yabancı özel sermayenin ilkesel olarak belli bir miktar yerli sermaye ile ortaklık kurmasıdır. 1980 öncesinde yabancı özel sermaye yerli özel sermayeyle ortaklık kuruyor ancak güvence sağlama amacına yönelik olarak kamu sermayesinin de bu ortaklık sürecine katılmasını istiyordu. 1980 sonrası dönemde bu ilişki özel yerli sermaye ve yabancı ortaklığı biçiminde sürdürülmüştür (Kepenek ve Yentürk 2003: 323). Bu dönemde yabancı sermayeye açılan alanlar bankacılık, turizm, petrol arama, tarım, madencilik, gıda, örme, konfeksiyon, mobilya, kimya, demirçelik, demir dışı metaller, taşıt araçları, madeni eşya, ölçü, kontrol ve optik alet ve teçhizat, takım tezgahları, su, gaz, tribünleri, sanayi makineleri, iş makineleri, elektrik makineleri ve elektronik sanayidir. Söz konusu alanlarda TÜMOSAN, TUSAŞ, TEKSAN, TEMSAN, TESTAŞ gibi kurumlarla işbirliği yapma şartı getirilmiştir. Bu vesileyle ülke gelişiminde büyük potansiyeli olan mal ve hizmet alanlarında faaliyet gösteren kamu işletmeleri yabancı sermayeye açılmıştır. Bu dönemde yabancı sermaye dairesi kurulmuştur (Arın 2013: 18).

1980’li yıllarda yabancı sermaye girişlerinin düşük olmasının temel nedenleri faizlerin yüksekliği, siyasal ve kurumsal istikrarın sağlanamaması, yeni politikaların kalıcı ve istikrarlı olacağı doğrultusunda yabancı yatırımcılara güvence verilememesidir (Pamuk 2014: 270).

1980 sonrası süreçte yüksek enflasyon varlığı ve TL’nin diğer dövizler karşısındaki değer kaybı nedeniyle kısa vadeli sermaye girişlerinin spekülasyon amaçlarıyla gerçekleşmesine zemin oluşturmuştur<sup>15</sup> (Oyan 1998: 14). Öte yandan bu dönemde dış kaynak kullanımıyla ilgili olarak uluslararası koşulların tümüyle değişmesi IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası finansal sistemin iki kuruluşu gelişmekte olan ülkeler için Kalkınma İktisadına dayalı anlayışı terk etmiş ve bunun yerine neo-klasik iktisada dayalı politikalar tercih edilmiştir. Bu anlayış değişikliği ile devletten devlete yardımlar son bulmuş ve ülkelerin dış kaynak ihtiyacının giderilmesi için mali piyasaların yolu gösterilmiştir. Mali piyasalar yoluyla kaynak sağlanması ise uyulmak zorunda olunan

<sup>15</sup>1989-1993 arası dönemde enflasyon ortalaması yüzde 66.4, TL’nin dövizler karşısındaki yıllık ortalama kaybı yüzde 50.4 düzeyindedir.

piyasa kurallarıyla mümkün ola gelmiştir ki bu durum mali sektörde yapısal uyum şartlarını dayatmıştır. Yapısal uyumun en önemli şartlarından biri mali sistemin liberalize edilmesi olmuştur. Bu bağlamda Türkiye’de 1986’dan itibaren kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri, bir başka ifadeyle spekülasyon sermaye ülke ekonomisinin dış dengesinin, dış ticaretin ve yatırımların finansmanında belirleyici olmuştur (Ekzen 2006: 177-190).Sözü edilen liberalizasyon sonucunda yabancı şirketlerin menkul kıymetlerini Türkiye’de pazarlayabilmeleri, Türkiye’de yerleşik kişilerin yabancı menkul kıymetlerini satın alabilmeleri, Türk şirketlerinin yabancı borsalara çıkartmış oldukları menkul kıymetleri kote ettirerek kaynak bulmalarının önü açılmış oldu (Uras 1993: 38).

1989 Ağustos’unda çıkarılan 38 sayılı kararname ile kambiyo rejimi liberalleştirilerek, yabancı sermaye giriş çıkışları ve devletin dış borçlanması önündeki engeller kaldırılmıştır. Bu politikalar sıcak para hareketlerini canlandırmış ancak uzun vadeli dolaysız yabancı yatırımlar yine sınırlı kalmıştır (Pamuk 2014: 278-279). Bu bağlamda bu tarihlerde alınan kararlarla Türk Lirasının konvertibilitesi IMF tarafından onaylanmış ve yerli-yabancı sermaye hareketlerinin önündeki her türlü engel kaldırılmış oluyordu. Bu adımların hemen öncesinde devreye giren iki husus günümüz Türkiye’sinin diğer boyutların yanında yabancı sermaye boyutuyla da kapitalist dünyaya eklemlenmesini kolaylaştırması bakımından önemlidir. Bunlardan birincisi sermaye hareketliliğinin karlılığını garanti etmek amacıyla ülkenin *yapısal uyumu*, ikincisi ise uluslararası sermaye hareketlerinin risklerini düşürmek için *derecelendirme kuruluşları* tarafından izlenmek ve notlandırılmaktır ( Kazgan 2013: 192).

1980-2000 dönemi Türkiye ekonomisinin döviz kuru ve faiz oranlarında istikrarlı dengeyi sağlayamadığı bir dönem olmuştur. 1989 yılında hayata geçirilen 32 sayılı karar ile sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin kaldırılması kısa vadeli sıcak para ile spekülasyonun önü açılmıştır. Nitekim Türkiye’de sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinin başlangıcı 1989 yılında alınan 32 Sayılı Türk Parasının Kıymetini Koruma Kararı’dır. Bu karar ile 1981 yılında serbest faiz söylemi ile başlayan dönemin nihai adımı tamamlanmıştır (Ekzen 2006: 177-190). Bu dönemde yapılan düzenlemelerle Türkiye, kambiyo rejimi büyük ölçüde serbest olan ülkeler arasında yerini aldı (Uras 1993: 38).

Bu dönemin ilk on yılındaTürk bankalarının ve firmalarının yurt dışındaki finans kuruluşlarından serbest bir şekilde kaynak bulabilme olanakları, döviz hareketleri önündeki

sınırların kaldırılması, Türkiye'deki faiz oranları ile Türk Lirasının serbest piyasadaki değerinin gerçekçi değişiminde iç ve dış piyasalar arasında döviz hareketlerini kolaylaştırıcı istikamette gelişmesi sermaye hareketlerini hızlandırmıştır (Uras 1993: 38). Döviz hareketlerinin kolaylaştırılması ve spekülasyonun önünün açılması beraberinde Merkez Bankası'nın döviz ve faiz kurunu birbirinden bağımsız olarak kullanabilme olanağını ortadan kaldırmış ve ulusal finans piyasalarının kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerinin denetimi altına girmesine yol açmıştır (Yeldan 2001: 187-195).

1980 sonrası dönemde yabancı portföy yatırımları ile yabancıların devlet tahvili, hazine bonosu alım satımı, banka mevduatları ile ilgili kısa vadeli sermaye giriş çıkışları Türkiye'nin cari işlemler açıklarını önceden planlayabilme olanaklarını neredeyse ortadan kaldırarak cari işlemler açıklarının nitelik değiştirmesine de ayrıca neden olmuştur (Seyidoğlu 2006: 151-160).

1980 sonrasında yabancı özel sermayenin izin talepleri ve bunların gerçekleşme oranının yüksek olması, Türkiye'nin önceki dönemlerle mukayese edilemeyecek ölçüde yabancı sermaye çektiğini ve bir yabancı sermaye patlaması yaşandığını göstermesi açısından önemlidir (Kepenek ve Yentürk 2003: 322). 1990 sonrası yıllarda yabancı sermayeye yönelik özendirme politikaları kısa vadeli sermaye girişleri biçiminde olmuş, dolayısıyla ekonominin birikim önceliklerini kısa süreli ve yapay büyüme kazanımları üzerine kurmak tercih edilmiştir (Yeldan 2001: 187-195).

1990'lı yıllarda yabancı sermaye yatırımlarını olumsuz olarak etkileyen iki olay 1991 yılında başlayan Körfez Savaşı ve 1994'te yaşanan ekonomik kriz olmuştur. Her ne kadar 1980-2000 döneminde doğrudan yabancı sermaye yatırımları genel olarak artış eğilimi gösterse de en istikrarlı dönem 1986-1991 dönemi olmuştur (Kula 2006: 187).

Türkiye'nin yabancı yatırımların ülkeye çekilmesine yönelik attığı adımlarla ilgili olarak genel beklenti sanayi kesiminde yeni teknolojilerin kullanıldığı bir ortamı sağlamak ve katma değeri yüksek olan imalat sanayilerini geliştirmeye yönelik ortaklıklar kurmaktır. Ancak 1999-2001 krizi ve izleyen yıllarda bu beklenti gerçekleşmemiş finansal darboğaz içindeki firmaların yabancılar tarafından alınması ekonomide *yabancılaşmaya* yol açmıştır (Kazgan 2013: 275).

2000'den sonra makroekonomik istikrarın sağlanması, özleştirmeler ve AB ile üyelik görüşmelerinin başlaması doğrudan yabancı yatırımlara yönelik yabancı sermaye girişine yol açmıştır. Daha önceleri 2-3 milyar dolar düzeyinde olan doğrudan yabancı

sermaye yatırımları 2005 sonrası dönemde 10-15 milyar dolar düzeyine yükselmiştir. Fakat söz konusu olan bu yabancı sermaye yatırımları daha çok yerli şirketleri satın alma biçiminde gerçekleşmiş ve istihdamı arttırıcı etkisi çok sınırlı kalmıştır (Pamuk 2014: 289).

17 Haziran 2013 yürürlük tarihli 4875 sayılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu ile yabancı yatırımların gerçekleşmesi için gerekli olan izin ve onay sistemi kaldırılmış ve bunun yerine bilgilendirme sistemine geçilmiştir. Böylece yabancı yatırımlar önünde en büyük engel olarak görülen bürokratik işlemler önemli ölçüde azaltılmıştır (Lebe ve Başar 2008:183-199).

### **2.2.3. Türkiye’de Yapılan Yabancı Sermaye Yatırımlarına İlişkin Göstergeler**

Bu kısımda Türkiye’nin yabancı sermaye yatırımlarına ilişkin göstergeler tablolar ve grafikler yardımıyla açıklanmaya çalışılacaktır.

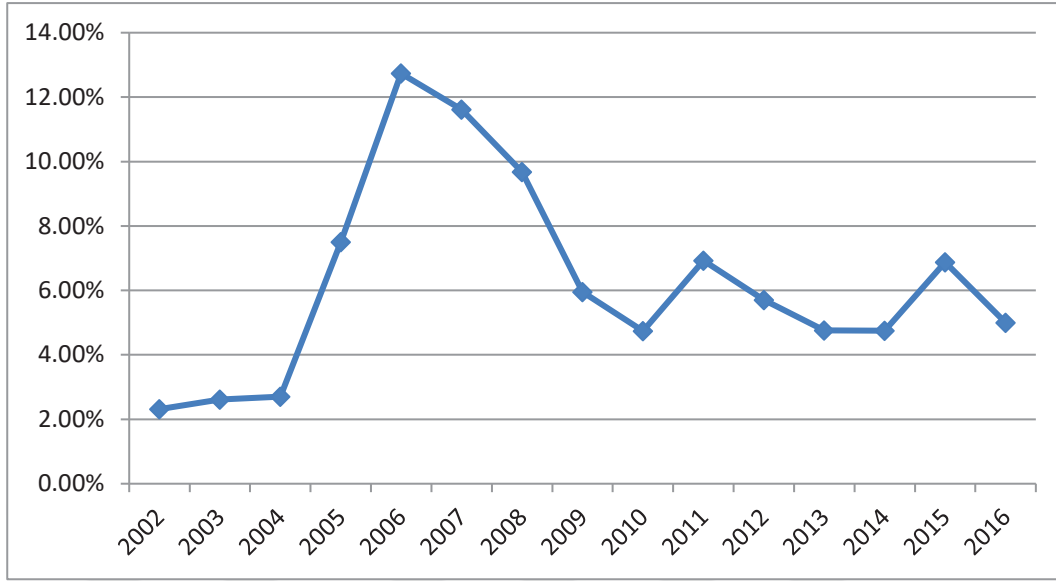
#### **2.2.3.1. Türkiye’de Doğrudan Yabancı Yatırım/Sabit Sermaye Oluşum Oranı**

Yabancı yatırımlar ülkelerin sermaye stokuna yapacakları katkı bakımından önemlidir. Genel olarak yeni yatırımlar biçiminde gelen yabancı sermaye ev sahibi ülkenin sabit sermaye stokunu arttırırken; satın alma veya ortak olma biçimindeki yabancı yatırımların ülkenin sabit sermaye stokuna yapacağı katkı nispeten sınırlıdır.

Grafik 2.6’da 2002-2016<sup>16</sup> yıllarını kapsayan dönem için Türkiye’de doğrudan yabancı yatırım/sabit sermaye oluşum oranı verilmiştir. Bu oranın söz konusu dönem için istikrarlı olduğu söylenemez. Nitekim 2002-2004 yılları için yüzde 2 gibi çok sınırlı bir düzeyde olan bu oran 2007 yılına kadar önemli sıçramalar kaydederek yüzde 14’lere ulaşmış hemen sonrasında 2010 kadar olan süreçte benzer bir hızla düşüş eğilimine girerek yüzde 4’ler civarına düşmüştür.

<sup>16</sup>Grafikle ilgili olarak TCMB’den alınan verilerde 2016 yılı verisinin geçici olduğu belirtilmiştir. Ayrıca Dünya Bankası’ndan alınan sabit sermaye ile ilgili veriler de yıl bazında cari değerler biçimindedir.

**Grafik 2.6: Doğrudan Yabancı Yatırımlar/Sabit Sermaye Oluşum Oranı 2002-2016**



**Kaynak:** <https://data.worldbank.org/indicator/NE.GDI.FTOT.CD?end=2016&locations=TR&start=2002> ve <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Odemeler+Dengesi+ve+Ilgili+Istatistikler/Odemeler+Dengesi+Istatistikleri/Veri+TablolarErişim Tarihi: 25.10.2017>

Yukarıda ifade edilen açıklamalara ek olarak bu oranın ortalama olarak yüzde 6-7 civarında olduğu aynı grafikte görülmektedir.

### 2.2.3.2. Türkiye'ye Gelen Yabancı Yatırımların Bölgesel Dağılımı

Türkiye'ye yapılan yabancı yatırımlar coğrafik açıdan hem kıtasal büyüklükteki bölgeler açısından hem de ülkeler açısından ele alınabilir.

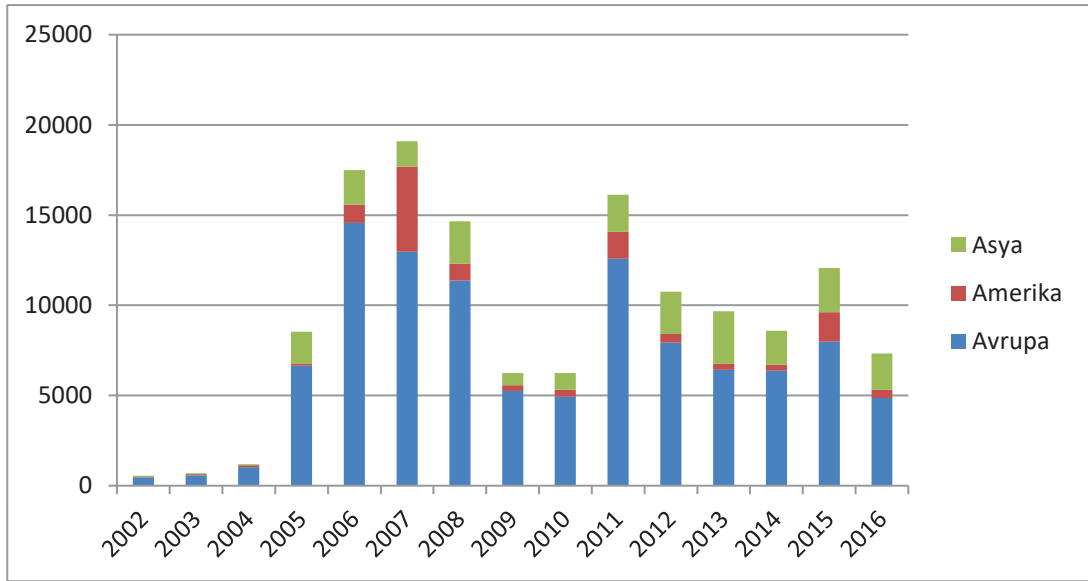
#### 2.2.3.2.1. Kıtasal Büyüklükteki Bölgeler Açısından Yabancı Yatırımlar

Türkiye yapılan yabancı yatırımların bölgeler açısından dağılımına baktığımızda bu yatırımlarda Avrupa'nın ağırlığının olduğu söylenebilir. Grafik 2.7'de 2002-2016 dönemi<sup>17</sup> için Avrupa, Asya ve Amerika'nın Türkiye'de yapmış oldukları yatırımların yıllar itibariyle dağılımı gösterilmiştir. Grafiğe göre her dönemde en fazla yatırım Avrupa kıtasından gelmiştir. Avrupa kıtasından sonra 2007 yılı hariç olmak üzere en fazla yatırımın Asya'dan daha sonra da Amerika'dan geldiği görülmektedir.

<sup>17</sup>Grafikte yer alan veriler TCMB tarafından Eylül 2017'de yayınlanmış olup 2016 yılına ilişkin verilerin geçici olduğu belirtilmiştir.



**Grafik 2.7: Türkiye'ye Gelen Doğrudan Yabancı Yatırımların Dünyadaki Bölgelere Göre Dağılımı 2002-2016 (Milyon ABD Doları)**



**Kaynak:** <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Odemeler+Dengesi+ve+Ilgili+Istatistikler/Odemeler+Dengesi+Istatistikleri/Veri+Tablolar> Erişim Tarihi: 25.10.2017

Türkiye'ye gelen yabancı yatırımların bölgesel dağılımının görünümünde belirleyici olan başat faktörün coğrafi yakınlık olduğu söylenebilir. Buna ek olarak tarihsel süreç içerisinde söz konusu ülkelerle olan uluslararası ekonomik ilişkilerin ve bu minvalde özellikle Türkiye'nin Avrupa Birliği ile olan ilişkilerinin etkisi de belirleyici olan diğer faktörlerdir.

### 2.2.3.2.2. Yatırım Yapan Ülkelere Göre Yabancı Yatırımlar

Türkiye'ye yapılan yabancı sermaye yatırımlarına ülkeler bağlamında bakıldığında Avrupa Birliği ülkelerinin başı çektiği görülecektir. Tablo 2.2'de de görüleceği üzere Türkiye'ye en fazla yabancı sermaye yatırımı yapan ilk 10 ülkenin ABD dışında kalan 9'u Avrupa Birliği üyesidir.<sup>18</sup>

2002-2017 döneminde Türkiye'ye yapılan 144 milyar dolar dolayındaki yabancı yatırımın 92 milyar dolar civarındaki kısmı tabloda yer alan ilk 10 ülke tarafından yapılmıştır. Bu ülkeler arasında en fazla yatırımı yapan ülke ise 23,5 milyar dolar civarında yatırımla Hollanda olmuştur.

<sup>18</sup> Tabloda yer alan dönem için Brexit kararının henüz alınmamış olması dolayısıyla, İngiltere AB üyesi sayılmıştır.



**Tablo 2.2: Türkiye'ye 2002-2017 Eylül Döneminde En Çok Yabancı Sermaye Yatırım Yapan İlk 10 Ülke (Milyon ABD Doları)**

Sıra	Ülke	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017/ Eylül	2002 - 2017 Eylül Toplamı
1	Hollanda	72	51	568	383	5.069	5.442	1.343	717	486	1.424	1.381	918	2.022	1.184	955	1.514	23.527
2	ABD	2	52	36	88	848	4.212	868	260	323	1.401	439	326	334	1.568	390	163	11.310
3	Avusturya	0	0	1	9	1.108	370	586	1.019	1.584	2.419	1.519	657	31	45	361	310	10.019
4	İngiltere	8	141	126	166	628	703	1.335	350	245	906	2.044	300	1.051	596	950	124	9.673
5	Almanya	86	142	73	391	357	954	1.237	497	597	664	491	1.968	601	390	437	217	9.102
6	Lüksemburg	0	0	0	39	251	583	3.140	509	311	562	1.186	278	528	1.270	309	78	9.044
7	İspanya	5	0	3	66	53	583	838	145	205	2.251	193	506	74	2.195	409	1.074	8.600
8	Belçika	5	54	25	1.090	3.435	358	571	201	48	1.495	39	60	38	753	23	217	8.412
9	Fransa	22	121	34	2.107	439	367	679	617	623	1.000	86	217	281	167	88	89	6.937
10	Yunanistan	0	24	38	11	2.791	2.360	775	59	436	111	58	68	52	49	36	27	6.898
	<b>İlk 10 Ülke Toplamı</b>	<b>200</b>	<b>585</b>	<b>904</b>	<b>4.350</b>	<b>14.979</b>	<b>15.932</b>	<b>11.372</b>	<b>4.374</b>	<b>4.858</b>	<b>12.233</b>	<b>7.436</b>	<b>5.298</b>	<b>5.006</b>	<b>8.221</b>	<b>3.958</b>	<b>3.813</b>	<b>103.240</b>
	<b>Diğer</b>	<b>371</b>	<b>111</b>	<b>286</b>	<b>4.185</b>	<b>2.660</b>	<b>3205</b>	<b>3.376</b>	<b>1.892</b>	<b>1.398</b>	<b>3.903</b>	<b>3.323</b>	<b>4.580</b>	<b>3.570</b>	<b>3.741</b>	<b>3.406</b>	<b>1.285</b>	<b>41.752</b>
	<b>Genel Toplam</b>	<b>571</b>	<b>696</b>	<b>1.190</b>	<b>8.535</b>	<b>17.639</b>	<b>19.137</b>	<b>14.748</b>	<b>6.266</b>	<b>6.256</b>	<b>16.136</b>	<b>10.761</b>	<b>9.890</b>	<b>8.631</b>	<b>12.074</b>	<b>7.364</b>	<b>5.098</b>	<b>144.992</b>

Kaynak: <http://bakanrapor.ekonomi.gov.tr/detay.cfm?MID=141>

Erişim

Tarihi:

12.12.2016

ve

[https://www.ekonomi.gov.tr/portal/faces/home/yatirim/uluslararasıYatirim/uluslararası-dogrudan-yatirim?\\_afLoop=10763527586727708&\\_afWindowMode=0&\\_afWindowId=null&\\_adf.ctrlstate=14cjfbvz19\\_42#!%40%40%3F\\_afWindowId%3Dnull%26\\_afLoop%3D10763527586727708%26\\_afWindowMode%3D0%26\\_adf.ctrl-state%3D14cjfbvz19\\_46](https://www.ekonomi.gov.tr/portal/faces/home/yatirim/uluslararasıYatirim/uluslararası-dogrudan-yatirim?_afLoop=10763527586727708&_afWindowMode=0&_afWindowId=null&_adf.ctrlstate=14cjfbvz19_42#!%40%40%3F_afWindowId%3Dnull%26_afLoop%3D10763527586727708%26_afWindowMode%3D0%26_adf.ctrl-state%3D14cjfbvz19_46)

Erişim Tarihi: 25.10.2017

### 2.2.3.3. Türkiye’de Faaliyet Gösteren Yabancı Sermayeli Firmalara İlişkin Göstergeler

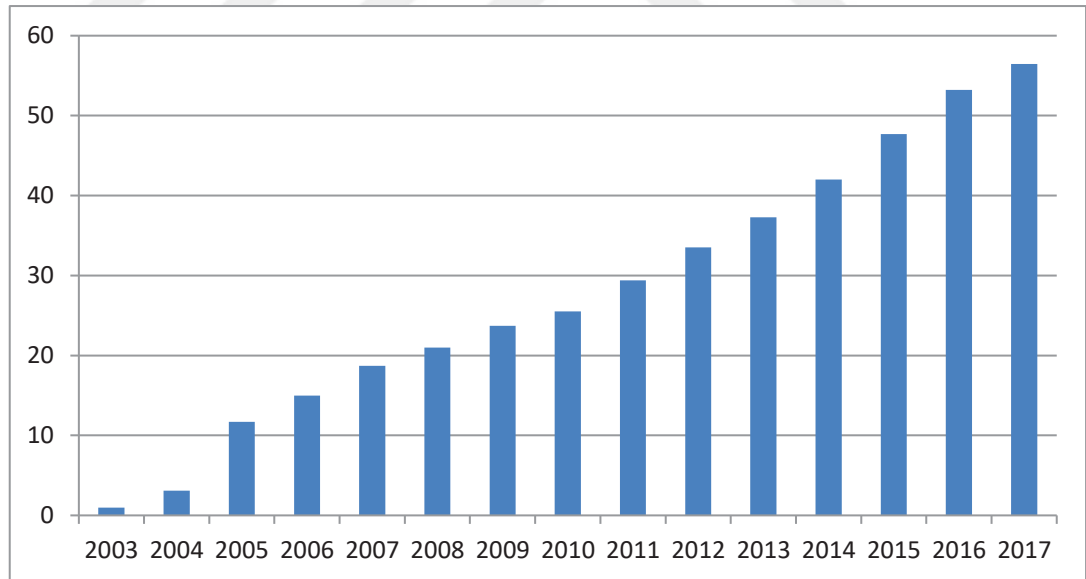
Yabancı sermayenin görünümü açısından ülkelere gelen firmaların niceliği, kuruluş türleri, büyüklükleri, sektörlere göre dağılımları gibi göstergeler de ülkedeki yabancı sermaye yapısının bilinmesi açısından önemlidir.

#### 2.2.3.3.1. Türkiye’de Kurulan Yabancı Şirketlerin Nicel Görünümü

Gerek küreselleşmedeki gerekse Türkiye’nin dünya küresel sistemine eklemlenme sürecindeki hızlanma ve buna bağlı olarak yabancı sermaye yatırımı yapmak isteyen kaynak ülkeleri çekici ekonomi politikalarının izlenmesi, Türkiye’de kurulan yabancı şirket sayısında önemli artışa neden olmuştur.

Grafik 2.8’de 2003 Haziran-2017 Ağustos dönemi için Türkiye’de kurulan yabancı sermayeli şirketlerin yıllar itibariyle sayısı kümülatif olarak gösterilmiştir. Grafiğe göre 2005 yılında önceki yıllarla birlikte Türkiye’de faaliyet gösteren şirket sayısı 10 binlerin biraz üzerindeyken 2017 yılının ikinci yarısının hemen başında bu sayı 50 binleri geçmiştir.

**Grafik 2.8: Türkiye’de Kurulan Yabancı Sermayeli Şirket Sayısı 2003 Haziran-2017 Ağustos (Kümülatif, 1000 Adet)**



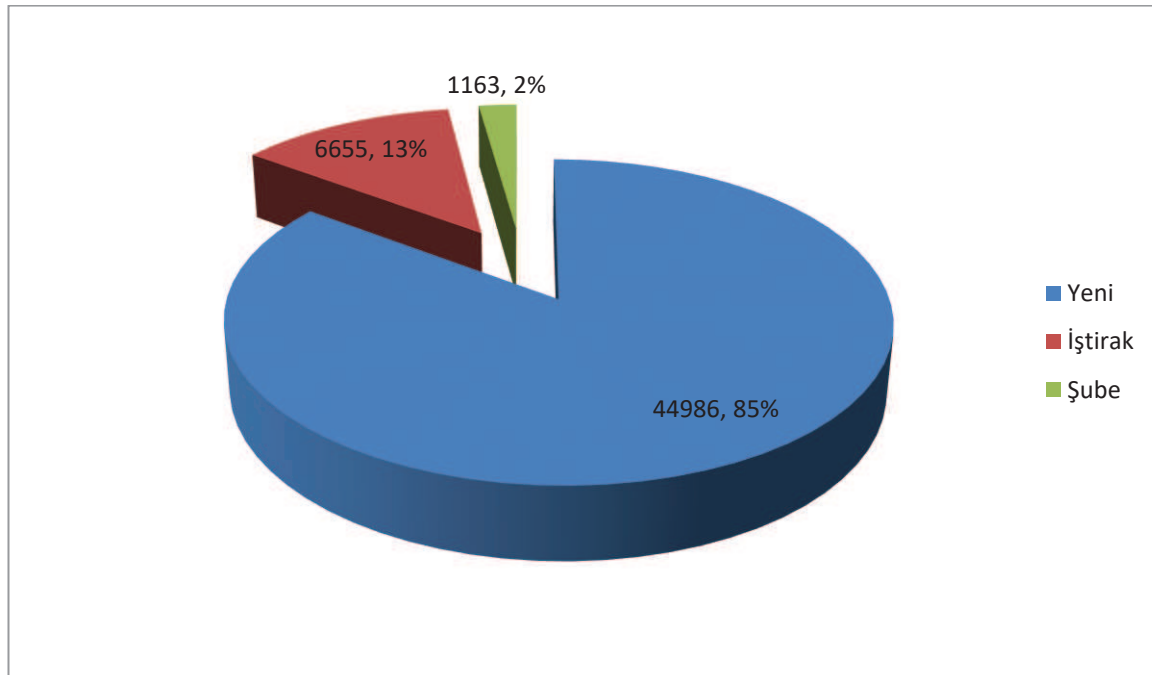
**Kaynak:** <http://www.invest.gov.tr/tr-TR/investmentguide/investorsguide/Pages/FDIinTurkey.aspx> Erişim Tarihi: 06.12.2016  
<https://www.ekonomi.gov.tr/portal/content/conn/UCM/uuid/dDocName:EK-211023> Erişim Tarihi : 20.10.2017  
<https://www.ekonomi.gov.tr/portal/content/conn/UCM/uuid/dDocName:EK-250667> Erişim Tarihi: 20.10.2017

Grafikten anlaşılacak bir diğer husus, anılan dönemde kurulan şirket sayısında artış bakımından zaman zaman azalışlar olsa da faaliyet gösteren şirket sayısında hiçbir yılda azalma olmamasıdır.

### 2.2.3.3.2. Türkiye’de Faaliyet Gösteren Yabancı Sermayeli Firmaların Türleri

Bilindiği üzere yabancı sermayeli şirketler ev sahibi ülkeye yeni bir yatırım yapmak kaydıyla girebileceği gibi; var olan yerli firmalara iştirak etme veya bir şube açmak biçiminde de giriş yapabilirler. Bu şirket türleri arasında yeni bir yatırım biçiminde giriş yapan şirketlerin, ülkenin istihdamına ve ekonomik büyümesine katkıda bulunması beklenir. Bu açıdan bakıldığında diğer şirket türlerine göre daha çok tercih edilirler.

**Grafik 2.9: 2016 Kasım İtibariyle Türkiye’de Faaliyet Gösteren Yabancı Sermayeli Şirketlerin Kuruluş Türlerine Göre Dağılımı**



**Kaynak:**T.C. Ekonomi Bakanlığı Uluslar arası Doğrudan Yatırım Verileri Bülteni Ocak 2017 <https://www.ekonomi.gov.tr/portal/content/conn/UCM/uuid/dDocName:EK-235619s.7> Erişim Tarihi: 25.10.2017

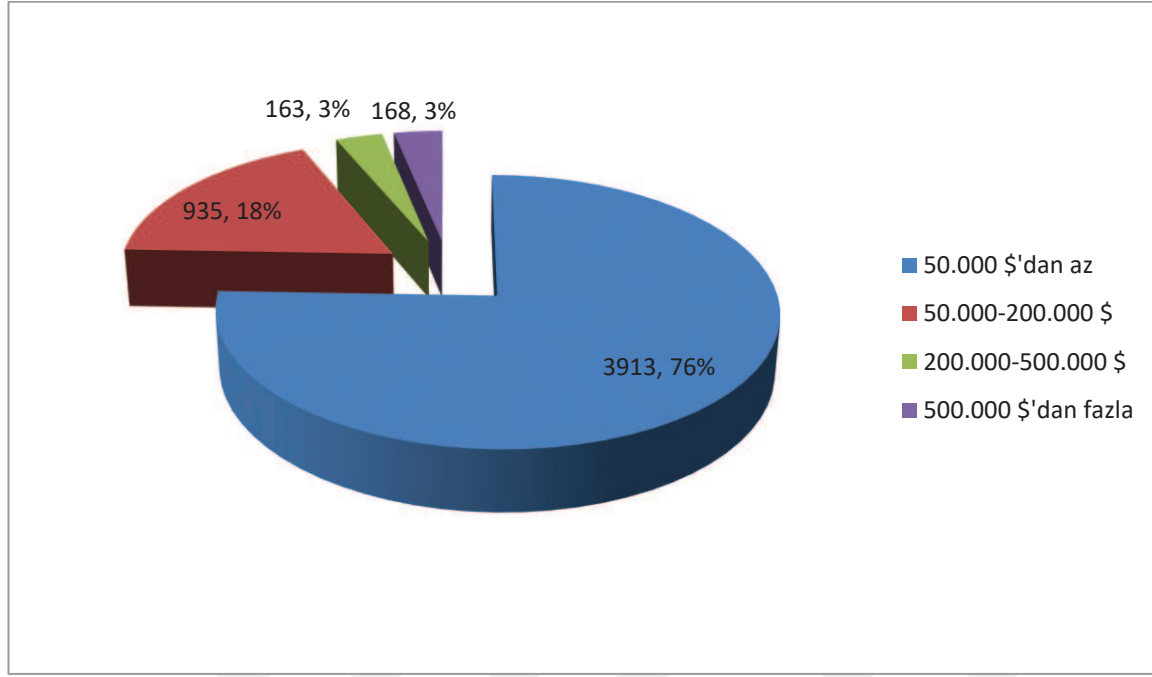
Grafik 2.9’da 2016 Kasım itibariyle Türkiye’de faaliyet gösteren yabancı sermayeli şirketlerin kuruluş türlerine göre dağılımı hem sayı hem de yüzde olarak gösterilmektedir. Buna göre Türkiye’de faaliyette bulunan yabancı sermayeli şirketlerin yüzde 85’i yeni bir yatırım yapmak suretiyle faaliyete başlamışken, yüzde 13’ü iştirak biçiminde yüzde 2’si ise şube olarak faaliyette bulunmaktadır.

### 2.2.3.3.3. Türkiye’de Faaliyet Gösteren Yabancı Sermayeli Firmaların Büyüklükleri

Yabancı yatırımlar bağlamında düşünüldüğünde yabancı sermayeli şirketlerin sayısı önemli olmakla birlikte bu şirketlerin sermaye büyüklüklerinin de göz önünde bulundurulması

gerekmektedir. Az sayıda büyük sermayeli şirketin varlığının ülke ekonomilerindeki özgül ağırlığı çok sayıda küçük sermayeli şirketin özgül ağırlığından fazla olabilir.

**Grafik 2.10: Uluslararası Sermayeli Şirketlerin Sermaye Büyüklüğüne Göre Dağılımı (Şirket Sayısı) 2016/Kasım**



**Kaynak:** T.C. Ekonomi Bakanlığı Uluslararası Doğrudan Yatırım Verileri Bülteni Ocak 2017 <https://www.ekonomi.gov.tr/portal/content/conn/UCM/uuid/dDocName:EK-235619s.7> Erişim Tarihi: 25.10.2017

Grafik 2.10'da Türkiye'de faaliyet gösteren uluslararası sermayeli şirketlerin sermaye büyüklükleri açısından görünümü gösterilmiştir. Buna göre sermayesi 500.000 dolardan fazla olan uluslararası sermayeli şirketler tüm uluslararası sermayeli şirketlerin yüzde 76' sını oluşturmaktadır. Sermayesi 200.000-500.000 dolar arasında olan şirketlere baktığımızda ise toplam içerisinde yüzde 3, sermayesi 50.000-200.000 dolar arasında olan şirketlerin yüzde 18 ve sermayesi 50.000 dolardan az olan şirketler yüzde 3 paya sahip olduğu görülecektir.

#### 2.2.2.3.4. Türkiye'de Kurulan Yabancı Sermayeli Firmaların Sektörlere Göre Dağılımı

Ekonomi Bakanlığı verilerine göre 1954-2017 (Ağustos) yılları arasında Türkiye'de kurulan yabancı sermayeli şirket sayısı kümülatif olarak 56.468'dir. Tablo 2.3'de anılan dönemde kurulan yabancı sermayeli şirketlerin sayıları sektörler bazında verilmiştir. Buna göre kurulan şirket sayısı bakımından ilk üç sırayı toptan ve perakende ticaret şirketleri, gayrimenkul, kiralama ve iş faaliyetleri şirketleri ve imalat sanayi şirketleri almaktadır.

**Tablo 2.3: 1954-2017(Ağustos) Döneminde Türkiye'de Kurulan Yabancı Sermayeli Şirketlerin Sektörel Bazda Sayıları (Kümülatif)**

Sektör	Şirket Sayısı
Toptan ve Perakende Ticaret	21.154
Gayrimenkul, Kiralama ve İş Faaliyetleri	9.188
İmalat Sanayii	6.820
Ulaştırma, Haberleşme ve Depolama Hizmetleri	5.477
İnşaat	5.069
Oteller ve Lokantalar	2.377
Diğer Toplumsal, Sosyal ve Kişisel Hizmet Faaliyetleri	1.688
Elektrik, Gaz ve Su	1.489
Tarım, Avcılık ve Ormancılık	792
Madencilik ve Taşocakçılığı	738
Sağlık İşleri ve Sosyal Hizmetler	717
Eğitim Hizmetleri	531
Mali Aracı Kuruluşların Faaliyetleri	428
<b>Toplam</b>	<b>56.468</b>

**Kaynak:** [https://www.ekonomi.gov.tr/portal/faces/home/yatirim/uluslararasıYatirim/uluslararası-dogrudan-yatirim;jsessionid=sLXIP6TkBsgmZmfVgreXec9e6j0wA8gPvHLmjU3mPlwYAt\\_IIH55!-1582066442?\\_afLoop=10622857560827215&\\_afWindowMode=0&\\_afWindowId=null&\\_adf.ctrl-state=yumlu1v17\\_1#!%40%40%3F\\_afWindowId%3Dnull%26\\_afLoop%3D10622857560827215%26\\_afWindowMode%3D0%26\\_adf.ctrl-state%3Dymumlu1v17\\_5Erişim Tarihi: 25.10.2017](https://www.ekonomi.gov.tr/portal/faces/home/yatirim/uluslararasıYatirim/uluslararası-dogrudan-yatirim;jsessionid=sLXIP6TkBsgmZmfVgreXec9e6j0wA8gPvHLmjU3mPlwYAt_IIH55!-1582066442?_afLoop=10622857560827215&_afWindowMode=0&_afWindowId=null&_adf.ctrl-state=yumlu1v17_1#!%40%40%3F_afWindowId%3Dnull%26_afLoop%3D10622857560827215%26_afWindowMode%3D0%26_adf.ctrl-state%3Dymumlu1v17_5Erişim Tarihi: 25.10.2017)

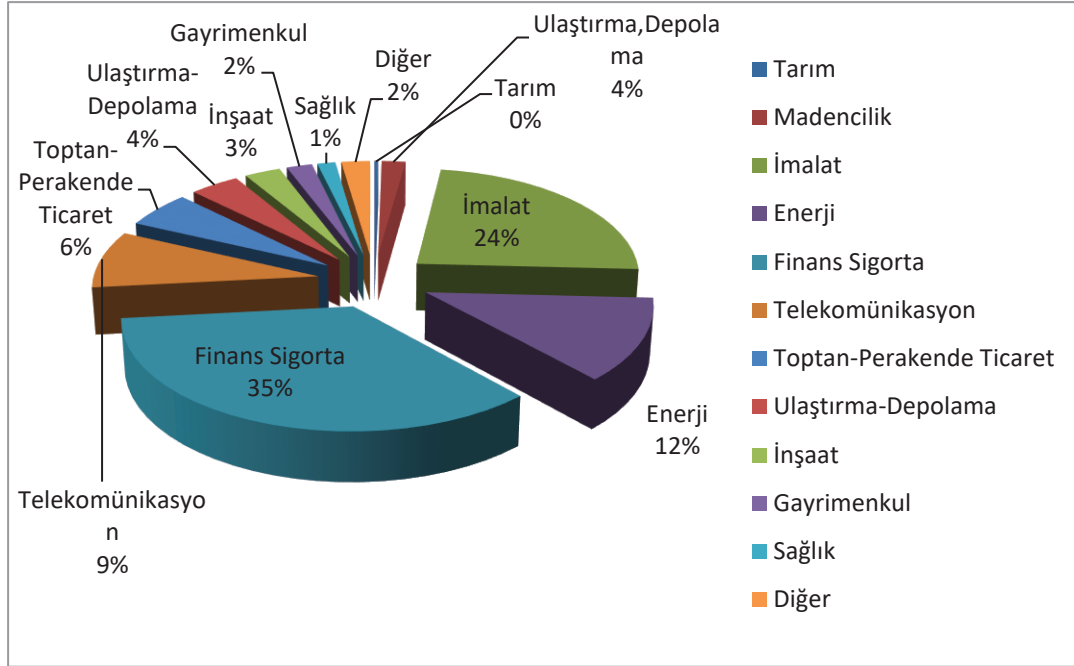
### 2.2.3.3.5. Yabancı Yatırımların Yapılan Yatırım Tutarı Açısından Sektörel Dağılımı

Her ne kadar kurulan şirket sayısı bakımından bazı sektörler üst sıralarda yer alsada yapılan yatırımın tutarı düşünüldüğünde bazı sektörlerin payında değişiklikler gözlemlenebilmektedir. Grafik 2.11’de Türkiye’ye yapılan doğrudan yabancı yatırım miktarlarının sektörel bazda dağılımı 2011-2017 Eylül dönemi için gösterilmiştir.

Grafiğe göre finans sigorta sektöründeki yabancı yatırımlar toplam yabancı yatırımların yüzde 35’ine tekabül etmektedir. İmalat sanayi ve enerji sektörü sırasıyla yüzde 24 ve yüzde 12 payla ikinci ve üçüncü sırayı almaktadırlar. Finans sektöründeki gelişmeler son yıllarda artan kredi hacmine ve yabancı firmaların buradan kazanç sağlama isteklerine bağlanabilirken enerji sektöründeki gelişme son yıllarda artan enerji talebi ve üretimine bağlanabilir. Bunun yanında tarım sektörüne yapılan yabancı yatırımların sifıra yakın olduğu, sağlık sektöründeki yabancı yatırımların oransal olarak az olmasına karşın yabancı yatırımcılar için karlı bir alan olması dolayısıyla bu alanda yabancı yatırımların ilerleyen yıllarda artacağı söylenebilir.

Grafikte yer alan bir diğer husus inşaat ve gayrimenkul hizmetleri sektörlerinin gayrimenkul sektöründen ayrı birer sektör olarak değerlendirilmesidir. Oysa bu iki sektör gayrimenkul sektöründen ayrı düşünülmemeyecek sektörlerdir.

**Grafik 2.11:Doğrudan Yabancı Yatırımların Sektörel Dağılımı 2002-2017 Eylül**



**Kaynak:** <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Odemeler+Dengesi+ve+İlgili+Istatistikler/Ozel+Sektorun+Yurtdisindan+Sagladigi+Kredi+Borcu/Veri+%28Tablolar%29> Erişim Tarihi:24.10.2017

Söz konusu grafikte toptan ve perakende ticaretinin payının yüzde 6 olduğu görülmektedir. Şirket sayısı bakımından bu sektör düşünüldüğünde yapılan yatırımın miktarının nispeten az olduğu görülecektir.

### 2.2.3.3.6. Türkiye’de Kurulan Yabancı Sermayeli Şirketlerin İllere Göre Dağılımı

Türkiye’de kurulan yabancı sermayeli şirketlerin kuruldukları illere baktığımızda bu şirketlerin genel olarak ekonomik potansiyeli yüksek, sosyo-kültürel açıdan gelişmiş sanayi, ticaret ve liman kentlerini seçtiklerini söyleyebiliriz.

Tablo 2.4’te görüleceği üzere 1954-2017 (Ağustos) döneminde kurulmuş olan 56.468 adet yabancı sermayeli şirketin yaklaşık 52.000 civarındaki kısmı 81 ilin 10’unda kurulmuştur. Bu 10 ilin başında 34.260 firma ile İstanbul gelmektedir. Onu sırasıyla Antalya ve Ankara illeri izlemektedir. Bu açıdan bakıldığında İstanbul’da önemli bir yığılmanın varlığı göze çarpmaktadır.

**Tablo 2.4: Türkiye'de Faaliyette Bulunan Yabancı Sermayeli Şirketlerin İllere Göre Dağılımı (1954/2017 Ağustos)**

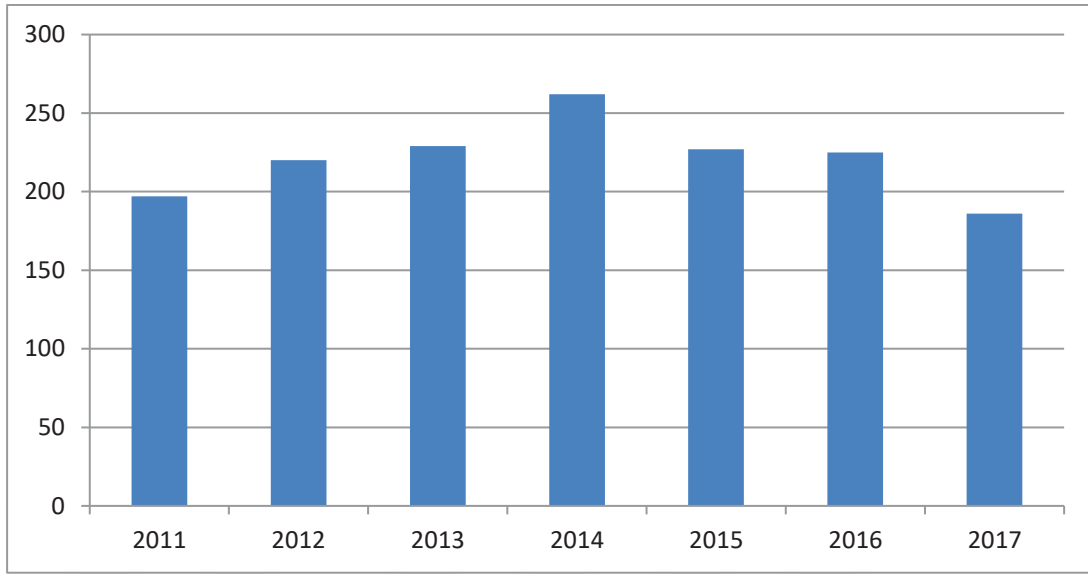
Sıra	İller	Şirket Sayısı
1	İstanbul	34.260
2	Antalya	5.184
3	Ankara	3.042
4	İzmir	2.501
5	Mersin	1.895
6	Muğla	1.631
7	Gaziantep	1.437
8	Hatay	880
9	Bursa	688
10	Aydın	672
	Diğer İller	4.278
	<b>Toplam</b>	<b>56.468</b>

Kaynak: <https://www.ekonomi.gov.tr/portal/content/conn/UCM/uuid/dDocName:EK-250667> Erişim Tarihi: 25.10.2017

#### 2.2.3.4. Yabancı Sermayeli Firmalara Verilen Teşvikler

Birinci bölümde firmaları yabancı yatırım yapmaya yönelten faktörlerden birinin ev sahibi ülkeye verilen teşvikler olduğu belirtilmişti. Bu hususla ilgili olarak yurt dışına yönelik pazara giriş stratejileri ve eylem planlarının oluşturulması amacıyla 2011 yılında 2011/1 Sayılı Pazar Araştırması ve Pazara Giriş Desteği Hakkında Tebliğ uyarınca şirketler 200.000 ABD dolarını aşmayacak şekilde desteklenmiştir. Grafik 2.12’de Türkiye’de faaliyet gösteren yabancı firmalara verilen teşvik sayıları 2011-2017 dönemi için gösterilmiştir. Grafiğe göre anılan dönemde verilen teşvik sayısı her yıl için 200-250 civarında olmuştur. 2011-2014 yıllarında teşvik sayılarında sürekli artış yaşanmışken, 2015 yılında bir miktar düşüş görülmüş olup 2016 yılında benzer bir seyir izlemiş ve 2017 temmuz itibarıyla 190 dolayında olmuştur.

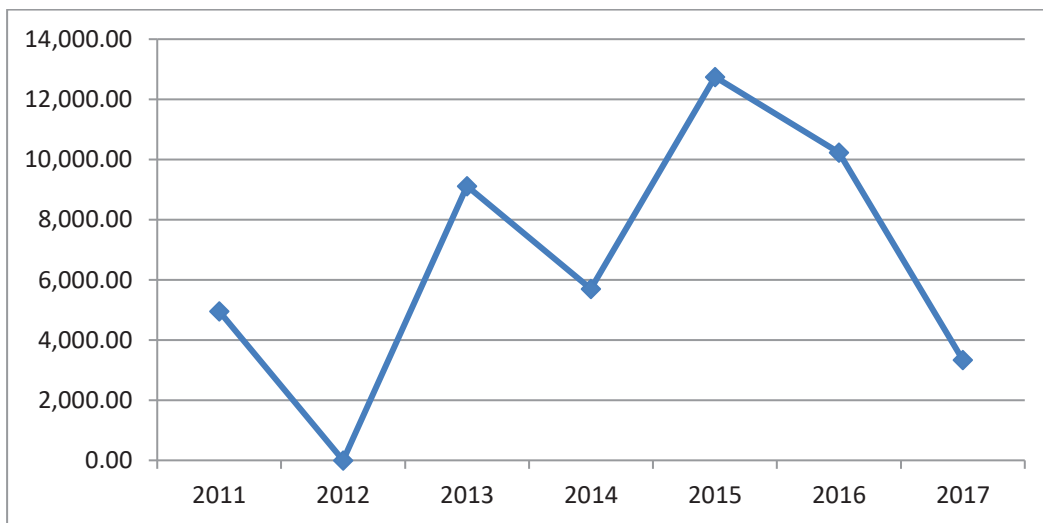
**Grafik 2.12: Yıllar İtibariyle Uluslararası Sermayeli Firmalara Verilen Teşvik Belgelerinin Sayısı 2011-2017 Temmuz**



**Kaynak:** <http://www.ekonomi.gov.tr/portal/content/conn/UCM/uuid/dDocName:EK-222873> s.18 Erişim Tarihi: 04.12.2016 ve <https://www.ekonomi.gov.tr/portal/content/conn/UCM/uuid/dDocName:EK-249857> s.19 Erişim Tarihi: 24.10.2017

Verilen teşviklerdeki bu görünümle birlikte; verilen teşvik sayılarındaki değişim ile verilen teşviklerin yatırım tutarındaki değişimin birbiriyle paralel olmadığını söyleyebiliriz. Grafik 2.13’de uluslararası sermayeli firmalara verilen teşvik belgelerinin toplam yatırım tutarları 2011-2017 Temmuz dönemi için gösterilmiştir.

**Grafik 2.13: Uluslararası Sermayeli Firmalara Verilen Teşvik Belgelerinin Toplam Yatırım Tutarları 2011-2017 Temmuz (Milyon ABD Doları)**



**Kaynak:** <http://www.ekonomi.gov.tr/portal/content/conn/UCM/uuid/dDocName:EK-222873>s.18 Erişim Tarihi: 04.12.2016 ve <https://www.ekonomi.gov.tr/portal/content/conn/UCM/uuid/dDocName:EK-249857>s.19 Erişim Tarihi: 24.10.2017



Grafiğe göre 2011 yılında 5 milyar dolar civarında olan yatırım tutarları 2013 yılında 8 milyar dolara çıkmışsa da 2014 yılına gelindiğinde yüzde 20 civarında düşmüş, 2015 yılında ise 12 milyar dolar seviyesine yükselmiştir. 2015 yılından itibaren 2016 yılında söz konusu yatırım tutarlarının düştüğü ve bu düşüş eğiliminin 2017 yılında da devam ettiği görülmektedir.

### 2.2.3.5. Yabancı Sermayeli Firmaların Türkiye'deki Ekonomik Faaliyetlerinin Sonuçları

Yabancı sermayeli şirketler gerçekleştirdikleri satışlar, yarattıkları katma değer, elde ettikleri kar, ev sahibi ülke ihracatındaki payları, ar-ge giderleri ve istihdam gibi yönlerden ekonomilere dolaylı veya direkt etkilerde bulunurlar.

YASED'in raporuna göre 2014 yılı itibariyle Türkiye'nin en büyük 500 sanayi şirketi arasında uluslararası sermayeli 126 şirket bulunmaktadır. Bu şirketlerin çeşitli alanlardaki payı tablo 2.5'te verilmiştir.

**Tablo 2.5: Türkiye'nin En Büyük 500 Sanayi Kuruluşu İçerisinde Yer Alan Uluslararası Sermayeli Şirketlerin Çeşitli Alanlardaki Payları (%) (2010-2015)<sup>19</sup>**

İSO Uluslararası Şirketlerinin 500'deki Sanayi Payları	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Üretimden Satışlar (TL)	31,6	31,3	29,7	28,5	29,6	31,1
Katma Değer (TL)	37	35,4	42,7	42	40,3	39,9
Dönem Karı (TL)	28,7	32,8	31,4	29,7	33,7	32,0
İhracat (1.000 USD)	47,8	45,4	43	41,8	40,8	42,1
Ar-Ge Gideri (TL)	37,2	36,6	40,9	40,8	45,2	36,6
İstihdam	30	31,1	31,1	28,7	28,3	29,4

**Kaynak:** YASED 2015 Yılı Faaliyet Raporu s.19 ve YASED 2016 Yılı Faaliyet Raporu s.16 [https://www.yased.org.tr/ReportFiles/2015/FR\\_2015.pdf](https://www.yased.org.tr/ReportFiles/2015/FR_2015.pdf) ve <https://www.yased.org.tr/ReportFiles/2017/Yased-2016-FR-small.pdf>  
Erişim Tarihi: 25.10.2017 olan raporlardan derlenmiştir.

Tabloya göre Türkiye'nin 500 sanayi şirketinin yapmış oldukları üretimden satış oranları 2010-2015 dönemi için toplam satışların ortalama yaklaşık yüzde 31 civarında olmuştur. Yaratılan katma değer açısından ise her 100 TL'lik katma değer için ortalama 39,55 TL'lik kısmı bu firmalar tarafından yaratılmaktadır. Yapılan ihracat açısından ise bu firmalar her yıl için ortalama yüzde 43,48 paya sahip olmuşlardır.

<sup>19</sup> YASED raporlarının tablo ile ilgili verileri 1 yıl geriden vermesi dolayısıyla 2016 ve 2017 yılına ilişkin verilere yer verilememiştir.

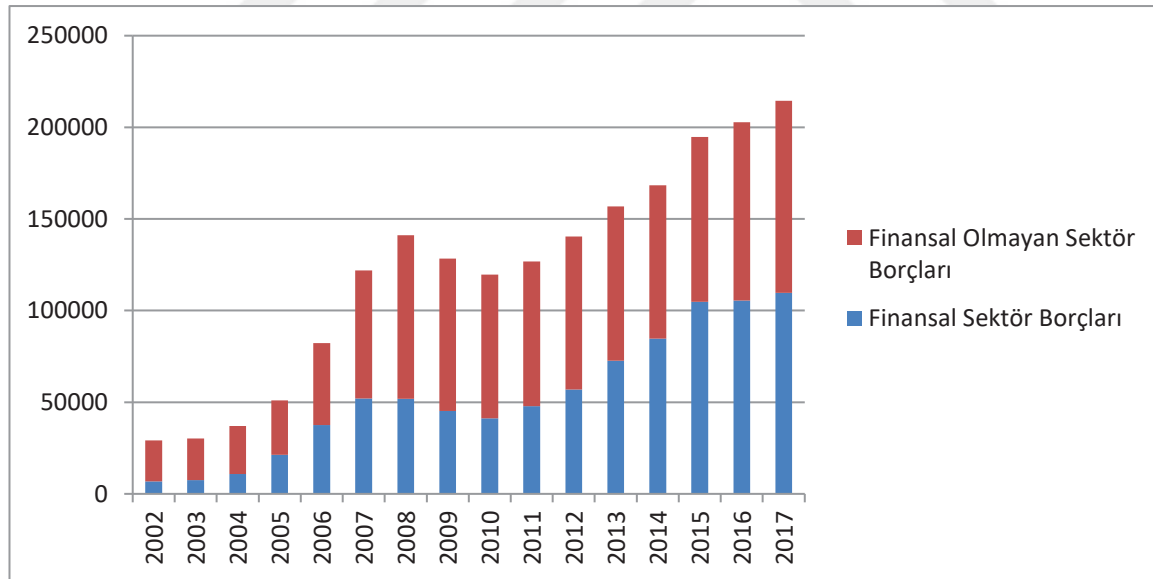
Bilindiği üzere Ar-Ge giderleri ekonomide geliştirilen teknolojiler dolayısıyla verimliliği sağlamakta ve gelecekte ülke ekonomilerinin ekonomik büyümelerinin ve rekabet edebilirliğinin sürekliliğine katkı sunmaktadır. İSO 500 içerisindeki uluslar arası sermayeli sanayi şirketlerinin ar-ge giderlerinin payının yıllık ortalama yüzde 39,55 olduğu görülmektedir.

Bu şirketlere 500 büyük şirketin yarattığı istihdamdaki paylar açısından bakıldığında ise yıllık ortalama yüzde 29,77 paya sahip oldukları görülecektir.<sup>7</sup>

### 2.2.3.6. Yurt Dışından Sağlanan Krediler

Ev sahibi ülkeye portföy yatırımları biçiminde gelen yabancı sermaye içerisinde özel sektörün sağladığı krediler önem arz etmektedir. Yurt dışından sağlanan bu krediler vadelerine göre kısa vadeli ve uzun vadeli olabilmektedir. Uzun vadeli krediler finansal sektör tarafından sağlanabildiği gibi bina, araç, makine, teçhizat gibi duran varlık yatırımlarında bulunan finansal olmayan sektör tarafından da kullanılmaktadır.

**Grafik 2.14: Özel Sektörün Yurtdışından Sağladığı Uzun Vadeli Kredilerin Sektörel Dağılımı 2002-2017 Q3 (Milyon ABD Doları)**



**Kaynak:** <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Odemeler+Dengesi+ve+Ilgili+Istatistikler/Ozel+Sektorun+Yurtdisindan+Sagladigi+Kredi+Borcu/Veri+%28Tablolar%29> Erişim Tarihi: 25.10.2017

Türkiye’de özel sektörün yurt dışından sağladığı uzun vadeli kredilerin 2002-2015 dönemindeki görünümüne grafik 2.14’te bakıldığında genel olarak bir artışın varlığı gözlemlenecektir. Anılan dönemde 2002 yılından 2008 yılına kadar olan kısımdaki artış, 2008

yılındaki mortgage krizinin de etkisiyle 2009 ve 2010 yıllarında azalmış daha sonra krizin etkilerinin azalmasıyla birlikte artış trendine geçmiştir.

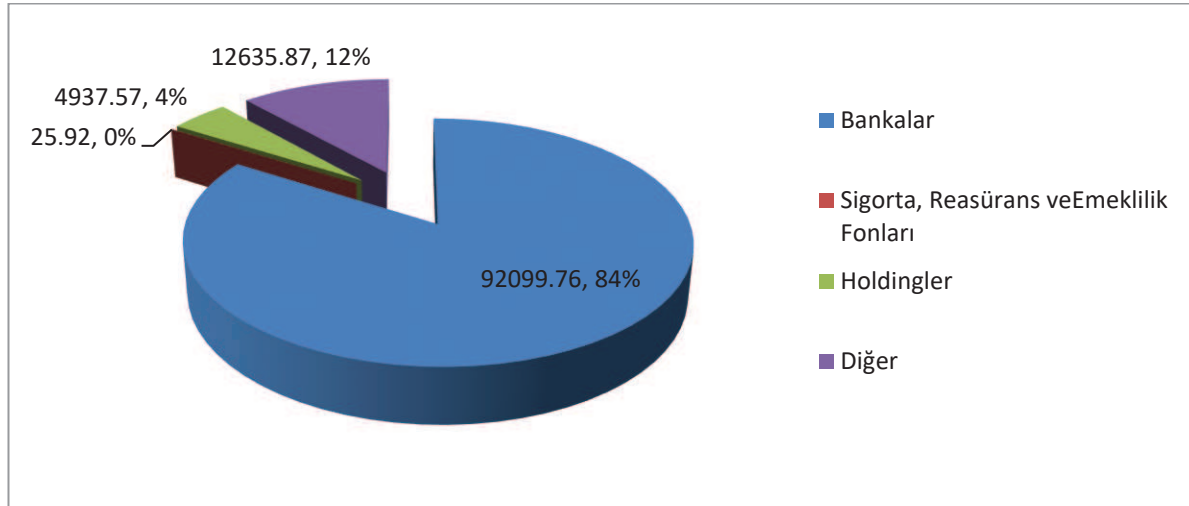
Uzun vadeli krediler finansal sektör ve finansal olmayan sektör bağlamında değerlendirildiğinde ise 2013 yılına kadar finansal olmayan sektörün ağırlığının daha fazla olduğunu söyleyebiliriz. Bu durum dışarıdan sağlanan kredilerin yatırıma ve istihdama dönüşme hızı açısından bir fikir edinilmesine olanak sağlayabilir.

2017 yılı üçüncü çeyrek itibariyle yurt dışından sağlanan uzun vadeli krediler 200 milyar doları geçmiş ve bu büyüklük 2002 yılındaki uzun vadeli kredi hacminin yaklaşık sekiz katına denk düşmektedir.

### 2.2.3.6.1. Yurt Dışından Sağlanan Finansal Sektör Kredileri

Yurt dışından sağlanan finansal sektör kredilerine alt sektörler bağlamında bakıldığında grafik 2.15'te 2017 yılı üçüncü çeyrek için bankaların yüzde 84 gibi büyük bir paya sahip olduğu görülecektir. Burada bankaların fon arz ve talep edenler için bir aracı olduğu düşünüldüğünde bu yabancı kredilerin reel sektörün fon ihtiyacını dolaylı yoldan karşıladığı sonucuna ulaşılabilir.

**Grafik 2.15: Özel Finans Sektörünün Yurt Dışından Sağlanan Uzun Vadeli Kredilerinin Alt Sektörlere Göre Dağılımı 2017 Q3 (Milyon ABD Doları)**



**Kaynak:** <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Odemeler+Dengesi+ve+Ilgili+Istatistikler/Ozel+Sektorun+Yurtdisindan+Sagladigi+Kredi+Borcu/Veri+%28Tablolar%29> Erişim Tarihi: 25.10.2017

Finansal sektörün yurt dışından sağladığı kredilerde diğer finansal sektör dediğimiz ve trustlar, fonlar ve benzeri mali varlıklar, diğer finansal hizmet faaliyetlerini (Sigorta ve emeklilik fonları hariç, finansal kiralama dahil) içeren grubun ikinci sırada olduğunu

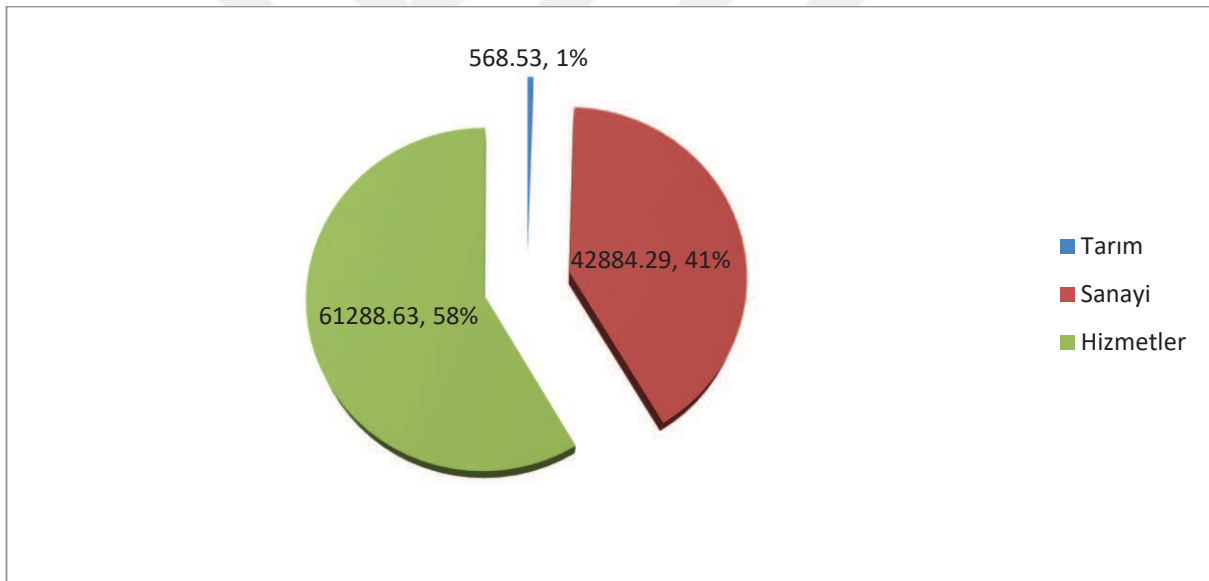
görmekteyiz. Nitekim bu grup 13 milyar dolar civarındaki kredi tutarıyla finansal sektör kredilerinin yüzde 12'sini oluşturmaktadır.

Finansal sektör içerisindeki diğer iki alt grup ise holdingler ve sigorta, reasürans ve emeklilik fonları olup bu grupların 2017 yılı üçüncü çeyrek içerisinde finansal sektörün yurt dışından sağladığı uzun vadeli krediler sırasıyla yüzde 4 ve yüzde 0'a yakındır.

### 2.2.3.6.2. Yurt Dışından Sağlanan Reel Sektör Kredileri

Reel sektörün büyümesi daha önceki bölümlerde ifade edildiği üzere istihdam, ekonomik büyüme ve enflasyon gibi makroekonomik göstergeleri direkt olarak etkilemektedir. Tarım, sanayi ve hizmetler sektöründen oluşan ana sektörlerin yurt dışından sağladıkları krediler grafik 2.16'da gösterilmiştir.

**Grafik 2.16: Özel Finansal Olmayan Sektörün Yurtdışından Sağlanan Uzun Vadeli Kredilerinin Alt Sektörler Arasındaki Dağılımı 2017 Q3 (Milyon ABD Doları)**



**Kaynak:** <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Odemeler+Dengesi+ve+Ilgili+Istatistikler/Ozel+Sektorun+Yurtdisindan+Sagladigi+Kredi+Borcu/Veri+%28Tablolar%29Erisim> Tarihi: 25.10.2017

Grafiğe göre reel sektörün 2017 yılı üçüncü çeyrekte yurt dışından sağladığı yaklaşık 105 milyar dolar değerindeki kredinin yüzde 58'i hizmetler sektörüne kullanılırken; sanayi sektörüne kullanılan kredilerin payı yüzde 41 olarak gerçekleşmiştir. Tarım sektörünün kullandığı krediler ise 1 milyar doların altında kalarak yüzde 1'i bile aşamamıştır.

## BÖLÜM III

### KREDİ TEMERRÜT SWAPLARININ, DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR VE PORTFÖY YATIRIMLARI İLE İLİŞKİSİNİN TÜRKİYE EKONOMİSİ İÇİN AMPİRİK ANALİZİ

Bu çalışmanın daha önceki bölümlerinde türev piyasalar, kredi riski, kredi derecelendirmesi ve kredi türevleri, kredi temerrüt swapları ve yabancı yatırımlar ile ilgili kavramsal çerçeveçizilmiş; Türkiye'nin kredi temerrüt swap primi ile Türkiye'ye yapılan doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımlarına ilişkin veriler incelenmiştir. Çalışmanın bu bölümünde ise Türkiye'nin kredi temerrüt swap priminin doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları ile ilişkisi zaman serisi analizi ile araştırılmıştır.

#### 3.1. Literatür

Kredi temerrüt swaplarıyla ilgili olarak literatüre bakıldığında çalışmaların ağırlıklı bir biçimde CDS primleri ile tahviller ve kredi derecelendirmesi arasındaki ilişkilerin, sosyal olayların CDS primi üzerindeki etkisinin, enflasyon, faiz oranı vs gibi finansal istikrar göstergeleri ile CDS primi üzerine etkilerinin araştırıldığı çalışmalar olduğu görülecektir.

Norden ve Weber (2004), 2000-2002 dönemi için yaptıkları bir çalışmada Standard&Poors, Moody's ve Fitch'den oluşan üç kredi derecelendirme kuruluşunun not ilanları sonucunda, gerek hisse senetleri gerekse CDS piyasalarının, tahvil piyasalarına öncülük ettiği sonucunu elde etmiştir.

Landschoot (2004), 1988-2002 yılları için panel veri analizi ile yaptığı çalışmada kısa dönemli faiz oranları, hisse senedi ve tahvillerin getirileri ile kredi spreadleri arasında negatif yönlü bir ilişkinin varlığı sonucuna ulaşmıştır.

Naifar ve Abid (2006), doğrusal regresyon yöntemini kullanarak kredi temerrüt swaplarının belirleyicilerini araştırdıkları bir çalışmada kredi notu, vade, risksiz faiz oranı, özkaynakların oynaklık seviyesi gibi temel değişkenleri kullanmışlardır. Çalışmanın sonuçlarına göre kredi temerrüt swaplarının en temel belirleyicisi kredi notlarıdır.

Karabyık ve Anbar (2006), kredi temerrüt swaplarının fiyatlandırılmasına yönelik bir çalışmada ise CDS'lerin fiyatlandırılması için çeşitli teorik modellerin var olduğunu ancak

uygulamada genel olarak aktif swapı piyasasının primlerinin baz alınarak CDS'lerin fiyatlandırıldığını ifade etmişlerdir.

Pan ve Singleton (2008), Türkiye, Güney Kore ve Meksika'nın CDS spreadlerini etkileyen faktörleri araştırdıkları bir çalışmada, söz konusu ülkelerin özgün koşulları ve bölgesel ekonomik risklerin yanında yatırımcıların risk iştahının da önemli bir faktör olduğu sonucuna varmışlardır.

Greatrex (2009), yapısal modellerle CDS spreadlerindeki değişimi 2003-2006 dönemi için 333 firmadan oluşan bir örnekleme araştırdığı bir çalışmada genel piyasa koşullarına yönelik olarak CDS spread değişimlerinin en iyi tahminicisinin derecelendirmeye dayalı CDS endeksi olduğunu ortaya koymuştur.

Longstaff (2011), Ekim 2006-Ocak 2010 dönemi için CDS primlerindeki değişimin nedenlerini araştırdığı bir çalışmada, çalışmaya dahil edilen 26 ülkeye ilişkin olarak CDS primlerindeki değişimde yerel faktörlerden çok VIX endeksi ile ABD hisse ve tahvil piyasasının etkili olduğu sonucunu elde etmiştir.

Özkaplan (2011), yaptığı bir çalışmada CDS priminin Eurobond, Dow Jones Endeksi, IMKB 100 Endeksi, döviz sepeti vb gibi finansal göstergelerle ilişkisini 2002-2010 yılları için Granger nedensellik analizi ile test etmiştir. Söz konusu çalışmada değişkenler arasında bir nedensellik ilişkisine rastlanmış ve bu nedensellik ilişkisinin çıkış noktasının CDS'ler olduğu tespit edilmiştir.

Hammoudeh ve Sari (2011), ARDL yaklaşımı ile bankacılık, finansal hizmetler ve sigortacılık sektörleriyle ilgili 5 yıllık CDS'lerle kısa ve uzun dönemli tahvil faizleri arasındaki nedensellik ilişkilerini araştırdıkları bir çalışmada söz konusu değişkenler arasında uzun dönemli nedensel ilişkilerin varlığını ortaya koymuştur.

Liu ve Morley (2012), tarafından birer makroekonomik değişken olan faiz oranı ve döviz kurunun CDS üzerindeki etkisinin araştırıldığı bir çalışmada VAR analizi ve Granger nedensellik testi uygulanmıştır. Mart 2008- Eylül 2010 dönemi için ABD ve Ağustos 2005-Eylül 2010 için Fransa'nın ele alındığı çalışma ülke faiz oranlarının CDS spreadleri üzerinde sınırlı bir etkiye sahipken döviz kurlarının CDS üzerindeki etkisinin önemli olduğunu ortaya koymuştur.

Çiftçi ve Çeviş (2012), yaptıkları çalışmada Avrupa Birliği üyesi 14 ülke için 2004-2011 dönemi CDS'ler ile Kamu Borcu/GSYİH ilişkisi panel data analizi ile incelenmiş ve yapılan analizde 1 birimlik Kamu Borcu/GSYİH'nin CDS oranlarını 11,9 birim arttırdığı

sonucuna ulaşılmışlardır. Aynı çalışmada 2008 finansal krizinin etkisi finansal kriz indeksi ile CDS arasındaki ilişkiyle test edilmiş ve çalışmanın sonucuna göre finansal kriz indeksindeki 1 birimlik artışın CDS oranlarını 5,6 birim etkilediği sonucu elde edilmiştir.

Coronado v.d. (2012), sekiz Avrupa ülkesi için 2007-2010 dönemini kapsayan bir çalışmada kredi riskini temsil eden CDS'ler ile piyasa riskini temsil eden borsa endeksleri arasındaki ilişki vektör otoregresyon ve panel data analizi yöntemi ile test etmiştir. Analiz, anılan dönemde hisse senedi piyasasının bu ilişkide öncü rol oynadığı sonucunu ortaya koymuştur. Ancak 2010 yılı analizden çıkarıldığında bu ilişkide CDS'lerin anahtar rol oynadığı biçiminde bir durumla karşılaşılmış ve bu durumun yüksek risk altındaki ülkelerde daha belirgin olduğu ifade edilmiştir.

Castaneda ve Vargas (2012), CDS primlerinin yabancıların algısından nasıl etkilendiğini ölçmek için yaptıkları bir çalışmada 2008 yılında Kolombiya'da meydana gelen ve Raul Reyes'nin ölümü, Clara Rojas'ın serbest bırakılması ve Ingrid Betancourt'un kurtarılması gibi olayların ön plana çıktığı silahlı çatışmaların CDS primine etkisini araştırmışlardır. Çalışmanın sonuçları, çatışmaların yabancıların risk algısı üzerindeki etkisinin çok büyük olduğunu ortaya koymuştur.

Hancı (2013), yaptığı çalışmada Türkiye'nin kredi temerrüt swapının uzun dönemli faiz ve cari açığın granger nedeni olduğu sonucuna ulaşmıştır. Aynı çalışmada Türkiye'nin kredi temerrüt swapı ile işsizlik arasında çift yönlü nedensellik tespit edilmiştir.

Yoshizaki v.d. (2013), yaptıkları çalışmada Yunanistan dışındaki AB ülkeleri ile Japonya'nın CDS primleri arasında nedensellik ilişkisinin varlığını ortaya koymuştur.

Komarkova v.d. (2013), yaptıkları bir çalışmada Çek Cumhuriyeti için ülke CDS'si ile kamu borçları arasındaki ilişkileri araştırmışlardır. Çalışmadan çıkan birinci sonuç, küresel kriz süresince CDS spreadlerindeki hareketlenmelerin kamu borç faizlerindeki hareketlenmeleri hızlandırdığı yönündedir. İkinci sonuç ise borç krizinden kaynaklanan şokun Çek Cumhuriyeti'nin borçlanma faizini etkilediği yönündedir<sup>20</sup>.

Marzano v.d. (2014), doğrusal bir ekonomik modelle dört farklı ülkenin hisse senedi piyasasında (Birleşik Krallık hariç Avrupa, Birleşik Krallık, ABD, Japonya) CDS'lerin etkisini araştırdıkları bir çalışmada; CDS değişkeninin hisse senedi fiyatlarındaki hareketlenmeleri ortalama yüzde 71'e kadar açıkladığını ortaya koymuşlardır.

<sup>20</sup> Çalışma faizin belirlenmesinde piyasanın kendine özgü yapısının belirleyiciliğinin devam ettiğine ayrıca vurgu yapmıştır.



Koy (2014), CDS primleri ve Euro-tahvil primleri arasındaki ilişkinin birim kök testi ve Granger nedensellik analizi ile incelediği bir çalışmada aralarında Almanya, Fransa, İtalya, İrlanda, Yunanistan, Portekiz, İspanya ve Türkiye'nin yer aldığı 8 ülkeyi ele almıştır. Çalışmadaki bulgular Fransa ve İtalya'nın CDS primlerinin tahvil primlerine yön verdiği biçimdedir.

Tuna v.d. (2014), yaptıkları çalışmada Türkiye ile seçilmiş beş gelişmekte olan ülke ve iki gelişmiş ülkenin ABD Doları cinsinden 5 yıllık CDS oranları arasındaki korelasyonu 2008 küresel kriz öncesi ve sonrası için test etmiş ve krizin yayılma etkisinin sadece Türkiye ile gelişmekte olan ülkeler arasında var olduğu ortaya koymuşlardır.

Cho ve Rhee (2014), tarafından yapılan bir çalışma 2008 küresel mali kriz sonrasında, gelişmiş sermaye piyasalarına sahip olan ve aralarında Çin, Japonya, Güney Kore, Singapur gibi ülkelerin yer aldığı Asya ülkeleri için kriz başlangıcından sonra yerel verimliliğin etkisinin yanı sıra CDS primlerinin düşüş göstermesinin söz konusu ülkelere sermaye girişlerine önemli ölçüde katkıda bulunduğunu ortaya koymuştur

Hancı (2014) bir diğer çalışmasında CDS baz puanları ile BİST-100 arasındaki 2008-2012 dönemi için incelemiş ve çalışmanın bulgularına göre Türkiye'nin CDS primi ile BİST-100'ün getirisi arasında negatif yönlü bir ilişkinin varlığını tespit etmiştir.

Yılmaz (2014), aralarında Türkiye'nin de olduğu gelişmekte olan yirmi ülkenin 5 yıllık kredi temerrüt swaplarının, derecelendirme kuruluşlarının yaptığı derecelendirmelerden etkilenip etkilenmediğinin olay analizi (event study) yöntemi ile araştırdığı bir çalışmada olumlu derecelendirmenin kredi temerrüt swapları üzerinde anlamlı bir etki yarattığı sonucuna ulaşılırken, aynı etkinin olumsuz derecelendirmeler için söz konusu olmadığı sonucuna ulaşmış ve kredi derecelendirmelerinin kredi temerrüt swapları üzerindeki etkisinin simetrik olmadığını ifade etmiştir.

Stolbov (2014), BRICS ülkeleri ile Avrupa'nın en önemli ülkelerinin (Almanya, Fransa, İngiltere, İtalya ve İspanya) Avrupa borç krizi boyunca süregelen CDS'leri arasındaki nedensel ilişkileri açıkladığı bir çalışmada, her iki ülke grubu CDS piyasalarında bir ayrışmanın varlığının sinyallerini ortaya koymuştur. Çalışmanın bir diğer sonucu Avrupa'nın dışındaki ülkelerin CDS pazarına etkisinin, borç krizi boyunca sınırlı olduğu biçimindedir.

Kaya v.d. (2015), çoklu regresyon yöntemi ve günlük verileri kullandıkları, 2007-2014 dönemi için yapılan çalışmada derecelendirme notları ve CDS primlerinin aynı ekonomik ve sosyal olaylara her zaman aynı tepkiyi vermediği sonucuna ulaşmışlardır.



Çavdar (2015), CDS piyasası ve bono piyasasının getirilerini incelediği bir çalışmada, 6 ülkenin 2009-2015 dönemindeki 5 yıl vadeli günlük CDS primleri ile aynı vadedeki Euro cinsi bono getirileri arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. Söz konusu çalışmada CDS piyasasının bono getirileri üzerinde etkisi olduğu ve her iki değişken için karşılıklı nedenselliğin olduğu sonucu elde edilmiştir.

Koziol v.d. (2015), tarafından yapılan bir çalışma 2008 finansal krizi öncesinde CDS fiyatları için ilişkili faktörlerin önemli değilken; kriz döneminde ve sonrasında söz konusu faktörlerin öneminin arttığı sonucuna ulaşmıştır.

Kim v.d. (2015), tarafından yapılan ve 2008 yılında ABD’de başlayan finansal krizin döviz piyasalarına olan etkisinin Filipinler, Tayland, Tayvan, Endonezya ve Güney Kore’den oluşan ülkeler için araştırıldığı bir çalışmada GARCH modelleri kullanılmış ve uluslararası sermaye piyasalarında yabancı yatırımların baskın bir etkisinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Aynı çalışmadan çıkan bir diğer sonuç da Libor-OIS spreadi, yabancı yatırımlarla birlikte ülke CDS’lerinin döviz piyasaları üzerinde etkili olduğudur.

Bozkurt (2015), enflasyon oranı, faiz oranı, GSYİH’deki büyüme gibi finansal istikrar göstergelerinin Türkiye’nin CDS primi üzerine etkisini bulanık regresyon analizi ile araştırdığı bir çalışmada finansal istikrar ile CDS primleri arasında negatif bir ilişkinin varlığını ortaya koymuştur.

Wisniewski ve Lambe (2015), yaptıkları çalışmada ekonomik politika belirsizlikleri ile kredi koruma maliyetlerindeki dalgalanmalar arasındaki dinamik etkileşimi araştırmış olup CDS spreadlerinin politika riskindeki şoklara karşı önemli bir biçimde tepki verdiği sonucuna ulaşılmışlardır.

Eren ve Başar (2016), ARDL yaklaşımı ile makroekonomik faktörler ve kredi temerrüt swaplarının Bist-100 endeksi üzerine etkisinin 2005-2014 dönemi için inceledikleri bir çalışmada kredi temerrüt swaplarının uzun dönemde hisse senedi fiyatlarını olumlu etkilediği kısa dönemde ise bu etkinin olumsuz olduğu sonucunu elde etmişlerdir.

Kocsis ve Monostori (2016), aralarında Türkiye’nin de yer aldığı 13 doğu Avrupa ülkesi için ülke CDS’lerini etkileyen faktörleri araştırdıkları bir çalışmada CDS spreadlerinde yerel faktörlerin küresel faktörlerden daha etkili olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Çalışmada ifade edilen sonuca binaen yerel faktör olarak kurumsal-siyasi güç faktörünün ön plana çıktığı vurgusu da yapılmıştır

Inaba (2016), Japonya için 2006-2014 döneminde CDS fiyatlaması ve likidite arasındaki ilişkiyi incelediği bir çalışmada değişken olarak Japonya CDS'i ile Markit iTraxx Japan (MiJ)'in likiditesi kullanmıştır. Çalışmanın sonucuna göre likidite, CDS fiyatlamasına bağlı olarak değişmektedir.

Pereira Da Silva (2016), ülkeler, firmalar v.s. ile ilgili olarak risk algısı konusunda bilgi veren CDS'lerin hisse senetlerinin fiyatlarını ön görme kabiliyetini ölçtüğü bir çalışmada CDS'ler aracılığı ile kısa vadeli kazanç sağlama amacındaki yatırımcılar için CDS'lerin iyi bir alternatif olmadığı sonucu elde etmiştir.

Da Costa Filho (2017), Brezilya ile ilgili olarak Aralık 2005- Şubat 2010 dönemi için enflasyona bağlı bonoların uzun dönemli getirilerinin nelere bağlı olduğunu araştırdığı bir çalışmada, söz konusu getirilerin temel belirleyicilerinin 10 yıllık CDS'ler ile ABD'deki faiz oranları olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Yabancı yatırımlarla ilgili literatüre bakıldığında çalışmaların yoğunluklu olarak yabancı yatırımların belirleyicileri üzerine olduğu görülmektedir. Yine söz konusu literatürde ülke riski ile yabancı yatırımlar arasındaki ilişkiler araştırılmışsa da CDS primi ile yabancı yatırımlar arasındaki ilişkilerin araştırıldığı çalışmaların çok sınırlı sayıda olduğu söylenebilir.

Nordal (2001), petrol üreten ülkeler için yaptığı bir çalışmada ülke riski ile yabancı yatırımlar arasındaki ilişkiyi 1984-1996 dönemi ile ilgili olarak araştırmış olup ülke riski ile yabancı yatırımlar arasında negatif yönlü bir ilişkinin varlığı sonucuna ulaşmıştır.

Chakrabarti (2001), gelişmekte olan ülkeler için regresyon analiziyle, işgücü maliyetleri ve yabancı yatırımlar arasındaki ilişkiyi incelediği bir çalışmada söz konusu değişkenler arasında negatif yönlü bir ilişkinin varlığını ortaya koymuştur.

Shan (2002), Çin'e yapılan doğrudan yabancı yatırımların temel belirleyicilerini 1986-1998 dönemi için VAR modeli ile araştırdığı bir çalışmada GSYİH, daha önce yapılan doğrudan yabancı yatırımlar, işgücü maliyetleri, bölgesel gelişimdeki değişmeler ve döviz kuru değişmelerinin doğrudan yabancı yatırımların temel belirleyicileri olduğu sonucuna ulaşmıştır. Çalışmanın sonuçlarına göre bu temel belirleyiciler doğrudan yabancı yatırımları sırasıyla yüzde 32, yüzde 21, yüzde 18, yüzde 16 ve yüzde 5 oranında açıklamaktadır.

Bevan ve Estrin (2004), Avrupa'nın geçiş ekonomilerinin ülke riskinin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisini panel veri analiz yöntemiyle 1994-1998 dönemi için test ettikleri bir çalışmada ülke riskinin doğrudan yabancı yatırımlarla ilişkisinin önemsiz olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Onyeiwu ve Shrestha (2004), 1975-1999 dönemi için 29 Afrika ülkesine yapılan doğrudan yabancı yatırımların temel belirleyicilerinin panel veri analizi yöntemiyle araştırdıkları bir çalışmada ekonomik büyüme, enflasyon, ekonomik açıklık, doğal kaynaklara ulaşılabilirlik ve uluslararası rezervlerin doğrudan yabancı yatırımların temel belirleyicileri olduğu sonucunu ortaya koymuşlardır. Aynı çalışmada altyapı ve siyasi hakların doğrudan yabancı yatırımlarla bir ilişkisi olmadığı ifade edilmiştir.

Susam (2008), doğrudan yabancı yatırımların Türkiye Ekonomisi'ndeki belirleyicilerini 1998-2007 dönemi için regresyon analiziyle araştırdığı bir çalışmada bütçe dengesindeki iyileşme, kamu sektörünün ekonomik istikrarı ve yerli yatırımlardaki artışın doğrudan yabancı yatırımları olumlu etkilediği sonucuna ulaşmıştır.

Jensen (2008), tarafından demokratik rejimlerle yabancı yatırımlar arasındaki ilişkinin incelendiği bir çalışmada demokratik rejimlerin yabancı yatırımcılara yönelik riskleri azalttığı sonucuna ulaşılmıştır.

Bir diğer çalışmada Dökmen ve Aysu (2010), tarafından hükümet istikrarının yabancı yatırımlar üzerindeki etkisi gelişmekte olan 73 ülke bağlamında 1994-2006 yıllarını kapsayan dönem için panel eş bütünleşme analiziyle test edilmiştir. Söz konusu çalışma doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile hükümet istikrarı arasında pozitif ve istatistiksel açıdan anlamlı bir ilişkinin varlığını ortaya koymuştur.

Özcan ve Arı (2010), dinamik panel veri analizi yöntemiyle 1994-2006 dönemi için 27 OECD ülkesini kapsayan bir çalışmada doğrudan yabancı yatırımların büyüme oranı, altyapı düzeyi ve enflasyon gibi değişkenlerden olumlu yönde etkilendiği sonucunu elde etmişlerdir. Bu sonucun yanı sıra açıklık ve cari denge değişkenleriyle doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişkinin negatif yönlü olduğu sonucuna da ulaşılmıştır.

Vijayakumar v.d. (2010), tarafından yapılan bir çalışmada BRICS (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Güney Afrika) ülkeleri için doğrudan yabancı yatırımların belirleyicileri Panel veri analizi ile test edilmiştir. Söz konusu çalışma piyasa büyüklüğü, altyapı, döviz kuru ve sermaye oluşumunu doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde etkili olduğunu ortaya koyarken; enflasyon, ekonomik büyüme ve ticari açıklık gibi makro göstergelerin doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde etkili olmadığını ortaya koymuştur.

Acaravcı ve Bostan (2011), makroekonomik değişkenlerin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisini 1997-2007 dönemi ile ilgili olarak Türkiye için ARDL eşbütünleşme testi ve Granger nedensellik analizleriyle araştırmışlardır. Çalışmalarında, doğrudan yabancı

sermaye yatırımları ile reel GSYİH, reel ücret indeksi, mal ve hizmet ihracatı gibi makroekonomik değişkenler arasında uzun dönemli bir nedensellik ilişkisinin varlığını ortaya koymuşlardır.

Palacios ve Griffin (2011), Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Venezuela ve Meksika'dan oluşan Latin Amerika ülkelerine yapılan yabancı yatırımlarda ülke riskinin etkisini 2002-2008 dönemi için test ettikleri bir çalışmada yabancı yatırımların yapılmasında ülke risklerinin dikkate alındığı sonucuna ulaşmışlardır.

Değer ve Ay (2013), aralarında Türkiye'nin de olduğu gelişmekte olan orta üst gelir grubundaki 30 ülke için 1990-2011 dönemini kapsayan bir çalışmada doğrudan yabancı yatırımlarla cari işlemler bilançosu arasında çift yönlü nedensellik ilişkisinin varlığına işaret etmişlerdir. Çalışmaya göre doğrudan yabancı yatırımlar cari işlemler bilançosunda açıklara neden olmaktadır.

Emir v.d. (2013), bir başka çalışmada Türkiye'de doğrudan yabancı yatırımlar ile ülke riski ve makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi 1992-2010 dönemi için Johansen eş-bütünleşme analizi ve hata düzeltme modeli ile test etmişlerdir. Çalışmanın bulgularına göre doğrudan yabancı yatırımlar ile politik risk ve ülke derecesi arasında tek yönlü nedensellik ilişkisinin varlığı söz konudur.

Karpuz ve Kızıltan (2014), tarafından reel döviz kuru ile Türkiye'ye gelen kısa vadeli yabancı yatırımlar arasındaki ilişkinin nedensellik testiyle 2003-2014 dönemi için analiz edildiği bir çalışmada reel döviz kuru ve kısa vadeli yabancı yatırımlar arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir.

Arık v.d. (2014), aralarında Türkiye'nin de olduğu yükselen 7 ekonominin 1990-2011 döneminde doğrudan yabancı yatırımlarını etkileyen faktörleri panel veri analiziyle test etmişlerdir. Çalışmanın bulgularına göre ev sahibi ülkelerin piyasa büyüklüğü, dışa açıklığı ve ekonomik istikrarı doğrudan yabancı yatırımları etkilemektedir.

Aydemir ve Genç (2015), tarafından Türkiye'de doğrudan yabancı yatırımların belirleyicilerinin birim kök testi, eş bütünleşme testi ve en küçük kareler yöntemi uygulanarak 1991-2014 dönemi için araştırıldığı bir diğer çalışma doğrudan yabancı yatırımların temel belirleyicilerinin GSYİH, ticari açıklık, birim işçi maliyetleri ve enflasyon olduğunu ortaya koymuştur. Aynı çalışmada GSYİH, ticari açıklık ve birim işçi maliyetlerinin doğrudan yabancı yatırımları pozitif etkilediği buna karşın enflasyonun doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde olumsuz etkisi olduğu ifade edilmiştir.

Çiftçi ve Yıldız (2015), tarafından Türkiye için 1974-2012 döneminde doğrudan yabancı yatırımların belirleyicilerinin ARDL sınır testi yaklaşımını kullanarak test ettikleri bir çalışmada GSYİH, reel döviz kuru ve finansal gelişmenin doğrudan yabancı yatırımlarla uzun dönemli pozitif yönlü bir ilişki içerisinde olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Aynı çalışmanın analiz sonuçlarında dış ticaret açığı ve dış borç değişkenlerinin doğrudan yabancı yatırımlarla negatif ilişki içerisinde olduğu belirtilmiştir. Öte yandan çalışmada Toda-Yamamoto nedensellik analizinin sonuçlarına da yer verilmiş ve bu analiz sonuçlarında da GSYİH değişkeninden doğrudan yabancı yatırımlara doğru uzun dönemli bir nedensellik ilişkisinin var olduğu belirtilmiştir.

Ay v.d. (2016), yaptıkları çalışmada aralarında Türkiye'nin de olduğu gelişmekte olan 10 ülkede 1995-2013 dönemi için yolsuzluk ve demokrasinin doğrudan yabancı yatırımlar üzerine etkisini test etmişlerdir. Panel birim kök testleri, panel eş bütünleşme testi, panel FMOLS eşbütünleşme tahmincisi ve panel VEC nedensellik analiz yöntemlerinin kullanıldığı çalışma yolsuzluğun azalması ve demokrasinin gelişmesinin doğrudan yabancı yatırımları olumlu yönde etkilediği sonucunu ortaya koymuştur (Ay, Kızılkaya ve Akar, 2016: 73-88).

Topal ve Gül (2016), çalışmalarında Türkiye için 2003-2014 dönemi için ekonomik risk ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları arasındaki ilişkiyi zaman serisi analiziyle test etmişlerdir. Söz konusu çalışmada doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile ekonomik risk arasında negatif yönlü ve aynı zamanda anlamlı bir ilişkinin varlığı ortaya koyulmuştur. Çalışmada ayrıca bu ilişkinin tek boyutlu olmadığı ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları arttıkça ülke risk düzeyinin azaldığı sonucu da elde edilmiştir.

### **3.2. Veri Seti ve Metodoloji**

Çalışmanın ampirik analiz kısmında kredi temerrüt swapları değişkenine ilişkin olarak Türkiye'nin CDS primlerinin 5 yıllıkları kullanılmış, doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları için ise TCMB verileri kullanılmıştır.

#### **3.2.1. Veri Seti**

Bu çalışmada Türkiye'nin kredi riski swapı (CDS), portföy yatırımları (PORTFOY) ve doğrudan yabancı yatırımları (YABANCI) değişkenleri arasındaki ilişki incelenmiştir. Bu amaçla 2005:1-2017:09 dönemi aylık verileri kullanılarak öncelikle değişkenlere ilişkin özet istatistikler verilmiştir.

**Tablo 3.2: Özet İstatistikleri**

	CDS	PORTFOY	YABANCI
Ortalama	221.43	1100.47	931.60
Medyan	207.77	1005.00	633.00
En Büyük	521.21	9061.00	6571.00
En Küçük	118.85	-4791.00	46.00
Standart Sapma	69.32	2264.46	991.90
Çarpıklık	1.62	0.35	2.97
Basıklık	6.90	3.38	14.26

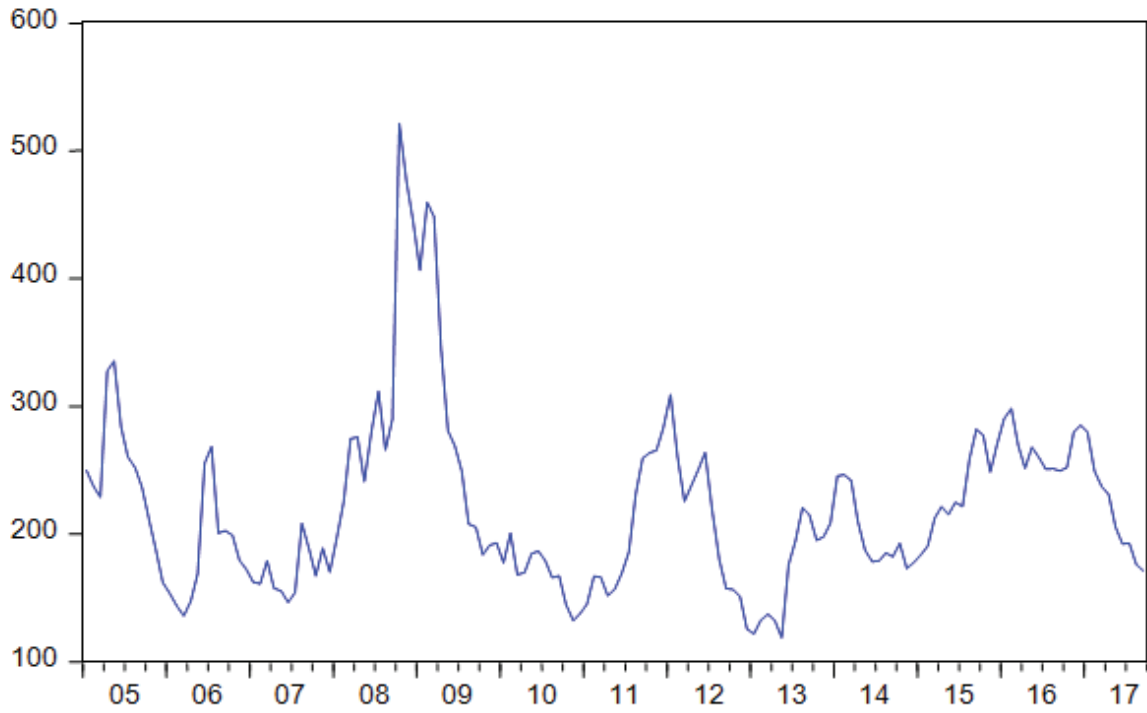
Tablo 3.1'den görüldüğü üzere Türkiye'nin kredi riski swap primi ele alınan dönemde ortalama 221.43 değerine, portföy yatırımları ortalama 1100.47 değerine ve doğrudan yabancı yatırımlar 931.60 değerine sahip olmuştur. CDS değişkeni ilgili dönemde 118.85 ile 521.21 arasında değişkenlik gösterirken, PORTFOY değişkeni -4791.00 ile 9061.00 arasında ve YABANCI değişkeni 46 ile 6571 arasında değişkenlik göstermektedir.

Bir değişkenin çarpıklık ve basıklık katsayısına bakılarak normal dağılımda olup olmadığı anlaşılabilir. Çarpıklık değerinin 0 (sıfır) olması durumu normal dağılımda çarpıklığı ifade ederken; çarpıklık değerinin negatif olması değişkenin sağa çarpık, pozitif olması ise sola çarpık olduğunu ifade eder. Bu bağlamda analizde kullanılan değişkenlerin çarpıklık değerine bakıldığında her üç değişkenin de pozitif dolayısıyla sola çarpık olduğu görülmektedir. Analizde kullanılan değişkenlere bakıldığında CDS, PORTFÖY ve YABANCI değişkenlerinin sırasıyla 1.62; 0.35 ve 2.97 çarpıklık değerlerine sahip olduğu dolayısıyla en sola çarpık değişkenin YABANCI değişkeni olduğu görülmektedir.

Basıklık değerlerinde 0 (sıfır) değeri normal dağılımı ifade ederken, pozitif bir basıklık değeri sivri dağılımı, negatif bir basıklık değeri ise basık bir dağılımı ifade eder. Analizde kullanılan üç değişkenin de basıklık değerinin pozitif olması dolayısıyla sivri bir dağılıma sahip olduğunu söyleyebiliriz. Analizde kullanılan değişkenlere basıklık değeri açısından bakıldığında CDS, PORTFÖY ve YABANCI değişkenlerinin sırasıyla 6.90; 3.38 ve 14.26 olduğu görülmekte olduğundan en sivri dağılıma sahip değişkenin YABANCI değişkeni en az sivri dağılıma sahip olan değişkenin PORTFÖY değişkeni olduğu söylenebilir.

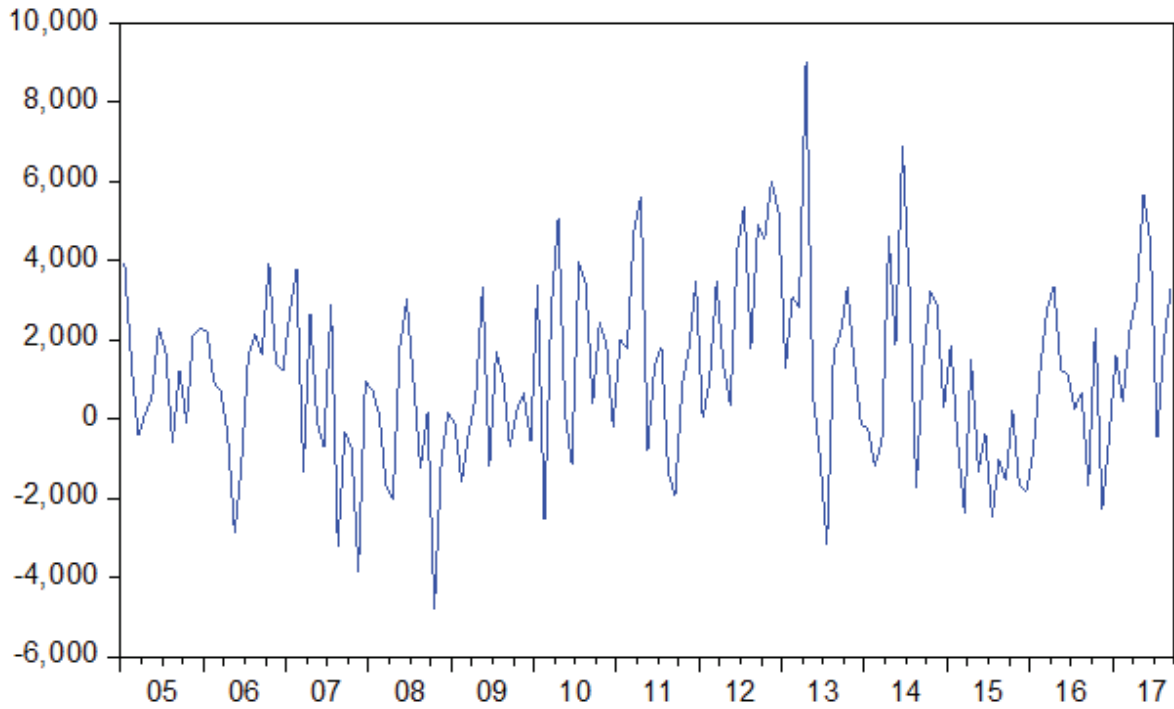
Çalışmada kullanılan değişkenlere ilişkin zaman serisi grafikleri Grafik 3.1-3.3'de belirtilmiştir.

**Grafik 3.5: CDS Değişkeni (Ocak 2001- Eylül 2019)**



Grafik 3.1’de görüldüğü üzere CDS değişkeni 2005 yılı Ocak ayında 250 değerine sahip olup Ekim 2008 tarihinde analiz dönemi içerisindeki en yüksek değeri olan 521’e yükselmiştir. Bu tarihten sonra hızlı bir şekilde azalmış aralıklı artış ve azalışlarla Mayıs 2013 tarihinde 119 değeri ile en düşük değerini görmüştür. CDS değişkeni Eylül 2017 tarihinde ise 171 değerine ulaşmıştır.



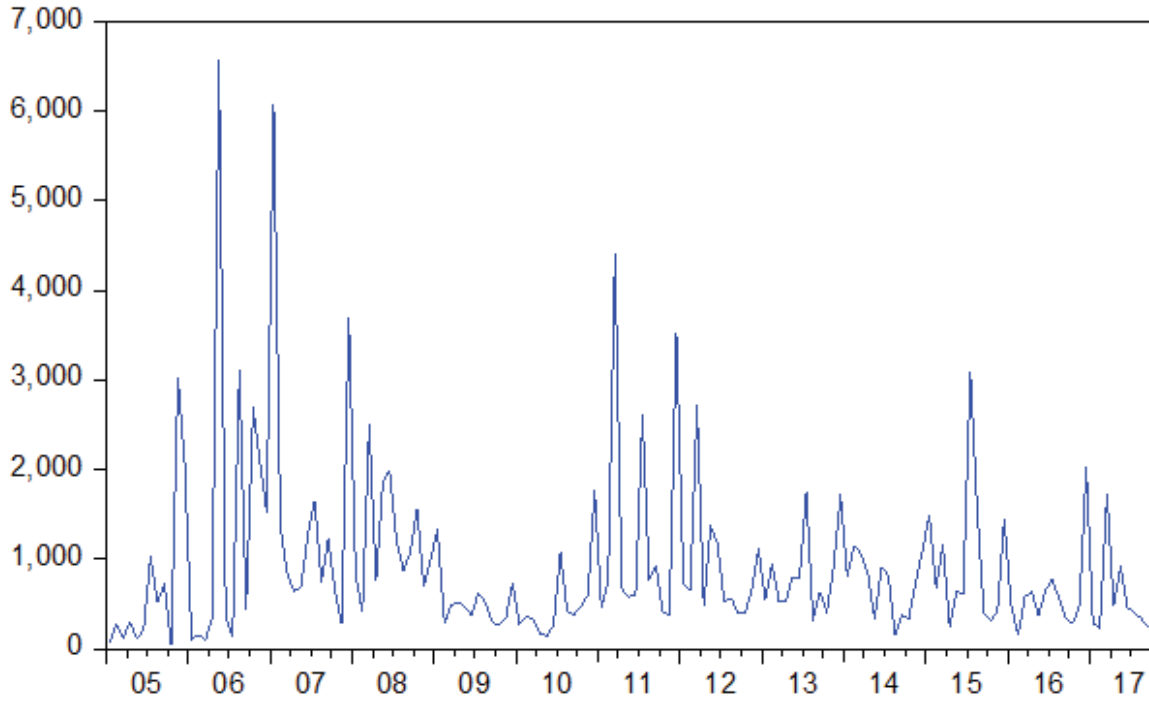
**Grafik 3.6: PORTFOY Değişkeni (Ocak 2005- Eylül 2017)**

Grafik 3.2’de PORTFOY değişkenine ilişkin zaman serisi grafiği görülmektedir. Çalışmada ele alınan dönem içinde ilgili değişken Ocak 2005 döneminde 3.924 değerine sahipken Ekim 2008’de -4.791 değerine kadar düşmüştür. Sonrasında inişli çıkışlı bir seyir izleyerek Nisan 2013’te 9.061 değerine ulaşmıştır. PORTFOY değişkeni Eylül 2017 döneminde ise 3.319 değerine sahip olmuştur. Öte yandan PORTFOY değişkeninin oynaklık açısından diğer iki değişkene göre daha oynak bir yapıya sahip olduğu söylenebilir. Nitekim söz konusu değişkenlerin standart sapmalarının ortalamalara oranıyla bulunan oynaklık değeri CDS ve YABANCI değişkenleri için sırasıyla 0.31 ve 1.06 değerine sahipken; PORTFOY değişkeninin oynaklığı 2.05 değerine sahip olmaktadır.

Grafik 3.1 ve grafik 3.2 birlikte ele alındığında bir husus özellikle dikkat çekmektedir ki Ekim 2008’de CDS primi en yüksek değerine ulaşırken yabancı yatırımlar analiz döneminin en büyük düşüşünü yaşamıştır<sup>21</sup>.

<sup>21</sup>CDS’lerin bir risk göstergesi olduğu ve bu değer yüksek olmasının riskin yüksek olduğu anlamına geldiği düşünülürse; aynı tarihte yüksek miktarda sermaye çıkışının olması CDS’lerle aralarında bir ilişkinin varlığı konusunda güçlü bir kanıt sunmaktadır.



**Grafik 3.7: YABANCI Değişkeni (Ocak 2005- Eylül 2017)**

YABANCI değişkeni Grafik 3.3’de görüldüğü üzere ilgili dönemde büyük artış ve azalışlara sahiptir. Bu değişkenin 2005 Ocak değeri 81 iken, Ekim 2005’te analize konu olan dönemin en düşük değeri olan 46’ya düşmüş ve Mayıs 2006’da analiz döneminin en yüksek değeri olan 6571’e yükselmiştir. Söz konusu değişkenin Eylül 2017 değeri ise 3319 olmuştur.

### 3.2.2. Metodoloji

Türkiye için kredi temerrüt swaplarının doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları ile ilişkisinin araştırıldığı bu çalışmada metodoloji olarak başlıca zaman serisi analiz yöntemlerinden olan ARDL (Autoregressive Distributed Lag) yöntemi kullanılmıştır. Bu bağlamda ilk olarak değişkenlerin birim kök testleri ile durağanlık yapıları sınanmış ve daha sonra değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişki araştırılmıştır. Sözü edilen durağanlık testleri ise sırasıyla Augmented Dickey Fuller (ADF), Phillips Perron (PP) ve Zivot-Andrews (ZA) testleridir.

### 3.3. Birim Kök Testleri (Durağanlık Sınaması)

Yöntem olarak zaman serilerinin kullanıldığı ampirik analizlerde yapılacak işlemlerin başında değişkenlerin durağan bir yapıda olup olmadıklarının araştırılmasıdır. Bunun nedeni zaman serisi verilerine dayanılarak yapılan çalışmalarda kullanılan zaman serilerinin durağan olduğu varsayımında bulunmasıdır (Gujarati 2001: 709).

Analize dahil olan değişkenler arasında anlamlı ilişkilerin varlığına ulaşabilmek için, kullanılan serilerin durağan olmaları gerekmektedir. Bununla birlikte ampirik çalışmalarda durağanlık testlerinin yapılmasının nedenlerinden bir diğeri serileri oluşturan stokastik süreçlerin durağan olmayabileceği; dolayısıyla sahte regresyon sorununa yol açabileceğidir. Serilerin durağanlıklarının araştırıldığı birim kök testlerinde, söz konusu değişkenin bir önceki dönemde sahip olduğu değerin, cari dönemde taşıdığı değeri hangi şekilde etkilediği araştırılmaktadır (Tarı 1999: 372-375).

Bir değişkenin cari dönemde aldığı değerin ( $Y_t$ ) bir önceki dönem değerini ( $Y_{t-1}$ ) nasıl etkilediği aşağıdaki biçimde ifade edilebilir.

$$Y_t = PY_{t-1} + u_t \quad (3.1)$$

Bu denklemde P katsayısının 1'e eşit olması durumunda, zaman serisinin durağan olmadığı ve birim kök sorununun varlığı ortaya çıkar. Böyle bir durumda ise 3.1. nolu denklemde eşitliğin her iki tarafından  $Y_{t-1}$  terimi çıkarıldığında, denklem aşağıdaki halini alır.

$$Y_t - Y_{t-1} = (P - 1)Y_{t-1} + u_t \quad (3.2)$$

Daha sade bir ifadeyle;

$$\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + u_t \quad (3.3)$$

Olur. Burada  $P = 1$  iken  $\delta = 0$  olacağından serinin birinci farkı durağandır denir. 3.1. nolu denkleme göre hipotez;

$H_0: P = 1$  biçiminde kurulurken serinin birinci farkının alınması durumunda hipotez;

$H_0: \delta = 0$  biçiminde kurulur.

Birim kök testlerine ilişkin olarak yukarıda verilen genel teorik bilgilerden sonra artık analizde kullanılan ADF, PP ve ZA test uygulamalarına geçilebilir.

### 3.3.1. Augmented Dickey Fuller Testi (ADF) Testi

Birim kök testi analizinde kullanılan Augmented Dickey Fuller testi, zaman serisi analizlerinde değişkenlerin otoregresif bir süreçle (AR) oluşturulup oluşturulamayacağını gösterir. Bu testin temel varsayımları hata terimlerinin rassal yürüyüş halinde kabul edilmesi ve eş-varyans olmasıdır (Kurt 2016: 83-84). ADF için sabitsiz-trendsiz, sabitli-trendsiz ve sabitli-trendli olmak üzere üç model vardır. Bu modellere ilişkin denklemler şu şekildedir (Uğurlu 2016: 8)

$$\text{Sabitsiz - Trendsiz Model: } \Delta Y_t = pY_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3.4)$$

$$\text{Sabitli – Trendsiz Model: } \Delta Y_t = \alpha + \rho Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3.5)$$

$$\text{Sabitli – Trendli Model: } \Delta Y_t = \alpha + \beta_t + \rho Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3.6)$$

Çalışmada ortaya çıkan ADF test sonuçları Tablo 3.2’de belirtilmiştir.

**Tablo 3.3: ADF Testi Sonuçları**

			t-istatistiği	p-değeri
CDS	Düzyey	Sabitsiz ve Trendsiz	-1.034985	0.2699
CDS	Düzyey	Sabitli	-2.901366	0.0475
CDS	Düzyey	Sabitli ve Trendli	-2.893343	0.1676
CDS	İlk Fark	Sabitsiz ve Trendsiz	-10.36369	0.0000
CDS	İlk Fark	Sabitli	-10.33081	0.0000
CDS	İlk Fark	Sabitli ve Trendli	-10.29768	0.0000
YABANCI	Düzyey	Sabitsiz ve Trendsiz	-1.499915	0.1248
YABANCI	Düzyey	Sabitli	-3.606503	0.0067
YABANCI	Düzyey	Sabitli ve Trendli	-4.146073	0.0068
YABANCI	İlk Fark	Sabitsiz ve Trendsiz	-12.99691	0.0000
YABANCI	İlk Fark	Sabitli	-12.95210	0.0000
YABANCI	İlk Fark	Sabitli ve Trendli	-12.94615	0.0000
PORTFOY	Düzyey	Sabitsiz ve Trendsiz	-7.733159	0.0000
PORTFOY	Düzyey	Sabitli	-8.957314	0.0000
PORTFOY	Düzyey	Sabitli ve Trendli	-9.024088	0.0000
PORTFOY	İlk Fark	Sabitsiz ve Trendsiz	-10.05454	0.0000
PORTFOY	İlk Fark	Sabitli	-10.02246	0.0000
PORTFOY	İlk Fark	Sabitli ve Trendli	-9.98952	0.0000

Tablo 3.2’de ADF testi sonuçları tüm değişkenlere ilişkin hem düzeyde hem de ilk farkı alınarak

- Sabitsiz ve trendsiz
- Sabitli
- Sabitli ve trendli

modeller için verilmektedir. Buna göre CDS değişkeni için düzeyde sabitsiz ve trendsiz model için test istatistiği -1.034985, olasılık değeri ise 0.2699 olarak tahmin edilmiştir. Dolayısıyla bu değişkene ilişkin

**H<sub>0</sub>:** Birim kök vardır.

boş hipotezi %90 güven düzeyinde reddedilmemiş ve CDS değişkeninin sabitsiz ve trendsiz model bağlamında düzeyde durağan olmadığı yani birim kökün varlığı sonucuna varılmıştır. Bunun yanında CDS değişkeninin düzeyde sabitli model için 0,0475 olasılık değeri ile yüzde 90 anlamlılık düzeyinde durağan olduğu; sabitli ve trendli model için ise durağan olmadığı görülmektedir.

YABANCI değişkeni için düzeyde sabitsiz-trendsiz, sabitli ve sabitli-trendli modele bakıldığında olasılıkdeğerlerinin sırasıyla 0.1248; 0.0067 ve 0.0068 olduğu görülebilir. Bu olasılık değerlerine bakıldığında söz konusu değişken için sabitsiz-trendsiz modelde durağan olmadığı ancak sabitli ve sabitli-trendli modelde %99 güven ile durağan olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Diğer taraftan PORTFOY değişkenine bakıldığında düzeyde kurulan üç model için de elde edilen olasılık değerlerinin sabitsiz-trendsiz, sabitli ve sabitli ve trendli modelde sırasıyla bakılarak görülebilir. Bu değişken için tüm modellerde olasılık değerleri 0,0000 olduğundan değişkenin üç modelde de düzeyde durağan olduğu söylenebilir.

Özet olarak ADF test sonuçlarına göre CDS ve YABANCI değişkenlerinin sabitli, sabitsiz-trendsiz ve sabitli-trendli modellere göre değişecek şekilde düzeyde durağan veya durağan olmadığı, PORTFOY değişkeninin ise düzeyde durağan I(0) olduğu söylenebilir. Bunun yanında üç serinin de birinci farkları alındığında her üç modelde birinci dereceden I(1) durağan olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

### 3.3.2. Phillips Peron Testi

Çalışmada ADF testi yapıldıktan sonra birim kökün var olup olmadığının araştırılması amacıyla Philips ve Perron (1988) tarafından geliştirilen birim kök testi (PP) yapılmıştır. PP testinde de kritik değer olarak ADF testinin kullandığı kritik değerler kullanılır. Bu test de ADF testine benzer olarak

- Sabitsiz ve trendsiz
- Sabitli
- Sabitli ve trendli

modelleri hem serilerin düzeyi için hem de ilk farkları alınarak yapılmıştır. Test sonuçları Tablo 3.3'te gösterilmiştir.

**Tablo 3.4: PP Birim Kök Testi Sonuçları**

			t-istatistiği	p-değeri
CDS	Düzye	Sabitsiz ve Trendsiz	-1.058782	0.2608
CDS	Düzye	Sabitli	-3.244475	0.0194
CDS	Düzye	Sabitli ve Trendli	-3.238749	0.0809
CDS	İlk Fark	Sabitsiz ve Trendsiz	-10.93298	0.0000
CDS	İlk Fark	Sabitli	-10.89569	0.0000
CDS	İlk Fark	Sabitli ve Trendli	-10.85850	0.0000
YABANCI	Düzye	Sabitsiz ve Trendsiz	-8.400058	0.0000
YABANCI	Düzye	Sabitli	-12.04255	0.0000
YABANCI	Düzye	Sabitli ve Trendli	-12.30733	0.0000
YABANCI	İlk Fark	Sabitsiz ve Trendsiz	-55.69009	0.0000
YABANCI	İlk Fark	Sabitli	-55.43571	0.0001
YABANCI	İlk Fark	Sabitli ve Trendli	-56.25372	0.0001
PORTFOY	Düzye	Sabitsiz ve Trendsiz	-8.266226	0.0000
PORTFOY	Düzye	Sabitli	-9.194053	0.0000
PORTFOY	Düzye	Sabitli ve Trendli	-9.159862	0.0000
PORTFOY	İlk Fark	Sabitsiz ve Trendsiz	-71.49276	0.0000
PORTFOY	İlk Fark	Sabitli	-72.00527	0.0001
PORTFOY	İlk Fark	Sabitli ve Trendli	-72.46529	0.0001

Tablo 3.3'te gösterilen PP test sonuçlarına bakıldığında; CDS değişkeninin sabitli model için düzeyde 0.0194 olasılık değeri ile -3.244475 test istatistiğine sahip olduğu görülmektedir. Dolayısıyla bu testte de CDS değişkeninin sabitli modelde birim köke sahip olmadığı söylenebilir. Buna karşın sabitsiz ve trendsiz modelde CDS değişkeni birim köke sahiptir. YABANCI değişkeni için düzeyde kurulan her üç model de de olasılık değeri 0 (sıfır) olmuştur. Buna göre YABANCI değişkeninin %99 güven düzeyinde durağan olduğu söylenebilir. PORTFOY değişkeni için de sonuçlar ADF testi ile benzerlik göstermektedir. Buna göre PORTFOY değişkeni düzeyde durağandır. Bunlara ek olarak her üç değişkene ilişkin birinci farklar alındığında üç modelde de değişkenlerin durağan olduğu görülmektedir.

### 3.3.3. Zivot Andrews Testi

İktisadi/finansal değişkenler arasındaki ilişkilerin incelendiği modellerde dikkat edilmesi konulardan biri yapısal kırılma durumudur. Ekonomik politikadaki değişimler, krizler, doğal afetler, teknolojik değişimler gibi nedenler yapısal kırılmalara neden olabilmektedir. Bu yapısal kırılmaları dikkate almayan birim kök testlerinin gücü azalmakta ve tutarsız hale gelmektedir. Bu çerçevede yapısal kırılmanın tarihinin önceden bilinmediği varsayımına dayanan Zivot ve Andrews (1992) tarafından geliştirilen yapısal kırılmalı birim

kök testi (ZA) sabitli (Model A), trendli (Model B) modellerle, sabitli ve trendli (Model C) model kurularak kullanılmıştır. Kurulan modellerde en yüksek gecikme sayısı 4 olarak alınarak ilgili modeller tahmin edilmiştir.

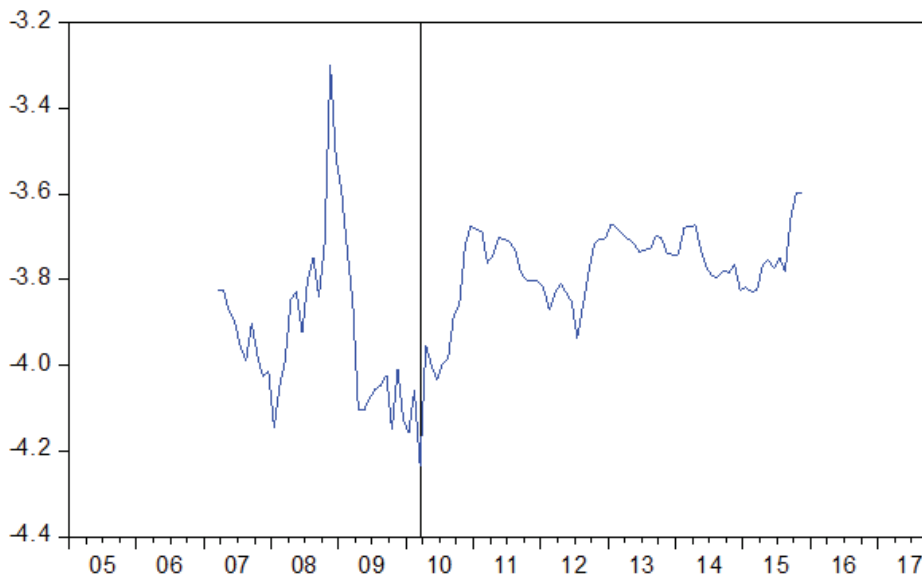
CDS değişkeni için kurulan Model A, Model B ve Model C'ye ilişkin sonuçlara tablo 3.4'te yer verilmiştir.

**Tablo 3.4: CDS Değişkeni İçin ZA Testi Sonuçları**

Model Türü	t-istatistiği	p-istatistiği	Kırılma Dönemi
Model A	-4.235290	0.079886	2010/03
Model B	-3.926309	0.622986	2008/11
Model C	-5.015842	1.02E-0.5	2009/04

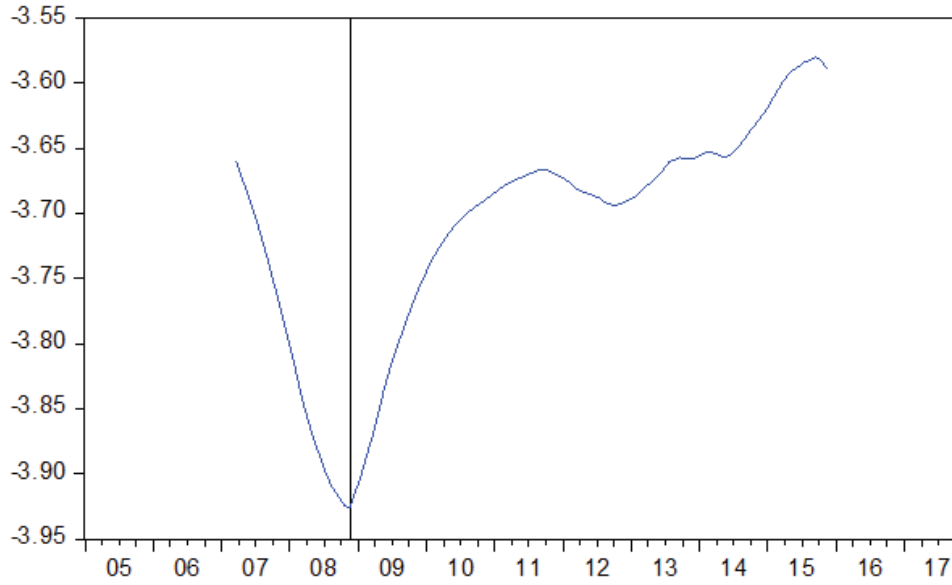
CDS değişkeni için ZA testi sonuçlarına bakıldığında Model A için t istatistiğinin -4.235290, p istatistik değerinin ise 0.079886 ile %90 anlamlılık düzeyinde durağan olduğu görülmektedir. Model B'de ise CDS değişkeni için 0.622986 olasılık değeri bu modelde değişkenin durağan olmadığını yani birim köke sahip olduğunu göstermektedir. Aynı değişken için Model C'ye bakıldığında %1 anlamlılık düzeyinde durağan bir yapının varlığı sonucunu göstermektedir.

**Grafik 3.8: CDS Değişkeni İçin Model A Grafiği**



Grafik 3.4'den görüldüğü üzere CDS değişkeni için kurulan sabitli modelde kırılma noktası içsel olarak 2010 yılı Mart ayı olarak belirlenmiştir.

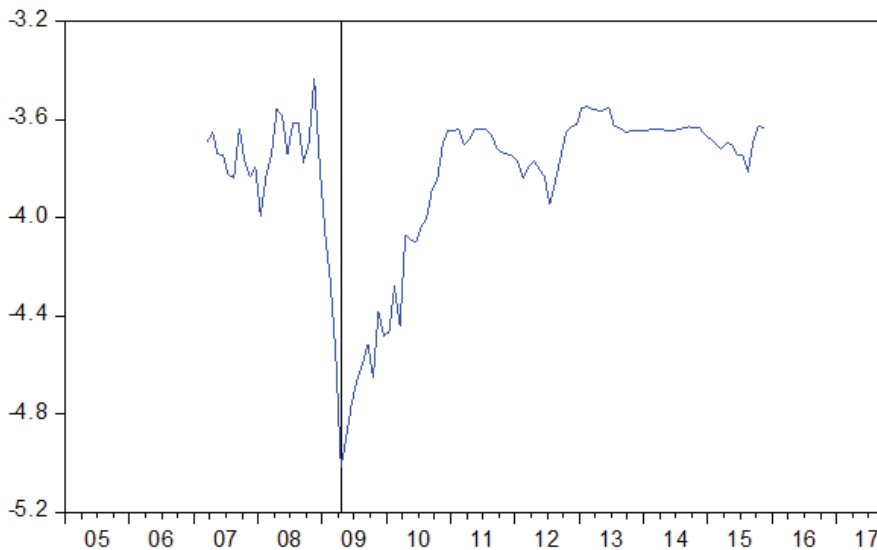
**Grafik 3.5: CDS Değişkeni İçin Model B Grafiği**



CDS değişkeni için kurulan Model B’de kırılma döneminin 2008 yılı Kasım ayı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Nitekim bu 2008 Mortgage Krizi’nin başladığı aylara denk düşmektedir. Model B için tespit edilen kırılma dönemi grafik 3.5’te gösterilmiştir.

CDS değişkeni için Model C’ye baktığımızda ise kırılma döneminin 2009 yılının Nisan ayı olduğu görülmektedir. Söz konusu kırılma aşağıda yer alan grafik 3.6’da gösterilmiştir.

**Grafik 3.6: CDS Değişkeni İçin Model C Grafiği**



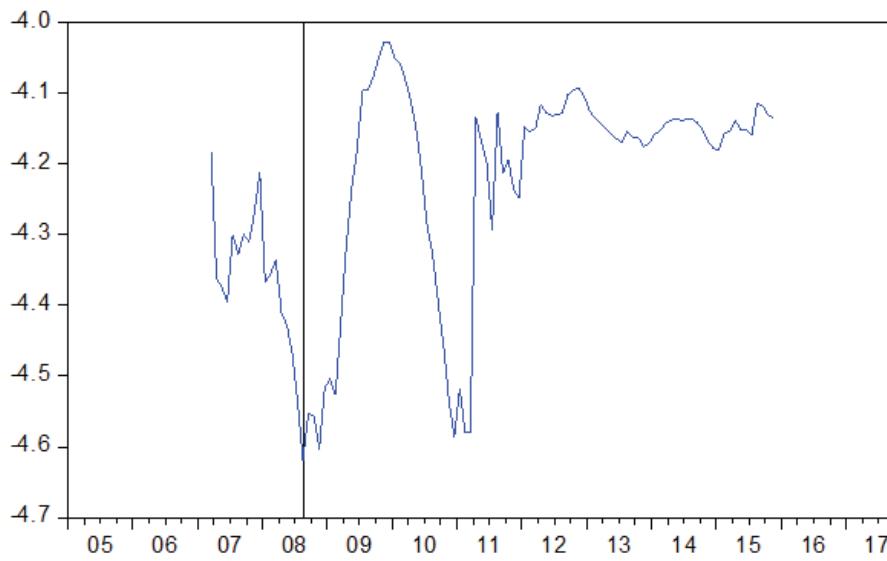
YABANCI değişkeni için yapılan ZA testinde tam rank olmaması dolayısıyla Model C oluşturulamamıştır. Buna karşın YABANCI değişkeni için elde edilen ZA test sonuçları tablo

3.5'te, Model A ve Model B'ye ilişkin yapısal kırılmalar ise grafik 3.7 ile 3.8'de sırasıyla verilmiştir.

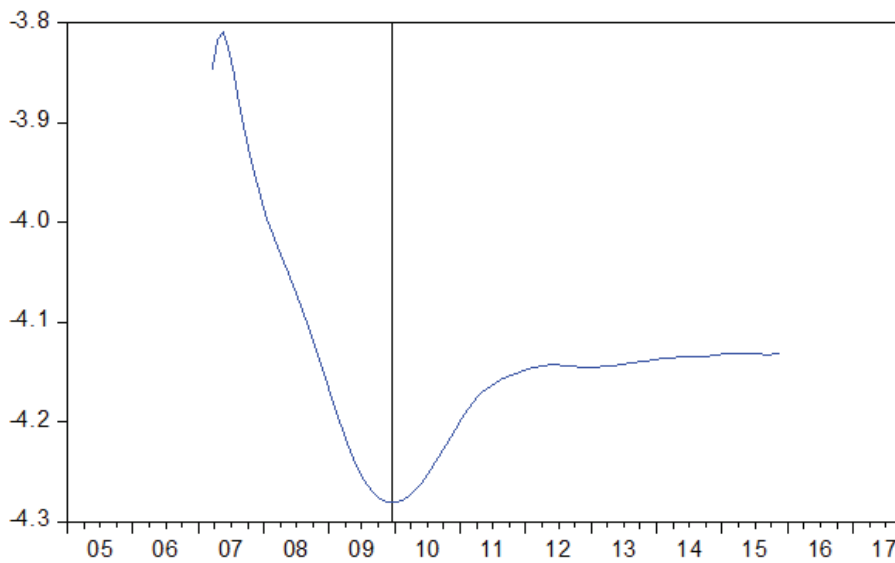
**Tablo 3.5: YABANCI Değişkeni İçin ZA Testi Sonuçları**

Model Türü	t-istatistiği	p-istatistiği	Kırılma Dönemi
Model A	-4.619171	0.147813	2008/08
Model B	-4.281044	0.666191	2009/12
Model C	-	-	-

**Grafik 3.7: YABANCI Değişkeni İçin Model A**



**Grafik 3.8: YABANCI Değişkeni İçin Model B**

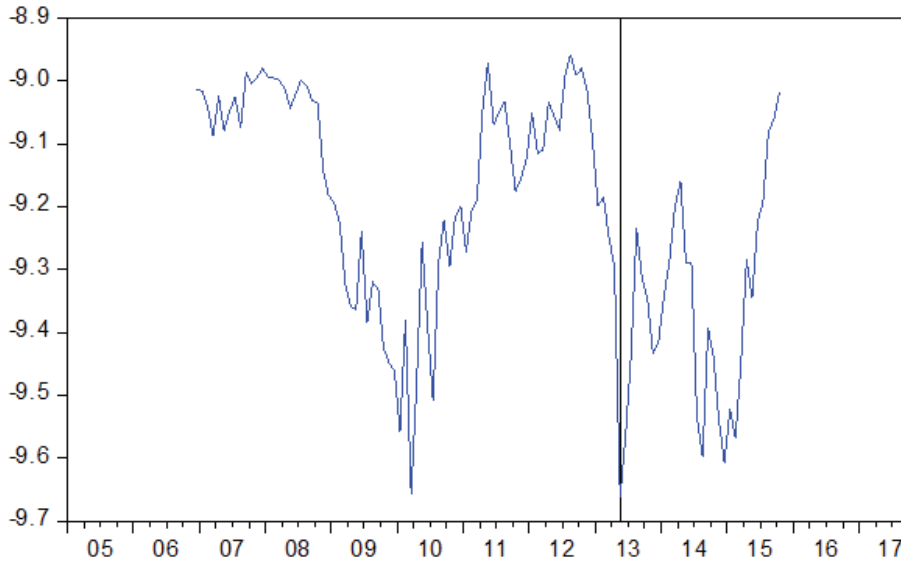




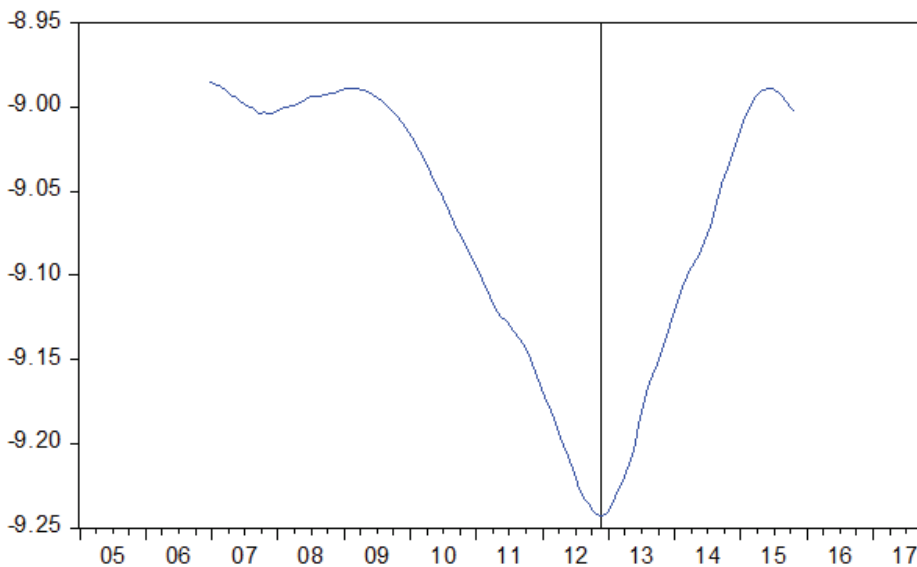
Grafik 3.7'de YABANCI değişkeni için sabitli modelde yapısal kırılma tarihinin Ağustos 2008 olduğu ve grafik 3.8'de ise trendli modelde yapısal kırılma tarihinin Aralık 2009 olduğu görölmektedir. Test sonuçlarına birim kökün varlığı açısından bakıldığında ise Model A için olasılık değerinin 0.147813, Model B için ise 0.666191 olduğu görölmektedir. Bu bağlamda her iki model için birim kökün var olduğu söylenebilir.

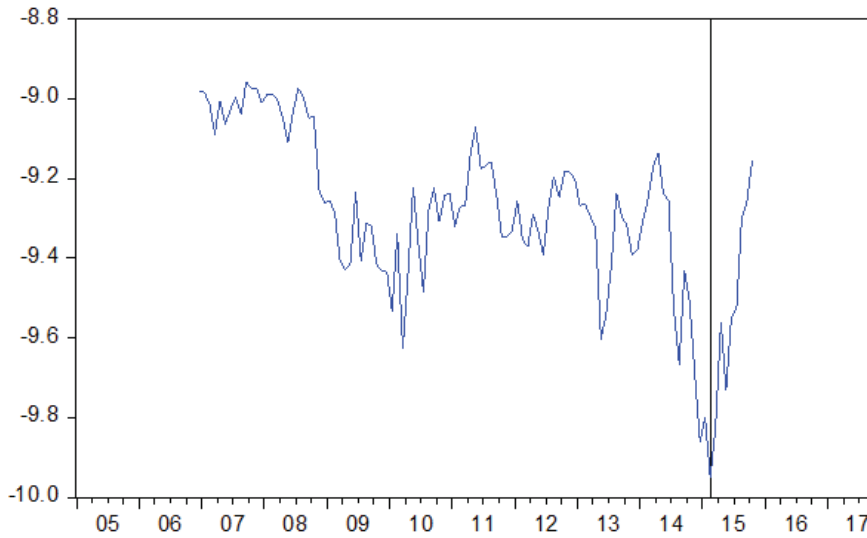
PORTFOY değişkeni için Model A-C ilişkin yapısal kırılma tarihleri grafik 3.9-3.11'da sırasıyla verilmiştir. Aynı değişken için ZA testi sonuçları tablo 3.6'da gösterilmiştir.

**Grafik 3.9: PORTFOY Değişkeni İçin Model A**



**Grafik 3.10: PORTFOY Değişkeni İçin Model B**



**Grafik 3.11: PORTFOY Değişkeni İçin Model C**

PORTFOY değişkeni için Model A'da yapısal kırılma tarihi Mayıs 2013, Model B'de Kasım 2012 ve Model C'de Şubat 2015 olarak belirlenmiştir. Bu değişkene ilişkin ZA testi sonuçları ise;

**Tablo 3.5: PORTFOY Değişkeni İçin ZA Testi Sonuçları**

Model Türü	t-istatistiği	p-istatistiği	Kırılma Dönemi
Model A	-9.661831	0.000501	2013/05
Model B	-9.242948	0.024722	2012/11
Model C	-9.952066	0.000390	2015/02

Tablo 3.6'da belirtilen ZA testi sonuçlarına göre üç modelde de PORTFOY değişkeni için yapısal kırılma durumunda birim kökün varlığı boş hipotezi reddedilmiştir. Yani PORTFOY değişkeni her üç modelde de durağandır.

### 3.4. ARDL Modeli

Bu çalışmada kullanılan seriler aynı seviye entegre olmadığı eş-bütünleşme analizi yapılamamış bu yüzden ARDL modeline başvurulmuştur. Bu modele başvurulmasının bir diğer nedeni CDS değişkeni değişkeni ile YABANCI ve PORTFOY değişkeni arasında uzun dönemli ilişkinin var olup olmadığının bu yöntemle analiz edilme olanağına sahip olduğudur. Söz konusu modelin, hata düzeltme modelini kurma olanağı tanınması bir diğer neden olarak düşünülebilir. ARDL modelinde sınır testi denklemi aşağıdaki şekilde ifade edilir (Esen, Yıldırım ve Kostakoğlu 2012: 251-267):

$$\Delta Y_t = \psi_0 \sum_{i=1}^m \psi_{1i} \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^m \psi_{2i} \Delta X_{1t-i} + \dots + \sum_{i=0}^m \psi_{ki} \Delta X_{kt-i} + \xi_1 Y_{t-1} + \xi_2 X_{1t-1} + \dots + \xi_k X_{kt-1} + u_t \quad (3.7)$$

Denkleimde  $\Psi$ ; sabit terim iken,  $\Delta$ ; fark terimini ve  $u$ ; hata terimini ifade etmektedir. Söz konusu modelde uygun gecikme uzunluğunun tespiti, eşbütünleşmenin sorgulanabilmesi açısından önemlidir. Modelde, gecikme uzunluklarının Akaike ve Schwarz bilgi kriterleri ile belirlenmesinden sonra söz konusu modelin tahmini EKK (en küçük kareler) yöntemi ile tahmin edilebilir. ARDL modelinde eşbütünleşme ilişkisi ile ilgili hipotezler şu şekilde kurulmaktadır (Kurt 2016: 85):

$$H_0: \xi_1 = \xi_2 = \dots = \xi_k = 0 \rightarrow \text{Eşbütünleşme yoktur.} \quad (3.8)$$

$$H_1: \xi_1 \neq \xi_2 \neq \dots \neq \xi_k \neq 0 \rightarrow \text{Eşbütünleşme vardır.} \quad (3.9)$$

Eşbütünleşmede hipotez sınanırken F testleri ile asimptotik kritik değerler karşılaştırılır. Alt ve üst sınırların belirlenmesinden sonra yapılan değerlendirmede F istatistik değeri alt sınırdan büyük ise hipotez kabul edilerek eşbütünleşmenin olmadığı sonucuna ulaşılır. F istatistiği üst sınırdan büyük ise  $H_0$  hipotezi reddedilerek eşbütünleşmenin varlığı sonucuna ulaşılır. Eğer F istatistiği alt ve üst sınırlar arasında ( $\text{Alt sınır} > F > \text{Üst sınır}$ ) bir değer olarak hesaplanırsa kararsızlık durumu söz konusu olacak ve eşbütünleşmenin varlığı için herhangi bir şey söylenemeyecektir. ARDL modelinde uzun dönemli ilişkiler şu denklemle ifade edilir:

$$Y_t = \Psi_0 + \sum_{i=1}^m \Psi_{1i} \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^n \Psi_{2i} \Delta X_{1t-1} + \dots + \sum_{i=0}^r \Psi_{ki} \Delta X_{kt-i} + u_t \quad (3.10)$$

Bu denklemle değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkiler elde edildikten sonra kısa dönemli ilişkilerin elde edilmesi için şu denklem kullanılmaktadır:

$$\Delta Y_t = \Psi_0 + \sum_{i=1}^m \Psi_{1i} \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^n \Psi_{2i} \Delta X_{1t-1} + \dots + \sum_{i=0}^r \Psi_{ki} \Delta X_{kt-i} + \mu ecm_{t-1} + u_t \quad (3.9)$$

Bu denklem uzun dönem ilişkisine ait olan denklemin kalıntılarının bir gecikmeli değeridir. ARDL yöntemine ilişkin olarak yapılan bu açıklamalardan sonra aşağıda Model 1'de CDS-YABANCI değişkenlerinin, Model 2'de ise CDS-PORTFOY değişkenlerinin analiz bulgularına yer verilecektir.

### 3.4.1. Model 1: CDS İle Doğrudan Yabancı Yatırımların İlişkisi

Bu çalışmada, birim kök sınavasından sonra değişkenler arasında ilişkilerin tespit edilmesi için yapılan ARDL modelinin uygulanabilmesi için öncelikle otokorelasyon sorununun olup olmadığı araştırılmıştır. Model 1 için yani CDS ile doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişkinin test edilmesine geçilmeden önce yapılan Breusch Goldfrey testinde modelde otokorelasyon sorununun var olduğu görülmüştür. Daha sonra yapılan White

testi sonuçlarında ise otokorelasyon sorununun olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. White testi sonuçları tablo 3.7. ve tablo 3.8.'de gösterilmiştir.

**Tablo 3.7.: Model 1 İçin White Testi Sonuçları A tablosu**

Heteroskedasticity Test: White			
F İstatistiği	1.452037	Prob. F(19,130)	0.1141
Obs*R-squared	26.26016	Prob. Chi-Square(19)	0.1231
Scaled explained SS	36.01852	Prob. Chi-Square(19)	0.0105

**Tablo 3.8.: Tablo Model 1 İçin White Testi Sonuçları B tablosu**

	AC	PAC	Q-Stat	Prob*
1	-0.008	-0.008	0.0094	0.923
2	-0.095	-0.095	1.4110	0.494
3	-0.014	-0.016	1.4410	0.696
4	-0.029	-0.039	1.5721	0.814
5	0.298	0.297	15.507	0.008
6	0.019	0.017	15.565	0.016
7	-0.093	-0.040	16.933	0.018
8	0.054	0.062	17.400	0.026
9	0.041	0.053	17.665	0.039
10	-0.102	-0.199	19.347	0.036
11	0.015	0.008	19.382	0.055
12	0.029	0.060	19.525	0.077
13	0.029	-0.002	19.667	0.104
14	0.019	-0.024	19.730	0.139
15	-0.130	-0.030	22.594	0.093
16	0.020	0.031	22.661	0.123
17	-0.013	-0.093	22.692	0.160
18	-0.043	-0.046	23.018	0.190
19	0.086	0.112	24.301	0.185
20	-0.079	-0.064	25.395	0.187
21	-0.074	-0.105	26.374	0.193
22	-0.036	-0.010	26.607	0.227
23	-0.076	-0.035	27.649	0.229
24	0.105	0.032	29.652	0.197
25	-0.031	-0.049	29.831	0.231
26	-0.122	-0.032	32.564	0.175
27	-0.102	-0.120	34.505	0.152
28	-0.050	-0.060	34.969	0.171
29	-0.006	-0.039	34.975	0.205
30	0.031	0.030	35.157	0.237
31	-0.051	-0.026	35.652	0.259
32	-0.075	-0.034	36.747	0.258
33	-0.058	-0.068	37.408	0.274
34	-0.074	-0.039	38.498	0.273
35	0.026	-0.020	38.635	0.309

Tablo 3.7.'de yer alan F istatistik değerinin tablo 3.8'de yer alan p olasılık değerlerinden yüksek olduğu görülmektedir. Bu durumda model 1 için otokorelasyon sorununun olmadığı görülmektedir.

Yapılan White testinden sonra değişkenler arasında eşbütünleşmenin var olup olmadığının sınanması için sınır (bound) testi yapılmıştır. Model 1 için yapılan sınır testi sonuçları tablo 3.9'da gösterilmiştir.

**Tablo 3.9.: Model 1 İçin Sınır Testi Sonuçları**

<b>AIC Gecikme Uzunluğu</b>	(3, 0, 0)		
<b>F İstatistik Değeri</b>	7.48		
<b>Tablo Kritik Değerleri</b>			
<b>nem Düzeyleri</b>	%1	%5	%10
<b>Alt Kritik Değer I(0)</b>	4.13	3.1	2.63
<b>st Kritik Değer I(1)</b>	5.00	3.87	3.35

Tabloda yer alan F istatistik değerine bakıldığında 7.48 olan F istatistik değerinin %10 anlamlılık düzeyinde üst sınır olan 3.35'ten yüksek olması dolayısıyla değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin olduğu görülmektedir. Yani sınır testi sonuçlarına göre CDS değişkeni ile doğrudan yabancı yatırımlar arasında uzun dönem ilişkisinin varlığı söz konusudur.

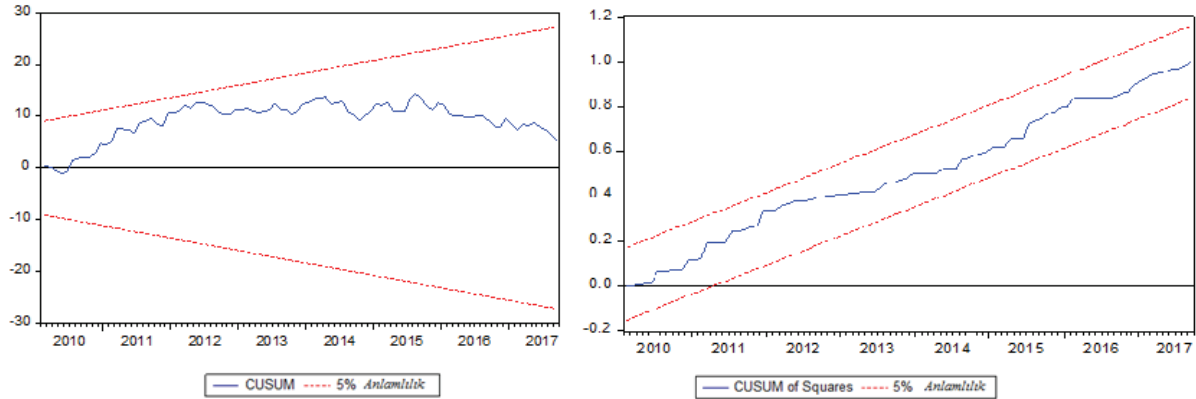
Değişkenler arasında var olan uzun dönem ilişkisinin anlamlılığına bakıldığında ise tablo 3.10'da yer alan uzun dönem sonuçlarından bu uzun dönem ilişkisinin anlamlı olmadığı sonucu çıkarılabilir.

**Tablo 3.10.: Model 1 İçin Uzun Dönem Sonuçları**

<b>Değişkenler</b>	<b>Katsayı Değerleri</b>	<b>T İstatistik Değeri</b>
LOG(CDS)	-0.10	-0.27 (0.79)
KRIZ	0.03	0.15 (0.88)

Tablodan da görüleceği üzere logaritması alınmıő CDS değişkeninin olasılık değeri 0.79 olup bu değer %10 anlamlılık düzeyinden yüksektir.

Model 1 için uzun dönemli ilişkilerin kararlı bir yapıda olup olmadığının sınanması adına yapılan cusum testlerinin sonuçları grafik 3.12'de gösterilmiştir.

**Grafik 3.12.: Model 1 İçin Cusum Testi Sonuçları**

Cusum testi sonuçlarına göre model 1 için değişkenlerin uzun dönemli ilişkilerin kararlı bir yapıda olduğu görünmektedir. Ancak bu kararlılık halinin uzun dönemli ilişkiler için yapılan testler neticesinde değişkenler arasında anlamlı bir uzun dönemli ilişki çıktığı sonucu göz ardı edilmemelidir.

CDS değişkeni ile doğrudan yabancı yatırımlar arasında uzun dönemli ilişkilerin anlamlı olmamasıyla birlikte aynı değişkenler arasında olası kısa dönem ilişkilerinin araştırılması için hata düzeltme modeli oluşturulmuştur. Oluşturulan hata düzeltme modeline ilişkin sonuçlar tablo 3.11’de gösterilmiştir.

**Tablo 3.11.: Model 1 İçin Hata Düzeltme Modeli ve Kısa Dönem Sonuçları**

Değişkenler	Katsayı Değerleri	T İstatistik Değeri
<b>DLOGYABANCI (-1)</b>	-0.20	-1.95 (0.05)
<b>DLOGYABANCI(-2)</b>	-0.23	-2.92 (0.00)
<b>DLOGCDS</b>	0.32	0.56 (0.57)
<b>DKRİZ</b>	0.30	0.51 (0.61)
<b>HATA</b>	0.66	5.48 (0.00)

Tablodaki sonuçlara bakıldığında CDS değişkeni ile yabancı yatırımlar arasında kısa dönem ilişkilerinin de anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmaktadır. Buna karşın hata teriminin 0.66 olan katsayısı %1 anlamlılık düzeyinde modeldeki kısa dönem dengesizliklerinin uzun dönemde %66 oranında giderildiğini ifade etmektedir.

### 3.4.2. Model 2: CDS İle Portföy Yatırımları İlişkisi

Model 2 için ARDL uygulamasının sonuçları tablo 3.12’de gösterilmiştir. Tabloda değişkenlerin katsayı değerleri, T istatistik ve olasılık değerlerine ek olarak tanısal test sonuçları yer almaktadır.

**Tablo 3.12: Model 2 İçin ARDL (1, 1, 0) Sonuçları<sup>22</sup>**

Değişkenler	Katsayı Değerleri	T İstatistik ve Olasılık Değerleri
PORTFOY (-1)	0.19	2.53 (0.01)
CDS	-30.17	-5.87 (0.00)
CDS (-1)	23.50	4.64 (0.00)
KRİZ	283.41	0.87 (0.38)
C	2167.82	3.36 (0.00)
<b>Tanısal Testler</b>		
$R^2$		0.27
Düzeltilmiş $R^2$		0.25
F İstatistik Değeri		13.67 (0.00)
Durbin Watson Testi		2.01
Jague Bera Normallik Testi		1.99 (0.37)
Breusch-Goldfrey LM Testi		0.85 (2.15)

Model 2’nin sonuçlarına baktığımızda  $R^2$  ve düzeltilmiş  $R^2$  değerleri sırasıyla 0.27 ve 0.25 olarak hesaplanmış olup bu değerler bağımsız değişkenin bağımlı değişkeni açıklama gücünü göstermektedir. Sonuçlarla ilgili olarak F istatistik değerine bakıldığında ise bu değer 13.67 olarak hesaplandığını aynı zamanda %1 anlamlılık düzeyinde 0,00 olasılık değeri ile modelin anlamlı olduğunu görmekteyiz. Yine modelde hesaplanan Breusch-Goldfrey LM testi ve Durbin Watson test değerleri sırasıyla 0.85 ve 2.01 olup modelde otokorelasyon olmadığını göstermektedir. Jague Bera normallik testine bakıldığında ise test sonucu olan 1.99 t değeri ile modelde normal dağılım sorununun olmadığı görülmektedir.

CDS ile portföy yatırımları ilişkisine yönelik ARDL modelinin kurulmasından sonra değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin var olup olmadığı sınır testi ile test edilmiştir. Model 2’ye ilişkin sınır testi sonuçları tablo 3.13’te verilmiştir.

<sup>22</sup> Tabloda yer alan parantez içi değerler olasılık değerlerini ifade etmektedir.

Tablo 3.13.: Model 2 İçin Sınır (Bounds) Testi Sonuçları

AIC Gecikme Uzunluğu	(1, 1, 0)		
F İstatistik Değeri	28.45		
<b>Tablo Kritik Değerleri</b>			
Önem Düzeyleri	%1	%5	%10
Alt Kritik Değer I(0)	4.13	3.1	2.63
Üst Kritik Değer I(1)	5.00	3.87	3.35
<b>Tanısal Test Sonuçları</b>			
$R^2$	0.48		
Düzeltilmiş $R^2$	0.46		
Ramsey-Reset Testi	1.76 (0.08)		
Jague Bera Normallik Testi	1.99 (0.37)		
Durbin Watson Testi	2.02		
F İstatistik Değeri	33.46 (0.00)		

Model 2 için sınır testi sonuçlarına bakıldığında F istatistik değerinin 28.45 olduğu görülmektedir. Bu değer %10 anlamlılık düzeyinde üst kritik değer olan 3.35'ten büyük olduğu için değişkenler arasında eşbütünlük ilişkisi olduğu sonucuna varılır. Buna göre değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığı söz konusudur.

Sınır testinde elde edilen  $R^2$  ve düzeltilmiş  $R^2$  değerlerine bakıldığında sırasıyla 0.48 ve 0.46 olduğu görülmektedir. Bu değerler bağımlı değişkenin bağımsız değişkeni açıklama gücünün çok yüksek olmadığı anlamına gelmektedir. Sınır testinde elde edilen F değeri 33.46 olup modelin bütünüyle anlamlı olduğunu ifade etmektedir. Modelde 1.96 değerini taşıyan Durbin Watson testi otokorelasyon, 1.76 değerini taşıyan Ramsey-Reset testi spesifikasyon, 1.99 değerini taşıyan Jague Bera testi normal dağılım sorununun olmadığını göstermektedir.

Model 2 için yapılan sınır testinden sonra değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkinin durumu hakkında tablo 3.14'e bakılabilir.

Tablo 3.14: Model 2 İçin Uzun Dönem Sonuçları<sup>23</sup>

Değişkenler	Katsayı Değerleri	T İstatistik Değeri
CDS	-8.26	-2.80 (0.00)
KRIZ	351.42	0.88 (0.38)

Model 2 ile ilgili uzun dönem ilişkisine bakıldığında Türkiye için kredi temerrüt swapları ile portföy yatırımları arasında anlamlı ilişkiler olduğu görülmektedir. CDS değişkeninin katsayı değerinin negatif olması CDS primindeki bir düşüşün portföy yatırımlarını arttırdığı anlamına gelmektedir. Nitekim çalışmanın birinci bölümünde de ifade

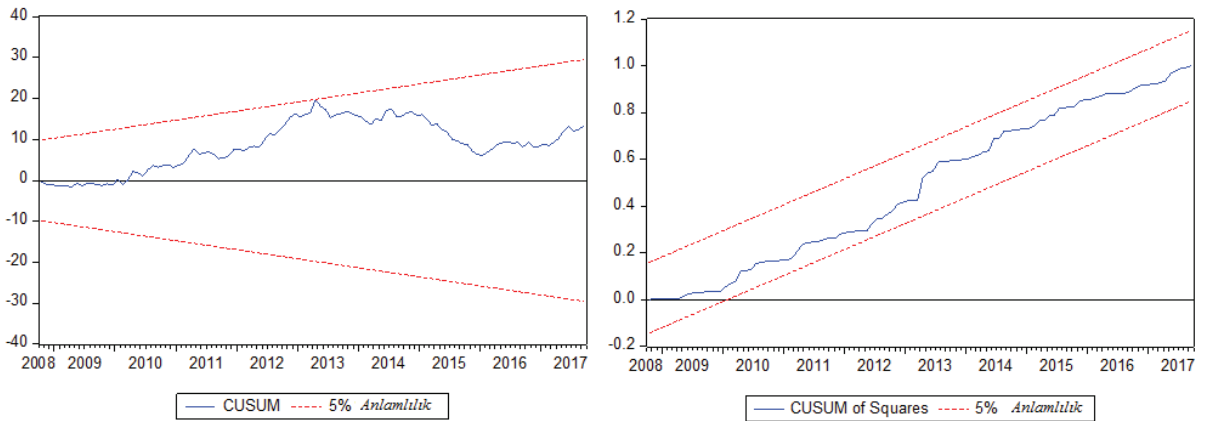
<sup>23</sup>Tabloda yer alan parantez içi değerler olasılık değerlerini ifade etmektedir.



edildiği üzere CDS priminin düşmesi söz konusu ülkeye ilişkin riskin azaldığı anlamına gelmektedir ki bu da portföy yatırımlarının ülkeye girişini teşvik edecek bir durumdur.

Söz konusu modelde uzun dönemli ilişkilerin kararlı bir yapıda olup olmadığının araştırılması için Cusum ve Cusum Q testleri yapılmaktadır. Cusum Q testi, Cusum testine göre daha hassas bir testtir. Bu testlere göre test istatistikleri %5 anlamlılık düzeyinde sınırlar içindeyse modelde yapısal kırılma olmadığı ifade edilir. Grafik 3.13 Model 2 için yapısal kırılma sonuçlarını göstermektedir.

**Grafik 3.13: Model 2 İçin Yapısal Kırılma Sonuçları**



Model 2 için kısa dönemli ilişkilerin var olup olmadığının tespiti için hata düzeltme modeli oluşturulmuştur. Oluşturulan hata düzeltme modeline ilişkin sonuçlar tablo 3.15'te gösterilmiştir.

**Tablo 3.15.: Model 2 İçin Hata Düzeltme Modeli ve Kısa Dönem Sonuçları<sup>24</sup>**

Değişkenler	Katsayı Değerleri	T İstatistik Değeri
D(CDS)	-30.13	-6.09 (0.00)
D(KRİZ)	-181.12	-0.13 (0.89)
HATA	-0.81	-10.74 (0.00)

Tabloda yer alan sonuçlara bakıldığında kısa dönemde CDS değişkeni ile portföy yatırımları arasında anlamlı bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Bunun yanında hata düzeltme katsayısının negatif ve %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı olması dolayısıyla modelde yer alan kısa dönem dengesizliklerinin uzun dönemde %81 oranında ortadan kaldırıldığı sonucunu ortaya koymaktadır.

<sup>24</sup>Tabloda yer alan parantez içi değerler olasılık değerleridir.

Hata düzeltme modeliyle elde edilen sonuçlar bağlamında değişkenlerin kısa dönemde etkisine bakıldığında CDS primindeki %1’lik bir artışın portföy yatırımlarını %30.13 düşürdüğü sonucu ortaya çıkmaktadır.

## **Sonuç ve Değerlendirme**

Neoliberal politikaları benimsenmesi, dış ticaretin liberalleşmesi ve küreselleşmenin hızlanmasıyla birlikte ülkeler arasında para, mal ve sermaye akımlarında hızlanma yaşanmaya başlamıştır. Bu uluslararası akımlara ilişkin hükümler büyük ölçüde, egemen ülkelerin üye olduğu uluslararası siyasi, ekonomik ve finansal kuruluşlarca belirlenmektedir. Bu hükümler kimi zaman hükümetlerden bağımsız kuruluşlara ekonomik anlamda derecelendirme, denetleme ve benzeri görevleri yerine getirme hakkı vermekte veya dolaylı da olsa hükümetleri bu kuruluşlarla ilişki halinde olmaya zorlamaktadır.

Para, mal ve sermaye akımlarının artması ekonomide “yabancı sermaye yatırımları” kavramını doğurmuştur. Yabancı sermaye yatırımları doğrudan ve dolaylı olmak üzere iki gruba ayrılmakta; doğrudan yabancı sermaye yatırımları bir ülkeye başka ülkelerden üretim tesisi kurmak, şube açmak, gayrimenkul edinmek amacıyla yapılan yatırımları ifade ederken, dolaylı yabancı sermaye yatırımları daha çok tahvil, hisse senedi gibi menkul varlık alımı amacıyla yapılan yatırımları ifade eder.

Yabancı sermaye yatırımları ev sahibi ülkenin büyüme, istihdam, ödemeler dengesi gibi makroekonomik göstergelerine yönelik etkileri dolayısıyla önemli bir araçtır. Kaynak ülke açısından da maliyet avantajı, karlılık vb gerekçelerle başka ülkelerde yatırım yapılmak istenebilmektedir.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları için de dolaylı yabancı sermaye yatırımları için de ev sahibi ülkedeki olası risklerin bu yatırımları etkilediği düşünülmektedir. Bu riskler siyasi, askeri ve ekonomik riskler olabilir. Bu risklerin varlığı ülke risklerinin ölçümü gerekliliğini doğurmuştur.

Uluslararası finansal sistem ülke risklerinin yatırım yapılabilirlik açısından ölçümü için derecelendirme kuruluşlarını var etmiştir. Bugün dünya genelinde ülkeleri, firmaları, yerel yönetimleri yatırım yapılabilirlik açısından notlandırmaya tabi tutan onlarca kredi derecelendirme kuruluşu faaliyet göstermektedir. Bunların en bilinenleri Moody’s, Fitch ve Standard&Poor’s’tur. Bu kuruluşlar ülkelere belli harflere tekabül eden notlar vererek kredi derecelendirmesi yapmaktadır. Bu notların yüksekliği ülkelerin yatırım yapılabilir ve yükümlülüklerini yerine getirebilir olduğunu ifade ederken, düşüklüğü söz konusu ülkelerin

yükümlülüklerini yerine getirme yönünden olumsuz bir görünümde olduğunu ve bu ülkelere yatırım yapmanın daha yüksek riskli olduğu anlamına gelmektedir.

Kredi derecelendirmesi belli dönemlerde yapıldığı için iki notlandırma dönemi arasında söz konusu ülkede risklerin artmasına veya azalmasına yönelik değişiklikler olabilmekte ve bu da kredi derecelendirmesinin güvenilirliğine gölge düşürebilmektedir. Öte yandan ülke tahvillerini alarak yabancı yatırım yapanlar olası risklere karşı kendilerini korumak isteyebilmektedirler. Risklere karşı korunma isteğinin bir sonucu olarak finansal sistem “kredi temerrüt swapı” denilen bir kredi türevini geliştirmiştir.

Kredi temerrüt swapları (CDS), kredi alacağı olan bir alacaklının, söz konusu alacağını tahsil edememesi yani temerrüde düşmesi olasılığına karşı sigorta niteliğinde bir finansal enstrümandır. CDS’ler finansal piyasalarda günlük olarak işlem görmekte ve bu primin yüksekliği söz konusu ülkenin yükümlülüklerini yerine getirmesine ilişkin risklerin arttığı, düşüklüğü ise söz konusu risklerin azaldığı biçiminde yorumlanmaktadır. Bu açıdan bakıldığında CDS’ler ile kredi notları arasında ters yönlü bir ilişkinin varlığı söz konusu olmaktadır. Bu bilgiler ışığında CDS’lerin ülke risklerini açıklamada gerçekten etkili olup olmadığı araştırmayı haklı gösteren bir konu olmaktadır. Eğer CDS’ler ülke riskine ilişkin bir gösterge aracı ise yabancı yatırımları da etkilemesi beklenir.

Bu çalışmada CDS’lerin doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları ile ilişkisi Türkiye için incelenmiştir. Bu ilişkinin incelenmesinde temel olarak Türkiye’nin 5 yıllık CDS primleri ve Türkiye’ye yapılan doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları kullanılmıştır. Söz konusu araştırma 2005:1-2017:9 dönemi için Eviews programı kullanılarak yapılmıştır. Yöntem olarak ARDL (Autoregressive Distributed Lag Model) kullanılmıştır.

Çalışmada değişkenlerin birim köke sahip olup olmadığını yani durağanlığını araştırmak amacıyla AugmentedDickey Fuller (ADF), PhillipsPerron(PP) ve ZivotAndrews (ZA) testleri yapılmıştır.

Yapılan testlerden ADF testinde birim kökün varlığı sabitli, sabitli-trendli ve sabitsiz-trendsiz olmak üzere üç modelde sınanmıştır. Test sonuçlarına göre CDS değişkeni sabitsiz-trendsiz ve sabitli-trendli modellerde birim köke sahipken, YABANCI değişkeninin sabitsiz-trendsiz modelde birim köke sahip olduğu görülmüştür. PORTFOY değişkeninin araştırma sonucu ise üç model için durağan çıkmıştır. Söz konusu araştırmada CDS ve YABANCI değişkenlerinde var olan birim kökler nedeniyle üç değişkenin de birinci farkı alınarak, birinci fark düzeyinde durağanlaştıkları görülmüştür.

PP testine göre ise CDS değişkeninin sabitsiz-trendsiz modelde birim köke sahipken, YABANCI ve PORTFOY değişkenlerinin düzeyde durağan olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Birinci farkları alındığında ise üç değişkenin de üç modelde durağan olduğu görülmüştür.

ZA testi sonuçlarına göre ise üç değişkende de yapısal kırılmaların olduğu görülmüştür. Bu test için oluşturulan sabitli, trendli ve sabitli-trendli modellerde değişkenlerin kırılmalarına bakıldığında CDS değişkeni için Mart 2013, Kasım 2008 ve Nisan 2009 dönemlerinde; PORTFOY değişkeni için Mayıs 2013, Kasım 2012 ve Şubat 2015 dönemlerinde yapısal kırılmaların olduğu sonucuna ulaşılmıştır. YABANCI değişkeni için yapısal kırılmalara bakıldığında ise Ağustos 2008 ve Aralık 2009 dönemlerinde yapısal kırılmanın olduğu sonucuna ulaşılmış sabitli trendli model için ise tam rank olmaması dolayısıyla kırılma gözlemlenememiştir.

Daha sonra yapısal kırılmalar ve analize konu olan dönemde (2005/01-2017/09) 2008 Mortgage Krizi'nin ve hemen ardından yaşanan 2009 Avrupa Borç Krizi dolayısıyla analize kukla (dummy) değişken olarak KRIZ değişkeni dahil edilmiş ve ARDL testi ile analize devam edilmiştir.

ARDL yöntemi uygulanmak suretiyle yapılan bu çalışmada iki model kurulmuştur. Birinci modelde CDS değişkeni ile doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki uzun dönemli ve kısa dönemli ilişkiler, ikinci modelde ise CDS değişkeni ile portföy yatırımları arasındaki uzun dönemli ve kısa dönemli ilişkiler araştırılmıştır.

Birinci modelin bulgularına göre 2005/01-2017/09 dönemi için Türkiye'nin CDS primi ile aynı dönemde Türkiye yapılan yabancı yatırımlar arasında gerek uzun dönemli gerekse kısa dönemli ilişkilerin anlamlı olmadığı sonucu elde edilmiştir. Bu sonuç CDS priminin bir risk algı göstergesi olduğu düşünüldüğünde Bevan ve Estrin'in (2004) ülke riskinin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisinin önemsiz olduğu sonucuyla örtüşmektedir.

İkinci modelin bulgularına göre ise analize konu olan dönem için Türkiye'nin CDS primi ile Türkiye'ye yapılan portföy yatırımları arasında hem uzun dönemde hem de kısa dönemde anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. CDS primi ve portföy yatırımları arasındaki anlamlı ilişkileri ifade eden bu sonuç Norden ve Weber'in (2004) CDS piyasalarının tahvil piyasasına öncülük ettiği sonucu ile -ülke tahvillerinin de portföy yatırımı çerçevesinde değerlendirildiğinde- örtüşmektedir. Öte yandan Özkaplan'ın (2011) İMKB 100 ve Dow Jones Endeksi ve diğer finansal göstergeler ile CDS'ler için yaptığı çalışmasında

CDS'lerin öncü rol oynadığı sonucu ile de -hisse senedi piyasalarında yerli yatırımcının yanında yabancı yatırımcıların da yer aldığı düşünüldüğünde- ayrıca örtüşmektedir.

CDS'ler yatırım kararlarını etkileyen araçlar olarak bilinmekle birlikte bu çalışma CDS priminin daha çok sıcak para akımı olarak da kabul edilen portföy yatırımları ile olan ilişkisini kanıtlamaktadır.

Bu ampirik analiz sonuçları ışığında, finansal piyasalarda işlem gören CDS priminin bir risk düzeyi göstergesi olarak kabul edilmesine karşın aslında daha çok spekülatif amaçla kullanılan bir finansal enstrüman olduğu söylenebilir. CDS primlerinin kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlarla olan ilişkisi düşünüldüğünde CDS priminin Türkiye özelinde doğrudan yabancı yatırımlarla herhangi bir ilişkisi olmadığı, buna karşın portföy yatırımları ile gerek uzun dönem gerekse kısa dönem ilişkisinin olduğunu ve teori olarak kabul edildiği üzere CDS primindeki bir artışın risk algısının yüksek olduğu ve böyle bir durumda portföy yatırımı yapacak yabancı yatırımcının yatırım kararından vazgeçtiği görülmektedir. Yani CDS primindeki bir yükseliş portföy yatırımlarını düşürmekte, tersi durumda ise yani CDS primindeki bir düşüş portföy yatırımlarını yükseltmektedir.

Ülkelerin yükümlülüklerini yerine getirip getiremeyeceği konusunda bir risk göstergesi olarak kabul edilen CDS primi, yabancı yatırımcıların portföy yatırımları kararlarında tek belirleyici unsur olmamakla birlikte önemli bir önemli bir değişken olduğu söylenebilir. Bu itibarla yükümlülüklerin yerine getirilememesi ile ilgili olası ülke risklerini daha net bir şekilde ortaya koyabilecek şekilde yeni ölçüm tekniklerinin geliştirilmesi portföy yatırımı yapma düşüncesinde olan yabancı yatırımcıların kararlarını daha sağlıklı vermelerini sağlayabilir.

Türkiye için CDS'lerin doğrudan yabancı yatırımlarla anlamlı ilişkilerinin olmadığı sonucu göz önünde bulundurulduğunda doğrudan yabancı sermaye güven endeksine benzer bir endeksin yıllık dönemler yerine daha kısa dönemler için geliştirilmesi doğrudan yabancı yatırımlara ilişkin daha hassas analizlerin yapılmasını sağlayabilir. Geliştirilecek bu endeksten yola çıkılarak sektörler, iller, yatırım tutarları gibi konular için türev endekslerin oluşturulmasını da kolaylaştırabilir.

## KAYNAKÇA

- Abid, Fathi; Naifar, Nader *The Determinants Of Credit Default Swap Rate: An Explanatory Study* International Journal Of Theoretical And Applied Finance Vol.9 (1) p.23-43, 2006
- Acaravcı, Ali; Bostan, Fikret. *Makroekonomik Değişkenlerin Doğrudan Yabancı Yatırımlar Üzerine Etkileri: Türkiye Ekonomisi için Ampirik Bir Çalışma*, Çağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 8(2), 56-68., 2011.
- Akbulak, Yavuz. *Kredi Derecelendirmesi veya Rating: Kavram ve Ölçütler* Mali Çözüm Dergisi, Sayı: 111, 2012, 171-184.
- Akçaoğlu, Emin. *Türk Firmalarının Dış Yatırımları: Saikler ve Stratejiler*, Türkiye Bankalar Birliği, Yayın No:241, 2005.
- Akdoğan, Kurmaş; Chadwik, Meltem Gülenay. *CDS-Bono Farkı ve Düzeltme Hareketi* Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Ekonomi Notları, Sayı: 2012-01, 2012, Erişim Tarihi: 18.05.2016  
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/df87b32a-6cf4-4b2e-b5ef-e8d103e608cb/EN1201eng.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACEdf87b32a-6cf4-4b2e-b5ef-e8d103e608cb>
- Akel, Veli. *Ders Notları: Finansal Türevlerle Hedging: Forward ve Futures İşlemleri*, Erişim Tarihi: 06.06.2016  
[http://iibf.erciyes.edu.tr/akademi/mh/vakel/veli\\_akil/Hedging.pdf](http://iibf.erciyes.edu.tr/akademi/mh/vakel/veli_akil/Hedging.pdf)
- Akgüç, Öztin. *Banka Yönetimi ve Performans Analizi*, Arayış Basım, İstanbul 2007.
- Aksoy, Ahmet; Tanrıöven, Cihan. *Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi*, 3. Baskı Gazi Kitabevi, Ankara 2007.
- Alcubilla, Raquel Garcia; Pozo, Javier Ruiz Del. *Credit Rating Agencies On The Watch List: Analysis of European Regulation*, Oxford University Press, Oxford United Kingdom 2012, e-kitap.
- Aleksander, Carol; Choudhry, Moorad. *An Introduction to Value-at-Risk*, Fifth Edition, Wiley Publisher, Erişim Tarihi: 09.09.2016.

<https://ebookcentral.proquest.com/lib/canakkale/reader.action?docID=1173428>  
e-kitap.

Altıntaş, M. Ayhan. *5411 Sayılı Bankacılık Kanunu, Basel-I ve Basel-II Düzenlemeleri Çerçevesinde Bankacılıkta Risk yönetimi ve Sermaye Yeterliliği*, Turhan Kitabevi Ankara 2006.

Anson, Mark J.P.; Fabozzi, Frank J.; Choudhry, Moorad; Chen, Ren- Raw. *Credit Derivatives: Instruments, Applications, and Pricing*, Wiley Publishing, New Jersey 2004, Erişim Tarihi: 08.04.2016.  
<http://resolver.ebscohost.com/openurl?sid=EBSCO:edsebk&genre=book&issn=&ISBN=9780471466000&volume=00133&issue=&date=20040101&spage=&pages=&title=Credit%20Derivatives%20:%20Instruments,%20Applications%20and%20Pricing&atitle=Credit%20Derivatives%20%3A%20Instruments%2C%20Applications%20and%20Pricing&aurlast=&id=DOI>: e-kitap.

Apak, Sudi. *Uluslararası Finansal Teknikler Analiz, Teori, Uygulama*, Emlak Bankası Yayınları, İstanbul 1992.

Arık, Şebnem; Akay, A. Beyhan; Zambak, Mehmet. *Doğrudan Yabancı Yatırımları Belirleyen Faktörler: Yükselen Piyasalar Örneği*. Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi Cilt:14 Sayı:2 s.97-110, 2014.

Arıkan, A. Naci. *Türev İşlemlerin Hukuki ve Vergisel Boyutu* Maliye Hesap Uzmanları Derneği Yayınları, İstanbul 2000.

Arın, Tülay. *Kriz, Devlet, İktisat ve Sosyal Güvenlik Politikaları Seçilmiş Yazılar*, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, No: 409, İstanbul 2013.

Aslan, Nurdan; Terzi, Nuray. *Küresel Finans : Küresel Finans Sistemi ve Kurumları - Türev Piyasalar - Futures Fiyatlandırma - Opsiyon Stratejileri - Swap sözleşmeleri*, Hiperlink, 2013 e-kitap.

Augustin, Patrick; Subrahmanyam, Marti G.; Tang, Dragon Y; Wang, Sarah Q. *Credit Default Swaps: Past, Present and Future* Annual Review of Financial Economics <http://people.stern.nyu.edu/msubrahm/papers/ARFE.pdf> Erişim Tarihi: 04.11.2016

Avcıoğlu, Doğan *Türkiye'nin Düzeni (Dün-Bugün-Yarın)* Birinci Kitap, Tekin Yayınevi, İstanbul 2001.

- Ay, Ahmet; Kızılkaya, Oktay; Akar, Tuba. *Gelişmekte Olan Ülkelerde Yolsuzluk ve Demokrasi'nin DYY Üzerindeki Etkisi: Ampirik Bir İnceleme*. Business & Economics Research Journal, 7(3), 73-88, 2016.
- Aydemir, Oğuzhan; Genç, Erhan. *Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Belirleyicileri, Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kapsamında Bir Analiz, Türkiye Örneği*. Optimum Ekonomi ve Yönetim Bilimleri Dergisi 2 (2) s.17-41, 2015.
- Aydın, Zafer. *İşletmelerde Döviz Futures Sözleşmeler İle Kur Riski Yönetimi: VOB (Vadeli İşlemler Borsası Uygulaması*, Adnan Menderes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Aydın 2007.
- Aykol, Bilge; Kurt, Gülüzar. *Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Gelişmeler ve Türkiye İçin Stratejik Planlama ve Konumlanma Yaklaşımı*, İzmir 2006.
- Aysu, Ahmet; Dökmen Gökhan. *Hükümet İstikrarının Doğrudan Yabancı Yatırımlar Üzerindeki Etkisi: gelişmekte Olan Ülkelere İlişkin Ampirik bir Çalışma* Journal of Yasar University. 18 (5) s. 3028-3037, 2010.
- Babuşçu, Şenol. *Bankacılıkta Risk Derecelendirmesi (Rating) ve Türk Bankacılık Sektörüne Uygulanması*, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No:94, Ankara 1997.
- Babuşçu, Şenol. *Basel II Düzenlemeleri Çerçevesinde Bankalarda Risk Yönetimi*, Akademi Consulting&Training, Ankara 2005.
- Bankaların Kaldıraç Düzeyinin Ölçülmesine ve Değerlendirilmesine İlişkin Yönetmelik  
[https://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/Mevzuat/Bankacilik\\_Kanununa\\_Iliskin\\_Duzenlemeler/12492bankalarin\\_kaldirac\\_duzeyinin\\_olculmesine\\_ve\\_degerlendirilmesine\\_iliskin\\_yonetmelik.pdf](https://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/Mevzuat/Bankacilik_Kanununa_Iliskin_Duzenlemeler/12492bankalarin_kaldirac_duzeyinin_olculmesine_ve_degerlendirilmesine_iliskin_yonetmelik.pdf)
- Bevan, Alan A.; Estrin Saul. *The Determinants of Foreign Direct Investment into European Transition Economies*, Journal of Comparative Economics, 32(4): 775-787, 2004.
- Bolgün, K. Evren; Akçay, M. Barış. *Risk Yönetimi: Finansal Piyasalarda Risk Ölçüm ve Yönetimine Türkiye Perspektifinden Stratejik Bakış*, Scala Yayıncılık, İstanbul 2003.
- Boratav, Korkut. *Türkiye İktisat Tarihi 1908-2007* İmge Kitabevi Yayınları, Ankara 2009.
- Boratav, Korkut. *Türkiye'de Devletçilik*, 2.Baskı, İmge Kitabevi Yayınları, Ankara 2006.



- Bozdağlıoğlu, Yasemin E. “Doğrudan Yabancı Yatırımları Açıklayan Teoriler Üzerine Bir İnceleme”, *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Cilt:48, Sayı:555, 49-63 2011, Erişim Tarihi: 28.02.2017  
[http://uvt.ulakbim.gov.tr/uvt/index.php?cwid=9&vtadi=TSOS&c=ebsco&ano=127422\\_7f49f3f1e08fb938fde2fd8bf9909f05&?](http://uvt.ulakbim.gov.tr/uvt/index.php?cwid=9&vtadi=TSOS&c=ebsco&ano=127422_7f49f3f1e08fb938fde2fd8bf9909f05&?)
- Bozkurt, İbrahim. *Finansal İstikrar İle CDS Primleri Arasındaki İlişkinin Bulanık Regresyon Analizi İle Tespiti : Türkiye Örneği* Gümüşhane University Electronic Journal Of The Institute Of Social Science / Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Elektronik Dergisi, 6(13), 64-80. 2015.
- Candan, Hasan; Özün, Alper. *Bankalarda Risk Yönetimi ve Basel II*, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, İstanbul 2009.
- Candemir, Aykan. “Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarını Etkileyen Faktörler” *Ege Akademik Bakış*, Cilt:9, Sayı:2, 659-675, 2009, Erişim Tarihi: 26.02.2017  
[https://www.academia.edu/5105567/Dogrudan\\_Yabanci\\_Sermaye\\_Yatirimlarini\\_Etkileyen\\_Faktorler](https://www.academia.edu/5105567/Dogrudan_Yabanci_Sermaye_Yatirimlarini_Etkileyen_Faktorler)
- Cangürel, Ozan. *Basel II Kapsamında Kredi Riskinin Ölçümünde Otorite Etkinliği: Türkiye İçin Alternatif Bir Öneri*, Türkiye Bankalar Birliği, Yayın No:282, İstanbul 2012.
- Castaneda, Andres; Vargas, Juan F. *Sovereign Risk And Armed Conflict: An Event-Study For Colombia* Defence And Peace Economics 23:2 p.185-201, 2012
- Ceylan, Ali. “Türev Finansal Piyasalar”, *Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar*, Anadolu Üniversitesi Yayınları, No:1581, Açıköğretim Fakültesi Yayın No: 834, Eskişehir 2004, 87-108.
- Chakrabarti, Avik. *The Determinants of Foreign Direct Investment: Sensitivity Analyses of Cross-Country Regressions* Kyklos Vol: 54 Fasc: 1, 89-114, 2001.  
<http://eds.b.ebscohost.com/eds/pdfviewer/pdfviewer?sid=823db4f0-ad67-4bcb-a7f1-3eb9e4915187%40sessionmgr101&vid=14&hid=113> Erişim Tarihi: 19.04.2017
- Chambers, Nurgül R. *Türev Piyasalar*, Avcıol Basım Yayın, Birinci Basım, İstanbul 1998.
- Chambers, Nurgül; Çifter, Atilla. *Operasyonel Risk Yönetiminde Zarar dağılımları İle Gelişmiş Ölçüm Yaklaşımı Uygulaması*, Doğuş Üniversitesi Dergisi, Cilt:8, Sayı:2, 2007, Erişim Tarihi:

10.11.2016 [http://uvt.ulakbim.gov.tr/uvt/index.php?cwid=9&vtadi=TSOS&c=ebSCO&ano=75975\\_c53b586abf2ccc7967275b8c6bf376d6&?](http://uvt.ulakbim.gov.tr/uvt/index.php?cwid=9&vtadi=TSOS&c=ebSCO&ano=75975_c53b586abf2ccc7967275b8c6bf376d6&?)

Cho, Dongchul; Rhee, Changyong *Effects of Quantitative Easing on Asia: Capital Flows and Financial Markets* Singapore Economic Review Vol:59 (3) p.1-23, 2014

Choudhry, Moorad. "Handbook of Finance Volume 1: Financial Markets and Instruments" içinde *Synthetic Asset Backed Securities*, Ed.:Frank J. Fabozzi, New Jersey 2008. e-kitap.

Choudhry, Moorad. *An Introduction to Credit Derivatives*, Butterworth- Heinemann, Amsterdam 2004, e-kitap.

Civan, Mehmet. *Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi*, Ekin Yayınları, Bursa 2010.

Coronado, Maria; Corzo, Teresa; Lazcano, Laura. *A Case For Europe : The Relationship Between Sovereign CDS And Stock Indexes* *Frontiers Finance & Economics*. Vol: 9 Issue: 2 32-63, 2012.

Çavdar, Mustafa. *Avrupa Borç Krizi Sonrası Euro Bölgesi Ülkelerinin Bono Getirileri İle CDS Primleri ve Kredi Notları Arasındaki İlişki*. *Maliye Finans Yazıları*, 29(104), 145-165. 2015.

Çavdar, Tevfik. *Türkiye Ekonomisinin Tarihi 1900-1960*, İmge Kitabevi Yayınları, Ankara 2003.

Çelik, İsmail. *Vadeli İşlem Piyasasında Fiyat Keşfi İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsasında Ampirik Bir Uygulama*, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Yayın No: 283, İstanbul 2002, Erişim Tarihi: 16.06.2016 [http://abs.mehmetakif.edu.tr/upload/0722\\_124\\_dosya.pdf](http://abs.mehmetakif.edu.tr/upload/0722_124_dosya.pdf)

Çetin, Murat; Seker, Fahri. "Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve İhracat İlişkisi: Gelişmekte olan Ülkeler Üzerine Bir Nedensellik Analizi", *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt:8, Sayı:3, 121-142, 2013, Erişim Tarihi: 28.02.2017 [http://uvt.ulakbim.gov.tr/uvt/index.php?cwid=9&vtadi=TSOS&c=ebSCO&ano=161576\\_cd70be7c74dd1dade809f8f00e7d2ecd&?](http://uvt.ulakbim.gov.tr/uvt/index.php?cwid=9&vtadi=TSOS&c=ebSCO&ano=161576_cd70be7c74dd1dade809f8f00e7d2ecd&?)

Çiftci, Fatih; Yıldız, Rıfat. *Doğrudan Yabancı Yatırımların Ekonomik Belirleyicileri: Türkiye Ekonomisi Üzerine Bir Zaman Serisi Analizi*. *Business & Economics Research Journal*, 6(4), 71-95, 2015.

- Çiftçi, Dilek; Çeviş, İsmail. *Küresel Finansal Kriz Işığında Avrupa Borç Krizi ve Kredi Temerrüt Swapları İlişkisi* İktisat İşletme ve Finans Dergisi 27 (321) s.57-84, 2012.
- Çinko, Levent. “Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Etkileri” *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt:26, Sayı:1, 117-131, 2009.
- Da Costa Filho, Adonias Evaristo *What Drives Long Term Real Interest Rates In Brazil* Brazilian Business Review Vol.14 (6) p.624-635, 2017
- Dedek, Oldrich. *Futures Contracts*, Institute of Economic Studies Faculty of Social Science Of Charles, Erişim Tarihi: 18.06.2016.  
<http://ies.fsv.cuni.cz/default/file/download/id/21371>
- Değer, Sevgi; Ay, Sema. *Gelişmekte Olan Ülkelerde Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Cari İşlemler Arasındaki Nedensel İlişkiler (1990–2011)*. Paradoks: The Journal Of Economics, Sociology & Politics, 9(2), 7-22. 2013.
- Değertekin, Efsun Ayça. *Alternatif Yatırım Araçları Sermaye Piyasasında Gündem Dergisi*, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, Sayı:66, 2008, 7-17.Erişim Tarihi: 14.10.2016  
[https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/08/aim\\_Yayin\\_ve\\_Raporlar\\_Aylik\\_Yayinlar\\_2008\\_gundem\\_200802.pdf](https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/08/aim_Yayin_ve_Raporlar_Aylik_Yayinlar_2008_gundem_200802.pdf)
- Delikanlı, İhsan Uğur. *Bankacılıkta Kredi Türevlerinin Hissedar Değerine Katkısı, Etkin Bir Şekilde Kullanıma İmkan Sağlayacak Risk Yönetimi Yapılanması ve Finansal Raporlaması*, Türkiye Bankalar Birliği, Yayın No: 271, İstanbul 2010.
- Dodd, Randall. *Derivatives Markets: Sources of Vulnerability in US Financial Markets* Ed. Gerald A. Epstein, Financialization and the World Economy içinde, 149-180 Edward Elgard Publishing Limited, Northampton Massachusetts USA 2005, e-kitap
- Dönmez, Çetin Ali; Başaran Yaman; Doğru, Güzin; Yılmaz, Mustafa K.; Uğur, Sedat; Kartallı, Yeşim. *Finansal Vadeli İşlem Piyasalarına Giriş*, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Müdürlüğü, İstanbul 2002.
- Dumludağ, Devrim *Doğrudan Yabancı Yatırım Hareketlerinde Yatırım Promosyon Ajanslarının Rolü: Türkiye Örneği* Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, İstanbul, 2006, S.21, s.7

- Ebiçlioğlu, Fatih Kemal; Kahraman, Abdulkadir. *Swap işlemleri İşleyişi ve Vergisel Boyutu*, ty.,Erişim Tarihi: 21.09.2016  
<http://www.turmob.org.tr/turmobweb/Common/DownloadFile.ashx?param=OJOA+xXCJ0P+i0AGA9MYnfbHE16UJPbKs88UlrsZ01BQk+kpucIdEgRT26zfV+r5vLjsCY4JZanP44X5khls+r4IcHRf8T5p>
- Ekzen, Nazif *1980-2005: İç-Dış Borçlanma Tercihleri* İnönü Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Ulusal Bağımsızlık İçin Türkiye İktisat Politikaları Kurultayı Bildiriler Kitabı s.177-190, 2006
- Erdemol, Haluk. *Bankalarda Dış Ticaret İşlemleri ve Uygulama*, Akbank Ekonomi Yayınları, 3. Baskı, İstanbul 1993.
- Eren, Murat; Başar, Selim. *Makroekonomik Faktörler ve Kredi Temerrüt Takaslarının BIST-100 Endeksi Üzerindeki Etkisi: ARDL Yaklaşımı*. Ataturk University Journal Of Economics & Administrative Sciences, 30(3), 567-589. 2016.
- Esen, Ethem; Yıldırım Selim; Kostakoğlu Fatih *Felstein –Horioka Hipotezinin Türkiye Ekonomisi İçin Sınanması: ARDL Modeli Uygulaması*, Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi, Cilt:7, Sayı:1 s.251-267, 2012
- Evans, Gary R. *Futures Contracts*, 2013, Erişim Tarihi: 06.06.2016  
<http://pages.hmc.edu/evans/Ch10Futures.pdf>
- Geisst, Charles R. *Encyclopedia Of American Business History*, Facts on File Inc., New York 2006, e-kitap.
- Goodman, Laurie S.; Fabozzi Frank J. *Collateralized Debt Obligations, Structures and Analysis*, John Wiley&Sons Inc., New Jersey Canada 2002. E-kitap
- Gökmen, Habil *Risk Yönetim Aracı Olarak Vadeli İşlem Sözleşmelerinin KOBİ'ler Açısından Önemi: İzmir Vadeli İşlemler Borsası (VOB) Örneği* Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt: 10, Sayı: 2, İzmir 2008, Erişim Tarihi: 21.06.2016  
<http://www.sbe.deu.edu.tr/dergi/cilt10.say%C4%B12/10.2%20g%C3%B6kmen.pdf>
- Gökmen, Yunus; Türen, Ufuk; Dilek, Hakan. *Dünyadaki Doğrudan Yabancı Yatırımların Ülke Seçimi Kararı İle Ekonomik Özgürlük Endeksi Arasındaki İlişki* Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Cilt:49, Sayı: 568, 5-21, 2012, Erişim tarihi:

02.03.2017

[http://uvv.ulakbim.gov.tr/uvv/index.php?cwid=9&vtadi=TSOS&c=ebsco&ano=147840\\_28aeb6b5403fe66cb9ed4ed6f75393af&?](http://uvv.ulakbim.gov.tr/uvv/index.php?cwid=9&vtadi=TSOS&c=ebsco&ano=147840_28aeb6b5403fe66cb9ed4ed6f75393af&?)

Görgün, Tuğrul. *Dolaysız Yabancı Sermaye Yatırımlarının Tarihsel Gelişimi Çerçevesinde Yatırımların Geliştirilmesinin Etkin Kuramsal Yapılanmaları*, T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı, İhracatı Geliştirme Etüd Merkezi, Uzmanlık Tezi, Ankara, 2004.

Greatrex, Caitlin Ann *Credit Default Swap Markets Determinant* The Journal of Fixed Income Vol.18 (3) p.18-32 2009

Gujarati, Domador N. *Temel Ekonometri*, Çev. Ümit Şenesen ve Gülay Günlük Şenesen, Literatür Yayınları, İstanbul 2001

Gulen, Huseyin; Mayhew, Stewart. *Stock Index Futures Trading and Volatility In International Equity Markets* The Journal of Futures Markets, Vol: 20, No:7, 2000, 661-685. Erişim Tarihi: 19.07.2016  
<http://www.krannert.purdue.edu/faculty/hgulen/futures.pdf>

Güngördü, Aybegüm; Yılmaz, Kadri Gökhan. “Uluslararası Ticaret ve Yatırım Teorisi Olarak Eklektik Paradigma: Geçmişten Günümüze Bir Bakış” *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt:20, Sayı: 3, 1003-1020, 2016, Erişim Tarihi: 28.02.2017  
<http://eds.b.ebscohost.com/eds/pdfviewer/pdfviewer?sid=0c18dc58-56cf-416c-93d2-cbf9dbf925db%40sessionmgr120&vid=6&hid=108>

Hammoudeh, Shawkat; Sari, Ramazan. *Financial CDS, Stock Market And Interest Rates: Which Drives Which?* North American Of Journal Of Economics And Finance 22, 257-276, 2011.

Hancı, Görkem. *Kredi Temerrüt Takasları ve Bist-100 Arasındaki İlişkinin İncelenmesi* Maliye Finans Yazıları, 2014 <http://dergipark.gov.tr/download/article-file/150693>  
Erişim Tarihi: 02.04.2017

Hancı, Görkem. *Kredi Temerrüt Takaslarının (CDS), Kriz Değişkenleriyle İlişkisi: PIGS Ülkeleri ve Türkiye Kapsamında Bir Araştırma* İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi İstanbul, 2013.

Hashai, Niron; Ramamurti, Ravi. *The Future Of Foreign Direct Investment and Multinational Enterprise*, Emerald Group Publishing Limited, Bingley, U.K.

Hilscher, Jens; Pollet, Joshua M.; Wilson, Mungo. *Are Credit Default Swaps a Sideshow? Evidence That Information Flows from Equity To CDS Markets* Michael G. Foster School of Business, University Of Washington, *Journal Of Financial and Quantitative Analysis*, Vol: 50, No:3, 2015, 543-567, Erişim Tarihi: 24.09.2016 <http://eds.a.ebscohost.com/eds/pdfviewer/pdfviewer?sid=4ee15ff3-302e-45c2-b257-d85077d98be9%40sessionmgr4008&vid=3&hid=4105>

Inaba, Kei-Ichiro *Liquidity And Pricing Of Credit Default Swaps In Japan: Evidence From A Benchmark Index For Corporate Debt Claims* Journal Of Financial Services Research p.1-33, 2016

Işıklar, İlyas. *Finansal Ekonomi*, T.C. Anadolu Üniversitesi Yayın No: 1588, Açıköğretim Fakültesi Yayın No:841, Eskişehir 2004.

*İstanbul Altın Borsası Vadeli İşlemler Rehberi*, İstanbul Altın Borsası Yayın No:4, İstanbul.

Jakel, Constantin. *Rating Agencies and Their Role During The Financial Crisis*, Seminar Paper, Grin Verlag, Norderstedt, Germany, 2011, Erişim Tarihi: 15.05.2016 <https://books.google.com.tr/books?id=7ecd4QWQpmkC&printsec=frontcover&dq=RAT%C4%B0NG+AGENC%C4%B0ES+H%C4%B0STORY&hl=tr&sa=X&ved=0ahUKEwiGm9HmyNrMAhVEcRQKHUzbDk04ChDoAQgiMAA#v=onepage&q=RAT%C4%B0NG%20AGENC%C4%B0ES%20H%C4%B0STORY&f=false>

Jensen, Nathan. *Political Risk, Democratic Institutions, and Foreign Direct Investment*. Journal Of Politics, 70(4), 1040-1052. 2008.

Joseph, Ciby. *Advanced Credit Risk Analysis And Management*, Wiley Publishing, West Sussex United Kingdom 2013. e-kitap

Kar, Muhsin; Tatlısöz, Fatma *Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketlerini Belirleyen Faktörlerin Ekonometrik Analizi* Karamanoğlu Mehmet Bey Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Yıl:10, Sayı:14, 2008. [http://uvt.ulakbim.gov.tr/uvt/index.php?cwid=9&vtadi=TSOS&c=ebsco&ano=86317\\_4c85c6ded97913f0ceef9d6fc78b934a&?](http://uvt.ulakbim.gov.tr/uvt/index.php?cwid=9&vtadi=TSOS&c=ebsco&ano=86317_4c85c6ded97913f0ceef9d6fc78b934a&?) Erişim Tarihi: 26.02.2017

Karabıçak, Mevlüt *Uluslararası Yabancı Sermaye Akımlarının Türkiye Ekonomisinin Küresel Rekabet Gücü Üzerindeki Etkileri* Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi

ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt:14, sayı: 1, 137-149, 2009, Erişim Tarihi: 26.02.2017 <http://dergipark.gov.tr/download/article-file/194690>

Karabıyık, Lale; Anbar, Adem. *Kredi Temerrüt Fiyatları ve Kredi temerrüt Swaplarının Fiyatlandırılması* Muhasebe ve Finansman Dergisi s.48-58 Ocak 2006.

Karatepe, Yalçın. *Türev Piyasaları, Futures-Opsiyon-Swap*, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayını No:587, Ankara 2000.

Karluk, Rıdvan. *Türkiye Ekonomisi* Beta Yayınları, İstanbul, 2003

Karpuz, Filiz; Kızıltan Alaattin. *Türkiye’de Kısa Vadeli Yabancı Yatırımlar İle Reel Döviz Kuru Arasındaki İlişki* EKEV Akademi Dergisi Cilt: 60 Sayı: 60 197-210, 2014.

Kasilingam, R. *Financial Derivatives*, Pondicherry University, Paper Code MBFM: 4005, Erişim Tarihi: 13.06.2016 <http://www.pondiuni.edu.in/sites/default/files/downloads/Financial-derivatives-260214.pdf>

Kaya, Bekir; Kaya, Emine. Ö; Yalçın, Kürşat. *Türkiye'nin Derecelendirme Notları Ve Kredi Temerrüt Swap Primlerinin Ekonomik Ve Sosyal Olaylara Tepkisinin Analizi*. Maliye Finans Yazıları, 29(103), 85-111. 2015.

Kayacan, Murad; Çayıroğlu, Ahmed. *Vadeli Piyasalarda Teori ve Uygulama Işığında 50 Altın Kural*, Literatür Yayınları, İstanbul 2011.

Kazgan, Gülten *Türkiye Ekonomisinde Krizler (1929-2009) “Ekonomi Politik” Açısından Bir İrdeleme* 4. Baskı İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları İstanbul 2013.

Kırca, İsmail. *Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon Sözleşmeleri*, Banka ve Ticaret Hukuku Enstitüsü, Ankara 2000.

Kıyılar, Murat. *Swap, Swap Türleri ve Swap İşlemlerinin Muhasebeleştirilmesi*, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi, Cilt: 27, Sayı 1, Erişim Tarihi: 23.07.2016 <http://www.arastirmax.com/system/files/dergiler/2057/makaleler/27/1/arastirmax-swap-swap-turleri-swap-islemlerinin-muhasebelestirilmesi.pdf>

Kim, Bong-Han; Kim, Hyeongwoo; Lee, Bong-Soo *Spillover Effects Of The U.S. Financial Crisis On Financial Markets In Emerging Asia Countries* International Review Of Economics And Finance Vol.39 p.192-210, 2015

- Kocsis, Zalan; Monostori, Zoltan *The Role Of Country-Specific Fundamentals In Sovereign CDS Spreads: Eastern European Experiences* Emerging Markets Review 27 p.140-168, 2016
- Komarkova, Zlatuse; Lesanovska, Jitka; Komarek, Lubos. *Analysis of Sovereign Risk Market Indicators:The Case of Czech Republic* Finance A Uver- Czech Journal of Economics And Finance 63 (1) 5-24, 2013.
- Korkmaz, Turhan; Ceylan, Ali. *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*, Ekin Kitabevi Bursa 2006.
- Koy, Ayben. *Kredi Temerrüt Swapları ve Tahvil Primleri Üzerine Ampirik Bir Çalışma* International Review Of Economics and Management Vol: No:2 s.63-79 2014  
<http://dergipark.gov.tr/download/article-file/92555> Erişim Tarihi: 24.04.2017
- Koziol, Christian; Koziol, Philipp; Schön, Thomas *Do Correlated Defaults Matter for CDS Premia? An Empirical Analysis* Review Of Derivatives Research Vol:18 (3) p.191-224, 2015
- Kula, Ferit *Çokuluslu Girişimler ve Türkiye İleri Yayınları*, İstanbul 2006.
- Kunt, Abdullah S.; Taş, Oktay. *Kredi Temerrüt Swapları ve Türkiye'nin CDS Priminin Tahmin Edilmesine Yönelik Bir Uygulama* İTÜ Dergisi, Cilt:5, Sayı:1, 78-89, 2008,  
Erişim Tarihi: 13.11.2015  
[http://itudergi.itu.edu.tr/index.php/itudergisi\\_b/article/viewFile/99/85](http://itudergi.itu.edu.tr/index.php/itudergisi_b/article/viewFile/99/85)
- Kurar, İhsan; Çetin, Ali C. *Türev Araçlarının Risk Yönetim Fonksiyonu: Vadeli İşlem Piyasası Risk Yönetimi Üzerine Bir Araştırma* Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt: 21, Sayı: 2, 403-42, Erişim Tarihi: 09.10.2016  
<http://dergipark.ulakbim.gov.tr/sduiibfd/article/download/5000188060/5000165504>
- Kurt, Ünzüle *Türkiye'de Döviz Kurlarının Açıklanmasında Varlık Piyasalarının Rolü: Portföy Denge Modeli Üzerine Ampirik Analiz* Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi Çanakkale 2016.
- Landschoot, Van Astrid *Sovereign Credit Spreads And The Composition The Government Budget* Review of World Economics / Weltwirtschaftliches Archiv Vol.140 (3) p.510-524, 2004



- Lebe, Fuat; Başar Selim *Doğrudan Yabancı Yatırımların Dışlama Etkisi: Türkiye Üzerine Bir Uygulama* Tisk Akademi Cilt:3 Sayı:6 s.183-199, 2008
- Liu, Yang; Morley, Bruce *Sovereign Credit Default Swaps And The Macroeconomy Applied* Economic Letters Vol.19 (2) p.129-132, 2012
- Longstaff, Francis A.; Pan, Jun; Pedersen, Lasse H.; Singleton, Kenneth J. *How Sovereign Is Sovereign Credit Risk* American Economic Journal: Macroeconomics Vol.3 (2) p.75-103, 2011
- Marzano, Michele; Dunn, Gary; Constantinou, Nick *The Relationship Between Credit default Spreads And Equity Price* Journal of Risk Vol:17 No:1 3-28, 2014.
- Mattarocci, Gianluca. *The Independence of Credit Rating Agencies: How Business Models And Regulators Interact*, Elsevier Inc., Waltham USA 2014, e-kitap
- Navarrete, Enrique. *Practical Calculation of Expected and Unexpected Losses in Operational Risk by Simulation Methods*, MPRA Paper No:1369, 2006, Erişim Tarihi: 18.09.2016  
[https://mpra.ub.uni-muenchen.de/1369/1/MPRA\\_paper\\_1369.pdf](https://mpra.ub.uni-muenchen.de/1369/1/MPRA_paper_1369.pdf)
- Nordal, Kjell. B. *Country Risk, Country Risk Indices and Valuation of FDI: A Real Options Approach*. Emerging Markets Review, 2, 197-217. 2001.
- Norden, Lars; Weber, Martin *Informational Efficiency Of Credit Default Swap And Stock Markets: The Impact Of Credit Rating Announcements* Journal Of Banking & Finance Vol:28 (11) p.2813-2843, 2004
- O'Malley, Chris *Bonds Without Borders: A History of the Eurobond Market* John Wiley&Sons Publishing West Sussex United Kingdom 2015 e-kitap
- Ocakoglu, Orçun. *Türev ürünlerin Muhasebeleştirilmesi*, Mali Çözüm Dergisi, Sayı: 120, 49-63, 2013.
- OECD. *Competition And Credit Rating Agencies*, 2010, Erişim Tarihi: 04.10.2016  
<http://www.oecd.org/regreform/sectors/46825342.pdf>
- Oldani, Chiara. *Governing Global Derivatives, Challenges and Risks*, Ashgate Publishing Limited Hampshire England 2008, e-kitap
- Onyeiwu, Steve; Shrestha, Hemanta. *Determinants of Foreign Direct Investment in Africa*. Journal Of Developing Societies 20(1/2), 89-106, 2004.

- Oyan, Oğuz. *Türkiye Ekonomisi; Nereden Nereye?*, 2. Baskı, İmaj Yayınevi, Ankara 1998.
- Özcan, Burcu; Ari, Ayşe. *Doğrudan Yabancı Yatırımların Belirleyicileri Üzerine Bir Analiz: OECD Örneği* Istanbul University Econometrics & Statistics E-Journal, 12(1), 65-88. 2010.
- Özkaplan, Dilek. *Türkiye Kredi Temerrüt Takasları ve Finansal Göstergelerle İlişkisi* İstanbul Bilgi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Bankacılık ve Finans Programı Yüksek Lisans Tezi İstanbul, 2011.
- Palacios, Alejandro; Griffin, Thomas. *Country Risks and FDI: Empirical Evidence From Latin American Countries*. Journal Of International Business Research, (1), 9. 2011.
- Pamuk, Şevket. *Türkiye'nin 200 Yıllık İktisadi Tarihi*, 4. Basım, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, İstanbul 2014.
- Pan, Jun; Singleton, Kenneth J. *Default and Recovery Implicit in The Term Structure of Sovereign CDS Spreads* The Journal of Finance 63 (5) p.2345-2384, 2008
- Parlakkaya, Raif. *Finansal Türev Ürünler İle Mali Risk Yönetimi ve Muhasebe Uygulamaları*, 2. Baskı, Nobel Yayınları, Ankara 2005.
- Pereira Da Silva, Paulo *Did Investor Seeking Short Exposure Move To The CDS Market After The 2011 Short-Sale Bans in European Financial Stock?* Finance a Uver-Czech Journal Of Economics And Finance 66 (4) p.322-353, 2016
- Resti, Andrea; Sironi, Andrea. *Risk Management and Share holders Value in Banking: From Risk Measurement Model To Capital Allocation Policies*, Wiley Publishers, West Sussex England 2007, e-kitap.
- Saltoğlu, Burak. *Türev Araçlar, Piyasalar ve Risk Yönetimi*, SPL Sermaye Piyasası Lisanslama, Sicil ve Eğitim Kuruluşu, 2014, Erişim Tarihi: 03.05.2016  
<http://www.spl.com.tr/Upload/files/1011.pdf>
- Sayılgan, Güven. *Kredi Temerrüt Swapı Puanları İle Kredi Derecelendirme Notlarının Karşılaştırılması*, Erişim Tarihi: 12.11.2016  
<http://www.guvenstayilgan.com/wp-content/uploads/2015/09/Kredi-Temerr%C3%B Ct-Swaplar%C4%B1-ve-Kredi-Dereceleri.pdf>
- Sayım, Ferhat. *Bankalarda Kredi Karşılıkları Sistemi ve Vergi İncelemesi*, Türkiye Bankalar Birliği Yayın No:244, İstanbul 2006.

- Schlösser, Anna. *Pricing and Risk Management of Synthetic CDOs*, Springer, Munich 2011.
- Schmid, Bernd. *Credit Risk Pricing Models Theory and Practice*, Second Edition, Springer Publishing, Berlin Germany 2004.
- Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu*, 17. Basım, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, İstanbul 2002.
- Seyidoğlu, Halil *Türkiye’de Yabancı Sermaye Ve Dış Ödemeler Bilançosu Sorunu İnönü Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Ulusal Bağımsızlık İçin Türkiye İktisat Politikaları Kurultayı Bildiriler Kitabı s.151-160, 2006*
- Seyidoğlu, Halil. *Uluslararası Finans*, 4. Baskı, Güzem Can Yayınları No: 19 İstanbul 2003.
- Seyidoğlu, Halil. *Uluslararası İktisat Teori, Politika ve Uygulama*, 17. Baskı, Güzem Can Yayınları, No:24, İstanbul 2009.
- Shaik, Khader. *Managing Derivatives Contracts: A Guide to Derivatives Market Structure, Contract Life Cycle, Operations and Systems*, Heinz Weinheimer Publisher, New York 2014, e-kitap.
- Shan, Jordan. *A VAR approach to the economics of FDI in China*. Applied Economics, 34(7), 885-893. 2002.
- Skora, Richard K. *The Credit Default Swap*, Erişim Tarihi: 18.11.2015  
<http://www2.hmc.edu/~evans/CDF.pdf>
- Somçağ, Selim *Küreselleşmenin Ekonomik Anlamı Doğu Batı Düşünce Dergisi Sayı:17 (4) s.153-157, 2001*
- Sönmez, Mustafa *Türkiye Ekonomisinde Bunalım I 3. Baskı Belge Yayınları, İstanbul 1985*.
- Stolbov, Mikhail. *The Causal Linkages Between Sovereign CDS Prices for the BRICS and Major European Economies*. Economics, vol. 8, no. 1, 27 1-44 June 2014
- Susam, Nazan. *Doğrudan Yabancı Yatırımlardaki Gelişmeler ve Bu Yatırımlar İçin Belirleyici Unsurlar: Türkiye Bulguları Akademik İncelemeler*, Cilt:3 Sayı:2, s.43-67, 2008.
- Sylla, Richard. *An Historical Primer On The Business Of Credit Rating* Ed: Richard M. Levich, Giovanni Majnoni, Carmen Reinhart Rating, Rating Agencies And The Global Financial System içinde, 19-40 Kluwer Academic Publisher, Boston 2002, e-kitap.

- Şahin, Canay *Yeni Bir Çalışma Işığında Osmanlı'da Dış Borçlanma ve Mali İflas Üzerine*  
Doğu Batı Düşünce Dergisi Sayı:17 (4) s.55-84, 2001
- Takan, Mehmet; Boyacıoğlu, Melek Acar. *Bankacılık Teori, Uygulama ve Yöntem*,4.Basım  
Nobel Yayıncılık, Ankara 2011.
- Takım, Abdullah *Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Yabancı Sermaye Hareketlerinin  
Makroekonomik Etkileri*, Bartın Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, s.  
39-59 2016, Erişim Tarihi: 26.02.2017  
<http://iibfdergi.bartın.edu.tr/wp-content/uploads/2016/07/Abdullah-TAKIM-Geli%C5%9Fmekte-Olan-%C3%9Ckelere-Y%C3%B6nelik-Yabanc%C4%B1-Sermaye-Hareketlerinin-Makroekonomik-Etkileri-39-60.pdf>
- Taner, Berna; Akkaya, Cenk. *Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler*, Detay  
Yayıncılık, Ankara 2009.
- Tarı, Recep *Ekonometri* Alfa Basım Yayın İstanbul 1999
- Tarı, Recep; Bıdırdı, Hanife. *Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Temel  
Belirleyicileri: 1990-2006 Dönemine İlişkin Ekonometrik Analiz* Dumlupınar  
Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 253-268, 2009, Erişim Tarihi:02.03.2017  
[http://uvt.ulakbim.gov.tr/uvt/index.php?cwid=9&vtadi=TSOS&c=ebsco&ano=105094\\_2ae81be890091ac4148abae0b3a8f1c9&](http://uvt.ulakbim.gov.tr/uvt/index.php?cwid=9&vtadi=TSOS&c=ebsco&ano=105094_2ae81be890091ac4148abae0b3a8f1c9&)
- Tavakoli, Janet M. *Collateralized Debt Obligations and Structured Finance, New  
Developments in Cash and Synthetic Securitization*, John Wiley & Sons Inc., New  
Jersey Canada 2003 e-kitap.
- TCMB Finansal İstikrar Raporu Kasım 2016
- Tokgöz, Erdinç. *Türkiye'nin İktisadi Gelişme Tarihi 1914-2004*, 7. Baskı, İmaj Yayınevi,  
Ankara 2004.
- Topal, Mehmet Hanefi; Gül, Özlem. S. *Ekonomik Risk İle Doğrudan Yabancı Sermaye  
Yatırımları Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği* GümüşhaneUniversity Electronic  
Journal Of The Institute Of Social Science / Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler  
Enstitüsü Elektronik Dergisi, 7(15), 229-247. 2016.
- Tuna, Kadir. ; Öner, Selma ; ÖNER, Hakan. *2008 Küresel Kriz Döneminde Türkiye İle  
Gelişmekte Olan Ülkeler Arasında Krizin Yayılma Etkisinin İncelenmesine Yönelik*

*Bir Çalışma Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 15(1), 21. 2014.

Tuncer, Baran. *Türkiye’de Yabancı Sermaye Sorunu*, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayınları, Ankara 1968.

Tuncer, Haydar Oğuz. *Ticaret Borsaları ve Vadeli İşlem Piyasaları (Forward-Futures-Options) Tarımında Desteklemeye Alternatif Politika Önerisi*, Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği, Ankara 1994.

Uğurlu, Erginbay *Durağanlık ve Birim Kök Sınamaları* Ders Notları İstanbul Aydın Üniversitesi Doi: 10.13140/rg.2.1.3262.2561 İstanbul 2009

Ulutürk, Ali. *İşletmelerde Döviz Kuru ve Metal Fiyatları Yönetimi ve Denizli’de Bir İşletme Uygulaması*, Pamukkale Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Denizli 2009.

Uras, Güngör *Ekonomide Özal’lı Yıllar 1980-1990* Afa Yayınları, İstanbul 1993.

Usta, Öcal. *İşletme Finansı ve Finansal Yönetim*, 5. Baskı, Detay Yayıncılık, Ankara 2012.

Uysal, Mustafa; Emir, Mustafa; Doğru, Bülent. Ülke Riskinin *Doğrudan Yabancı Yatırımlar Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği*. Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt: 27 Sayı:2 s.79-92 , 2013

Vij, Madhu. *International Financial Management*, Second Edition, Excel Boks, New Delhi 2003, e-kitap

Vijayakumar, Narayanamurthy; Sridharan, Perumal; Rao, Kode Sekhara. *Determinants of FDI in BRICS Countries: A panel Analysis*. International Journal Of Business Science And Applied Management, Vol 5, Iss 3, Pp 1-13 2010.

Weber, Ernst Juerg. *A Short History Of Derivative Security Markets* Ed. Wolfgang Hafner ve Heinz Zimmermann, Vinzenz Bronzin’s Option Pricing Models, Exposition and Appraisal içinde, 430-466, Springer, Verlag Berlin Heidelberg 2009, e-kitap.

Weistroffer, Christian *Credit Default Swaps: Heading Towards a More Stable System* Deutsche Bank Resarch Germany 2009  
[https://www.dbresearch.com/PROD/DBR\\_INTERNET\\_ENPROD/PROD00000000000252032.pdf](https://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_ENPROD/PROD00000000000252032.pdf) Erişim Tarihi: 04.11.2016

Wisniewski, Tomasz Piotr; Lambe, Brendan John *Does Economic Policy Uncertainty Drive CDS Spreads?* International Review of Financial Analysis 42 p.447-458, 2015

Yanpar, Atila. *Yapılandırılmış Finansal Araçların Sermaye Piyasası Mevzuatı Ve İlgili Diğer Mevzuat Çerçevesinde Değerlendirilmesi*, Yeterlik Etüdü Sermaye Piyasası Kurulu Aracılık Faaliyetleri Dairesi, Ankara 2007.

Yarız, Ahmet. *Bankacılıkta Risk Yönetimi: Risk Matrisi Uygulaması*, Nobel Yayıncılık, İstanbul 2012.

YASED Faaliyet Raporu 2015.

YASED Faaliyet Raporu 2016.

Yaslıdağ Beyhan. *Kredi Derecelendirme Sistemi SPK Lisanslama Sınavına Hazırlık Soru Örnekleri*, Literatür Yayınları, İstanbul 2007.

Yazıcı, Mehmet. *Bankacılığa Giriş*, Beta Yayınevi, İstanbul 2011.

Yeğin, Feyzullah. *Petrol Fiyatlarını Etkileyen Faktörler*, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Dairesi, 2010, Erişim Tarihi: 24.06.2016  
<http://www.spk.gov.tr/yayingoster.aspx?yid=1018&ct=f&action=displayfile>

Yeldan, Erinç *Türkiye Ekonomisi'nde 2000-2001 Krizinin Yapısal Kaynakları Üzerine* Doğu Batı Düşünce Dergisi Sayı:17 (4) s.187-195, 2001

Yenal, Oktay *Cumhuriyet'in İktisat Tarihi* Homer Kitabevi, İstanbul 2003.

Yoshizaki, Yasunori; Toyoshima, Yuki; Haomori, Shigeyuki. *The Causal Relationships Between Sovereign CDS Premiums For Japan And Selected EU Countries*, Applied Economics Letters 20 (8) 742-747, 2013.

[marketvoicemag.org](http://marketvoicemag.org)

[www.bis.org](http://www.bis.org)

[www.data.worldbank.org](http://www.data.worldbank.org)

[www.dbresearch.com](http://www.dbresearch.com)

[www.ekonomi.gov.tr](http://www.ekonomi.gov.tr)

[www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu)

[www.evds.tcmb.gov.tr](http://www.evds.tcmb.gov.tr)

[www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov)

[www.invest.gov.tr](http://www.invest.gov.tr)

[www.investing.com](http://www.investing.com)

[www.ito.org.tr](http://www.ito.org.tr)

[www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr)

[www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr)

[www.treasury.gov.tr](http://www.treasury.gov.tr)

[www.yased.org.tr](http://www.yased.org.tr)

