



**CDS SPREADLARINA ETKİ EDEN MAKROEKONOMİK  
DEĞİŞKENLERİN İNCELENMESİ**

**HİKMET AKYOL**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**İktisat Anabilim Dalı**

**Yrd. Doç. Dr. Nuri BALTACI**

**2015**

(Her Hakkı Saklıdır)

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

CDS SPREADLARINA ETKİ EDEN MAKROEKONOMİK  
DEĞİŞKENLERİN İNCELENMESİ

(Examination Of The Macroeconomic Variables Effecting CDS Spreads)

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**Hikmet AKYOL**

Danışman: Yrd. Doç. Dr. Nuri BALTACI

**GÜMÜŞHANE**

**Mayıs, 2015**

**TEZ KABUL VE ONAY TUTANAĞI**

Yrd. Doç. Dr. Nuri BALTACI danışmanlığında, Hikmet AKYOL tarafından hazırlanan “CDS Spreadlarına Etki Eden Makroekonomik Değişkenlerin İncelenmesi”... / ..... / ..... tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda başarılı bulunarak jürimiz tarafından İktisat Anabilim Dalı’nda Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

Jüri Üyesi (Başkan):

İmza

.....

.....

.....

Jüri Üyesi (Danışman):

İmza

.....

.....

.....

Jüri Üyesi:

İmza

.....

.....

..... Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu

onaylarım.

.. / .. / .....

Doç. Dr. Mevlüt ERTEN

Enstitü Müdürü

**TEZ ETİK VE BİLDİRİM SAYFASI**

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum “CDS Spreadlarına Etki Eden Makroekonomik Değişkenlerin İncelenmesi” başlıklı çalışmanın, tarafımdan, bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden olduğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve onurumla doğrularım.

Tezimin kâğıt ve elektronik kopyalarının Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü arşivlerinde aşağıda belirttiğim koşullarda saklanmasına izin verdiğimi onaylarım.

Lisansüstü Eğitim-Öğretim yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca gereğinin yapılmasını arz ederim.

<input type="checkbox"/>	Tezimin tamamı her yerden erişime açılabilir.
<input type="checkbox"/>	Tezim sadece Gümüşhane Üniversitesi yerleşkelerinden erişime açılabilir.
<input type="checkbox"/>	Tezimin ..... yıl süreyle erişime açılmasını istemiyorum. Bu sürenin sonunda uzatma için başvuruda bulunmadığım takdirde, tezimin tamamı her yerden erişime açılabilir.

.... / .... / .....

İmza

Hikmet AKYOL

## ÖNSÖZ

Bu araştırmayı yaptığım süre zarfında, benden değerli desteğini esirgemeyen, araştırmayı tamamlamam yönünde beni cesaretlendiren sevgili eşim Ayşe AKYOL'a ve manevi desteklerini hep hissettiğim sevgili aileme ve eşimin ailesine teşekkürü borç bilirim. Aynı zamanda araştırmamı yaparken değerli katkılarını ve yardımlarını benden esirgemeyen ve araştırmayı farklı açılardan değerlendirebilmemi sağlayan çok değerli hocam ve danışmanım Sayın Yrd. Doç. Dr. Nuri BALTACI'ya, İktisat Anabilim dalındaki çok değerli hocalarıma ve bana sabır ve anlayış gösteren amirlerime ve arkadaşlarıma teşekkürü borç bilirim.

Araştırmamın ileride yapılacak araştırma ve araştırmacılara katkı sağlamasını temenni ederim.

**Gümüşhane – 2015**

Hikmet AKYOL

## İÇİNDEKİLER

<b>TEZ KABUL VE ONAY TUTANAĞI.....</b>	<b>III</b>
<b>TEZ ETİK VE BİLDİRİM SAYFASI .....</b>	<b>IV</b>
<b>ÖNSÖZ.....</b>	<b>V</b>
<b>ÖZET.....</b>	<b>IX</b>
<b>ABSTRACT .....</b>	<b>X</b>
<b>TABLolar DİZİNİ .....</b>	<b>X</b>
<b>ŞEKİLLER DİZİNİ .....</b>	<b>XI</b>
<b>KISALTMALAR DİZİNİ .....</b>	<b>XIII</b>
<b>GİRİŞ .....</b>	<b>1</b>

## BİRİNCİ BÖLÜM

<b>1. BORÇLANMANIN UNSURLARI.....</b>	<b>3</b>
1.1. Genel Olarak Borçlanmanın Nedenleri .....	3
1.1.1. Özel Sektör Borçlanması .....	4
1.1.2. Kamu Sektörü Borçlanması.....	5
1.2. Türkiye’de Borçlanmanın Nedenleri.....	7
1.2.1. Dış Borçların Tarihsel Bakış Açısı İle İncelenmesi.....	7
1.2.2. İç Borçların Tarihsel Bakış Açısı İle Nedenlerinin İrdelenmesi.....	13
1.3. Borçlanmanın Kaynakları.....	14
1.3.1. İç Borç.....	15
1.3.2. Dış Borç .....	25
1.4. Borçlanma Maliyetleri.....	33
1.4.1. Faiz.....	34
1.4.2. Kur Farkları.....	37
1.4.3. Vade Farkları .....	39
1.4.4. Borçlanma Maliyetlerini Etkileyen Unsurlar.....	39

1.4.5. Borçlanma Maliyetlerine Etki Eden Kuruluşlar ve Göstergeler .....	46
--	----

## İKİNCİ BÖLÜM

<b>2. KREDİ TEMERRÜT SWAPLARI .....</b>	<b>59</b>
2.1. Ülke Riski .....	59
2.1.1. Ülke Riskini Etkileyen Faktörler .....	60
2.1.2. Ülke Risk Yönetimi .....	64
2.1.3. Ülke Risk Analizi .....	65
2.1.4. Risk Analizi Yapan Kuruluşlar ve Ülke Risk Puanları .....	65
2.2. Kredi Türevleri .....	74
2.2.1. Kredi Türev Araçları .....	75
2.3. Kredi Riski .....	77
2.3.1. Kredi Risk Yönetimi .....	78
2.4. CDS .....	79
2.4.1. CDS Pazarının Fonksiyonu ve Kapasitesi .....	80
2.4.2. CDS'lerin Yapısı ve İşleyişi .....	82
2.4.3. CDS Temellerinin Arkasındaki Faktörler .....	86
2.4.4. CDS Çeşitleri .....	86
2.4.5. CDS'leri Etkileyen Makroekonomik Değişkenler .....	86

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

<b>3. YÖNTEM .....</b>	<b>88</b>
3.1. Problem Durumu .....	88
3.2. Konunun Önemi .....	88
3.3. Araştırmanın Amacı .....	89
3.4. Beklenen Yararlar .....	89
3.5. Araştırmanın Varsayımları .....	90
3.6. Araştırmanın Sınırlılıkları .....	90

3.7. Araştırmanın Modeli .....	90
3.8. Evren ve Örneklem.....	92
3.9. Veri Toplama Araçları ve Yöntem.....	93
3.10. Literatür .....	95

## **DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**

<b>4. VERİLERİN ANALİZİ VE YORUM.....</b>	<b>104</b>
4.1. GMM-Sistem Analizi Bulguları .....	105
4.2. Sabit Etkiler Modeli (AR(1)) Bulguları .....	107
4.3. Tartışma.....	110
4.4. Sonuç ve Öneriler .....	116
<b>KAYNAKÇA .....</b>	<b>120</b>
<b>ÖZGEÇMİŞ.....</b>	<b>148</b>



**ÖZET**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

CDS Spreadlarına Etki Eden Makroekonomik Değişkenlerin İncelenmesi

Hikmet AKYOL

2015, XIII+148

Ülke riskinin önemli bir göstergesi olarak CDS'lerin son yıllarda ön plana çıkması, bu araçların birçok yatırımcı, para otoritesi ve saygın kuruluş tarafından ülkelerin kredibilitésinin saygın bir ölçütü olarak değerlendirilip, yakından takip edilmesini sağlamıştır. Bu durum akademik alanda da karşılığını bulmuş ve ülkelere ait CDS spreadlarının incelenmesi ve bu spreadlara etki eden makroekonomik değişkenlerin neler olduğunun belirlenmesi konusu önemli hale gelmiştir. Dolayısıyla son yıllarda dünyada ve Türkiye'de bu konuda birçok araştırmanın yapıldığı gözlemlenmektedir.

Bu araştırmada Türkiye ile birlikte seçilen ülkelerin CDS spreadlarına etki eden makroekonomik değişkenlerin neler olduğu incelenmeye çalışılmış olup, seçilen makroekonomik değişkenlerin CDS spreadları üzerindeki etkileri analiz edilmiştir. Araştırmada analiz yöntemi olarak dinamik panel veri yöntemlerinden Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM) tahminci yöntemi ile Kalıntısız Doğrusal Regresyon Modeli yöntemi kullanılmıştır.

Araştırmada gerçekleştirilen analizler sonucunda, seçilen değişkenler içerisinde, cari işlemler dengesindeki artışlar, reel faiz oranları, GSYH büyüme oranları, enflasyon oranları ve S&P Küresel Sermaye Endekslerindeki yıllık olarak gerçekleşen pozitif değişimlerin CDS spreadları üzerinde önemli düzeyde etkileri olduğu tespit edilmiştir.

**Anahtar Kelimeler:** Kredi Temerrüt Swapları (CDS), Ülke Riski, Borçlanma Maliyetleri.

## ABSTRACT

MASTER'S THESIS

Examination Of The Macroeconomic Variables Effecting Cds Spreads

Hikmet AKYOL

2015, XIII+148

In recent years, CDSs come into prominence as an important indicator of country risk. Therefore, CDSs are become closely followed tool and a respectful benchmark for country credibility by many investors, money otority and respectful foundations. This phenomenon create itself an area in academics, and thus examination of countries' spreads and determining the macroeconomic variables effecting them become an important academic area. For these reasons, there are lots of researchs have been made in this subject in Turkey and world recently.

In this research, the goal is to investigate the macroeconomic variables effecting CDS spreads of Turkey and the selected developing countries, and analyze the effect of selected macroeconomic variables on the these countries' CDS spreads. The research is Generalized Method of Moments (GMM) estimator method and Residual Linear Regression Model are used.

As the consequences of the analysis, it is found out that the selected variables which are (i) increase in current account balance, (ii) real interest rates, (iii) GDP growth rates, (iv) inflation rates and (v) annual positive changes in S&P Global Equity Indices have important effects on CDS spreads.

**Keywords:** Credit Default Swap(CDS), Country Risk, Loan Costs.

## TABLÖLAR DİZİNİ

<u>Tablo No</u>	<u>Tablo Adı</u>	<u>Tablo No</u>
	Tablo 1.1.(1) Ekonomik Göstergeler (1960-1985) .....	9

Tablo 1.2. (2) Dış Borç Stokundaki Değişmeler(milyon dolar).....	9
Tablo 1.3. (3) Brüt Dış Borç Stoku (2002-2013).....	12
Tablo 1.4. (4) Türkiye'nin Kısa ve Uzun Vadeli Faiz Göstergeleri .....	36
Tablo 1.5. (5) OECD İçerisindeki 5 Ülkenin Kısa Vadeli Faiz Göstergeleri (2010-2015) .....	36
Tablo 1.6. (6) OECD İçerisindeki 5 Ülkenin Uzun Vadeli Faiz Göstergeleri (2010-2015) .....	36
Tablo 1.7. (7) Türkiye'de Merkezi Yönetim Borç Stoku Döviz Faiz Yapısı (2003-2013) .....	38
Tablo 1.8. (8) OECD Ülkelerindeki Toplam Vergi Gelirlerinin GSYH İçindeki Payı (Piyasa Fiyatlarıyla, 1965-2012).....	43
Tablo 1.9. (9) Türkiye'de Kayıt Dışı İstihdam Oranları (2002-2012).....	45
Tablo 1.10. (10) Türkiye'nin Kamu Net Borç Stoku.....	56
Tablo 1.11. (11) Avrupa Birliği Tanım Genel Borç Stoku .....	58
Tablo 2.1. (12) Derecelendirmeler ve Tanımları .....	67
Tablo 2.2. (13) Coface 2014 Ülke Riski ve İş İklimi Değerlendirmesi (Gelişmekte Olan Ülkeler) .....	70
Tablo 2.3. (14) Hermes Haziran 2014 Ülke Riski İncelemesi (6 Avrupa Ülkesi).....	71
Tablo 2.4. (15) EIU Türkiye Genel Risk Görünümü (Haziran 2014).....	73
Tablo 2.5. (16) EIU Türkiye Risk Görünümü (30 Eylül 2014) .....	74
Tablo 2.6.( 17) . Standart Bir CDS Sözleşmesi İçin Kredi Olaylarının Uygulanması....	85
Tablo 3.1. (18) Değişkenler, Beklenen İşaretler ve İlgili Araştırmalar .....	103
Tablo 4.1. (19) Tanımlayıcı İstatistikler .....	104
Tablo 4.2. (20) Korelasyon Matrisi Anlamlılık Tablosu .....	104
Tablo 4.3. (21) GMM-Sistem Tahmini Bulguları.....	107
Tablo 4.5. (22) Hausman Testi Bulguları .....	108
Tablo 4.6. (23) OtoKorelasyon Testine Ait Bulgular .....	108
Tablo 4.7. (24) Sabit Etkiler Modeli (AR(1)) .....	109

## ŞEKİLLER DİZİNİ

<b><u>Sekil No</u></b>	<b><u>Sekil Adı</u></b>	<b><u>Sayfa No</u></b>
Şekil 2.1. (1)	Kredi Temerrüt Swapları (CDS) .....	77

Şekil 2.2. (2) CDS Brüt Nominal Pazar Verileri (2004-2011).....	81
Şekil 2.3. (3) Çıkarılmış CDS Türevlerinin Yıllık Tutarı (\$tn) .....	82
Şekil 2.4. (4) Bir Kredi Olayında CDS .....	84
Şekil 2.5. ( 5) Standart Bir CDS Sözleşmesi İçin Kredi Olaylarının Uygulanması.....	85



**KISALTMALAR DİZİNİ**

- KDK:** Kredi Derecelendirme Kuruluşu  
**S&P:** Standard&Poor's  
**IMF:** Uluslararası Para Fonu  
**IBRD:** Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası  
**IDA:** Uluslararası Kalkınma Ajansı  
**IFC:** Uluslararası Finans Kurumu  
**CDS:** Kredi Temerrüt Swapları  
**KKBG:** Kamu Kesimi Borçlanma Gereği  
**GSMH:** Gayri Safi Milli Hasıla  
**EIU:** Economist Intelligence Unit  
**ICRG:** International Country Risk Guide  
**CDO:** Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri  
**GMM:** Genelleştirilmiş Momentler Metodu  
**CID:** Cari: İşlem Dengesi  
**SPKSE:** S&P Küresel Sermaye Endeksleri  
**GSYH:** Gayri Safi Yurt İçi Hasıla  
**BVFO:** Borç Verme Faiz Oranı  
**RFO:** Reel Faiz Oranı  
**DYYNG:** Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Net Girişler  
**TMHB:** Toplam Merkezi Hükümet Borcu

## GİRİŞ

Günümüzde çoğu ülkenin, diğer ülkeler ile ortak pazarlara girme ve ekonomik işbirliğine katılma isteğinin yanı sıra uluslararası finans sistemiyle bütünleşme gayretlerinin arttığı görülmektedir<sup>1</sup>. Ülkelerin bu gayretlerini destekler nitelikte olarak iletişim ve bilgi teknolojilerindeki hızlı gelişmeler, onların arasındaki finansal işlemlerin daha etkin ve hızlı bir şekilde gerçekleşmesine imkân tanımaktadır. Bu gelişmelerin sonucu olarak birçok fon sahibi ülke ve yatırımcı ellerindeki fazla fonları başta gelişmekte olan ülkeler olmak üzere dünyadaki diğer piyasalara aktarmaktadırlar. Bu durum tüm dünyadaki finansal sistemi birbirine entegre hale getirdiğinden, mevcut sistem içerisinde yer alan herhangi bir ülkede yaşanabilecek istikrarsızların küresel yatırımcıları ve ülkeleri olumsuz etkilemesi kaçınılmaz hale gelmiştir.

Ülkelerin istikrarını bozabilecek ekonomik, finansal ve sosyal anlamda yaşanabilecek olumsuzluklara ülke riski adı verilmektedir. Ülkelerin risk düzeylerinin yüksek olması, fon sahiplerini ürküteceğinden, dışarıdan kaynak temin etmek de zorlaşacaktır. Bu durumda ülkelerin borçlanma maliyetleri artabilecektir.

Bu bağlamda ülkelerin karşılaşılabileceği risklerin tahmin edilerek yatırımcıların ve mevcut finansal sistemin korunması amacıyla çeşitli araçlar geliştirilmiştir. Bu araçlar arasında en önemlileri hiç şüphesiz kredi derecelendirme kuruluşları (KDK) tarafından verilen kredi notları ve yatırımcılar açısından bir bakıma sigorta işlevi gören kredi temerrüt swaplarıdır (CDS). Özellikle Türkiye'nin de içinde bulunduğu gelişmekte olan ülkelerdeki risklerin gözlemlenebilmesi ve bu ülkelerin temerrüde düşme olasılıklarının değerlendirilmesi açısından bu araçlar önemli görevler üstlenmektedir.

Kimi araştırmacılara göre KDK'ların itibarı son küresel finans krizinde çok büyük yara aldığından, ülke ve kredi risklerinin önemli bir göstergesi olarak CDS'ler daha etkin rol oynamaya başlamışlardır. Bu tartışmalı bir konu olmakla birlikte CDS'lerin küresel finans sistemi içerisindeki itibarlarının ve oynadıkları rollerin arttığını gözlemek mümkündür.

---

<sup>1</sup> Hikmet Akyol ve Nuri Baltacı, "Uluslararası Bir Finans Merkezi Olarak İstanbul'un Değerlendirilmesi", **Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Elektronik Dergisi**, Sayı:12, Ocak, 2015, s.2, ss.1-37.

Ülke riskinin önemli bir göstergesi olarak CDS'lerin son yıllarda ön plana çıkması, bu araçların birçok yatırımcı, para otoritesi ve saygın kuruluş tarafından ülkelerin kredibilitésinin saygın bir ölçütü olarak değerlendirilip, yakından takip edilmesini sağlamıştır. Bu durum akademik alanda da karşılığını bulmuş ve ülkelere ait CDS spreadlarının incelenmesi ve bu spreadlara etki eden makroekonomik değişkenlerin neler olduğunun belirlenmesi konusu önemli hale gelmiştir. Dolayısıyla son yıllarda dünyada ve ülkemizde bu konuda birçok araştırmanın yapıldığı gözlemlenmektedir.

Bu araştırmada Türkiye ile birlikte seçilmiş olan ülkelerin CDS spreadlarına etki eden makroekonomik değişkenlerin neler olduğu incelenmeye çalışılmış olup, seçilen makroekonomik değişkenlerin CDS spreadları üzerindeki etkileri analiz edilmiştir.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### 1. BORÇLANMANIN UNSURLARI

#### 1.1. Genel Olarak Borçlanmanın Nedenleri

Günümüzde borçlanmanın birçok nedeni bulunmaktadır. Bu nedenler incelenirken geçmişten günümüze değin kamunun borçlanma nedenleri ile özel borçlanma nedenlerinin birbirine benzediğini öne süren görüşler olduğunu görmekte birlikte ikisinin arasında bir ayrım olduğunu öne süren görüşlerin de hâkim olduğu görülmektedir. Bu görüşlerden ilkinin savunanlara örnek olarak klasikler verilebilir. Klasik iktisatçılara göre kamu borçlanması, yani devlet ve diğer kamu kuruluşlarınca yapılan borçlanma genel anlamda özel borçlanmaya benzemektedir<sup>2</sup>. Günümüzde ise, klasik görüşün aksine şekil ve nitelik itibariyle kamu borçlanmasıyla özel borçlanmayı aynı tutmak mümkün değildir<sup>3</sup>.

Genel olarak kamu borçları ile özel borçlar arasındaki farkları aşağıdaki gibi sıralanabilmektedir<sup>4</sup>:

- Kamu borçlanması amacı kamu hizmetlerinin yerine getirilmesidir. Borçlu sıfatında olan kamudur. Devlet kamu hizmeti gerçekleştirirken maliyet ile kar elde etme benzeri, özel sektör açısından çok hassas görülen konular kamu açısından o kadar da mühim değildir.
- Kamu borçlarını özel borçlardan ayıran diğer bir ayrım da borçların tutarıyla alakalıdır. Yaygın bir şekilde kamu borçlanması özel sektörün borçlanma tutarına kıyasla çok yüksek oranlarda borçlanma gerçekleştirmektedir.
- Kamu borçlanması süre bakımında da özel borçlanmalardan farklılık arz etmektedir. Kamu uzun vadelerde borçlanabilme imkânına sahipken, özel borçlanmalar daha kısa sürelidir.

<sup>2</sup> Duran Bülbül, “Devlet Borçlanmasının Sosyal ve Ekonomik Etkileri”, **Ekonomik Yaklaşım**, 2003, s. 122, ss. 122-140

<sup>3</sup> Metin Erdem, **Devlet Borçları**, 3. Baskı, Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım, Star Ajans Ltd. Şti., 2009, s. 9

<sup>4</sup> Cuma Çataloluk, “Kamu Borçlanması, Gerçekleşme Biçimi ve Makro Ekonomik Etkileri: Teorik Bir Yaklaşım, Türkiye Örneği”, **Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt: 12, Sayı: 21 Haziran, 2009, s. 244-245, ss. 240-258



- Kamu borçlanması için zora dayalı olarak gerçekleştirilebilen durumlar söz konusuysen, özel borçlanmalarda böyle bir durum mümkün değildir.
- Kamu borçlarında borçlu ile borçlar arasında herhangi bir ilişki söz konusu değildir. Özel sektörde ise böyle ilişki söz konusudur. Borcun reddi ya da ödemenin geciktirilmesi durumlarında alacaklı bu varlıklara müracaat edemez.
- Sonuçta tüm bu farklılıklara rağmen borçlanma, hem özel ile alakalı hem de kamu ile alakalı olsun, normal yollardan kazanılan gelire karşı bir alternatiftir denilebilir.<sup>5</sup>

### 1.1.1. Özel Sektör Borçlanması

Özel borçlanma ile kamu borçlanmasının aynı olmadığını aralarında belli başlı farklılıklar olduğu önceki kısımda ifade edilmişti. Özel borçlanma özel ihtiyaçların giderilmesine dönüktür denilebilir<sup>6</sup>.

Özel borçlanmanın nedeni özel kesimin, yeni projelerini hayata geçirmek istemesi ve işletme sermayelerinin finansmanını gidermesidir. Özel kesim bunu borçlanma ve öz kaynaklar yoluyla gerçekleştirir<sup>7</sup>.

Özel borçlanmanın diğer bir nedeni olarak da kar amacı gütmeye dürtüsü gösterilebilir. Bu tür durumlarda borcun faydası kamunun değil borçlunundur<sup>8</sup>. Bilhassa enflasyonist piyasalarda borçlanan taraf her zaman kazançlıdır<sup>9</sup>.

Genel olarak özel sektördeki işletmelerin borçlanmaya başvurmasının üç temel nedeni vardır<sup>10</sup>:

- İhtiyaç duyulan kaynağın borçlanılarak sağlanması, hissedarların işletmedeki mülkiyetinin sınırlanmasını önler.
- Öz sermaye, işletmenin sermayedarları için sigorta görevi görür. Eğer işletmenin yeterli sermayesi yoksa yapılan işin riski büyük ölçüde sermayedarların sırtına biner.

<sup>5</sup> İbrahim Doğan, “Borçlanmanın Büyüme Üzerinde Dinamik Etkilerinin Analizi: Teori Ve OECD Panel Data Çalışması”, **Yayımlanmamış Doktora Tezi**, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Kayseri, 2012, ss.77

<sup>6</sup> Erdem, a.g.e., s. 9,10

<sup>7</sup> Güven Sayılğan ve Mustafa Doğan, “Neden Artan Vergi Oranları İşletmeleri Borçla Finansmana Özendirir?”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı:52, 2005, s. 28, ss. 28- 38.

<sup>8</sup> Aytaç Eker ve Metin Meriç, **Devlet Borçları**, üçüncü baskı, İzmir: İzmir Yay. , 2000, s.19

<sup>9</sup> Erdem, a.g.e., s. 10

<sup>10</sup>Metin Berber, **Büyüme Teorileri ve Kalkınma Ekonomisi**, Trabzon: Derya Kitapevi, 2011, s. 334-335.

➤ İşletme, borçla finanse ettiği yatırımlardan ödediği faizden daha fazla kazanç elde edebiliyorsa öz sermaye karlılığı artar.

### 1.1.2. Kamu Sektörü Borçlanması

Devletlerin belirlediği sosyo-ekonomik gelişmenin elde edilmesi, uluslararası ekonomik ve mali ilişkilerin gelişmesi ile buna bağlı olarak içteki ve dıştaki işlevleri borçlanmayı daima başvurulabilir kamu geliri haline getirmiştir<sup>11</sup>.

Geçmişte özellikle klasiklerin kamunun borçlanması üzerine takındıkları tavra baktığımız zaman, onlar tarafından tehlikeli bulunduğunu görmekteyiz. Klasikler açısından kamu, borçlanma ile ekonomiden çektiği parayı, üretici olmayan bölgelere aktararak ekonomiye müdahale etmektedir<sup>12</sup>.

Ancak günümüzde özellikle 1929 Büyük Bunalımı'ndan sonra klasiklerin etkinliklerini Keynesyenlere devretmesiyle birlikte kamu borçları hakkındaki olumsuz yargı büyük oranda değişmiştir. Kamu borçlanması ile ilgili ilerleyen yıllardaki gelişmeleri incelediğimizde, kamu borçlanmasının İkinci Dünya Savaşı yıllarında, savaş harcamalarının finansman kaynaklarından birisi olarak kabul görüldüğünü, dolayısıyla hem ekonomideki toplam tüketimi sınırlayarak daha fazla tasarrufları özendirmek hem de enflasyonist baskıyı kontrol altına almak için kullanıldığına tanık olunmaktadır<sup>13</sup>.

Günümüzde devletler açısından borçlanma konusu giderek önem kazanmakta ve buna bağlı olarak kamu borçlarının miktarı da aynı doğrultuda artmaktadır. Devletlerin borçlanma yapıları incelendiği zaman söz konusu ülkenin gelişmişlik düzeyi ile borçlanma nedenleri arasında paralel bir ilişki olduğu görülebilir. Gelişmiş devletler ekonomik dengenin sağlanması ve korunması üzerinde yoğunlaşırken, gelişmekte olan ülkeler kalkınmanın finansmanı sorununu daha önemli görmektedirler.<sup>14</sup> Gelişmekte olan devletlerde piyasa kuvvetlerinin kendiliğinden işleyişi, bu ülkelerin kalkınması için gerekli yatırım hacmini

<sup>11</sup> Aytaç Eker; Asuman Altay ve Mustafa Sakal, **Maliye Politikası**, Dördüncü Baskı, İzmir: Anadolu Matbaacılık, 2002, s. 46

<sup>12</sup> Emine Orhaner, **Kamu Maliyesi**, Ankara: Siyasal Basın ve Dağıtım, Mart, 2007, s. 239

<sup>13</sup> Beyhan Ataç, **Maliye Politikası**, Sekizinci Baskı, Ankara: Turhan Kitapevi, Temmuz, 2009, s. 176

<sup>14</sup> İsmail Yüksel Özçelik, "Kamu Borç Yüku – Borçlanmanın Sürdürülebilirliği İlişkisi ve Türkiye Uygulaması", **Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kayseri, 2005, s. 5

yaratmamaktadır<sup>15</sup>. Bu ülkelerin başlıca sorunları genel hatlarıyla yurtiçi tasarrufların yeterli olmaması ve buna bağlı olarak ekonomik kalkınmanın yurt dışından sağlanan kaynaklarla finanse edilmesi zorunluluğudur<sup>16</sup>.

Söz konusu ülkeler, ekonomik kalkınmanın ivedilikle gerçekleşmesi ve gereken ara mallar ile yatırım mallarını, teknik bilgiyi ithal edilebilmesi için ihtiyaç duyulan döviz gereksinimini borçlanarak karşılayabilmektedirler<sup>17</sup>.

Az gelişmiş ülkelerin tasarruflarının yetersiz olması ve yurtiçindeki kaynakların ülkenin kalkınmasına yetmemesi bu ülkelerin borçlanma tablosuna da olumsuz yansımaktadır.

Söz konusu borçlanma tabloları incelendiğinde bu ülkelerde kamu harcamalarının kalıcı ve oransal olarak büyümesinin kamunun ekonomideki ağırlığını arttırdığı görülmektedir. Bundan dolayı devlet ölçeğini optimallikten uzaklaştırmak yoluyla kamu maliyetlerinin arttırmakta ve üretkenlik ile paralelinde verimliliğin azalmasına yol açtığına şahit olunmaktadır<sup>18</sup>.

Günümüzde genel olarak kamu borçlanmasının nedenleri olarak aşağıdaki nedenler sıralanmaktadır<sup>19</sup>:

- Bütçe açıklarının kapatılması,
- Savunma harcamaları amacıyla kaynak temin edilmesi,
- Ekonomik dengenin sağlanması ve sürdürülmesi,
- Büyük proje ve reformların finansmanın sağlanması,
- Kaynak dağılımı ile kullanımında etkinliğin gerçekleştirilmesi,
- Tasarrufların belli başlı yatırımlara aktarılması,
- Vadesi gelen borçlar için kaynak temin edilmesi,
- Olağanüstü harcamaların finansmanıdır.

<sup>15</sup> Murat Şeker, “Dış Borçlanma, Borç Krizleri ve Türkiye ”, **Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Maliye Anabilim Dalı, İstanbul, 2005, s.28

<sup>16</sup> Mustafa Sakal, **Türkiye’de Mali Disiplin Sorunu**, Birinci Baskı, Ankara: Gazi Kitabevi, 2003, s.33

<sup>17</sup> Mehmet Ali Bilginoglu ve Ahmet Aysu , “Dış Borçların Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı: 31, Temmuz-Aralık, 2008, s. 4, ss. 1-23.

<sup>18</sup> M. Said Ceyhan, “Türkiye’de Kamu Borçlarının Boyutları ve Karşılaştırılması ile Kamu Borçlanma Gereğinin Temel Nedenleri”, **AÜEFHFD**, C:IX, S:1-2, 2005, s. 636, ss. 636-664

<sup>19</sup> Bülbül, a.g.e., s. 123-124

## 1.2. Türkiye’de Borçlanmanın Nedenleri

Türkiye’de borçlanmanın nedenlerini incelerken ülkemizin iç ve dış borçlanmasının tarihsel gelişimini göz önünde bulundurmakta fayda vardır.

### 1.2.1. Dış Borçların Tarihsel Bakış Açısı İle İncelenmesi

Türkiye’de borçlanma tarihi Osmanlı İmparatorluğu’nun son dönemlerinden başlamaktadır. Osmanlı Devleti’nin, Fransa ile İngiltere tarafında Rusya’ya karşı girdiği 1854 Kırım Harbi’nde savaşın masraflarını karşılamak amacıyla dış borçlanmaya başvurmasıyla ilk dış borç alınmıştır. Osmanlı hükümeti tüm olumsuz siyasi durumlara karşın borcuna sadık ve düzenli bir şekilde ödemelerini yaptığı borçların tutarı 1914 yılına gelindiğinde 104 milyon 212 bin Osmanlı lirasına ulaşmıştır<sup>20</sup>.

Osmanlı hükümeti, Avrupa para piyasalarına yeniden borçlanmak dolayısıyla tahvillerini satmak için o dönemde görülen Almanya ile Fransa rekabetten yararlanmak istemiştir. Fakat bu durum Osmanlı’nın evvelki borçlarının, anapara ve faizlerinin ödenmesi amacıyla yeni borçlanmalara girilmesine neden olmuş ve daha önceden verilen tavizlere yenileri eklenmiştir<sup>21</sup>.

1923 senesinde milli mücadelesinden galip çıkan Türk Devleti, Duyun-u Umumiye İdaresi ile Uluslararası Mali Denetim Komisyonunun varlığını tanımadığını, vergi koyma ve alma yetkisinin kurulan Büyük Millet Meclisi Hükümetinin tasavvurunda olduğunu iletmiştir<sup>22</sup>. Buna rağmen galip devletler tarafından 1923 yılında imzalanan Lozan Antlaşması’nda yıkılan devletin varislerinden birisi kabul edilerek borçları ödemesi konusunda mecbur bırakılmıştır. 1925 yılında borçların parçalanarak imparatorluktan doğan, 16 yeni devlete paylaştırıldığı Paris’teki toplantıda Türkiye Cumhuriyeti hissesine dış borcun %73,59’lük en yüksek payı düşmüştür<sup>23</sup>. Ülkemiz Osmanlı’dan devralmak zorunda kaldığı borçların son taksitini 1954 yılında ödemiştir.

<sup>20</sup> Ali Yavuz, “Başlangıcından Bugüne Türkiye’nin Borçlanma Serüveni: Durum ve Eklentiler”, **SDÜ Fen Edebiyat Fakültesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı:20, Aralık, 2009, s.207, ss.203-226.

<sup>21</sup> Murat Şeker, “ Osmanlı Devletinde Mali Bunalım ve İlk Dış Borçlanma”, **C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Sayı: 2, Cilt: 8, 2007, s.129, ss.115-134

<sup>22</sup>Yavuz, a.g.e., ss. 208

<sup>23</sup>Şeker, a.g.e., ss.131

II. Cihan Harbi'nden sonra devletin yüzünü batıya dönmesi, Avrupa Ekonomik İşbirliği Teşkilatı (OEEC) ve Kuzey Atlantik Antlaşması Teşkilatı (NATO) üyeliği ve bunlarının akabinde yaşanan gelişmeler, açıkların büyümesine ve paralelinde dış borçlanmayı olumsuz bir duruma dönüştürmüştür<sup>24</sup>. Bu sorunların başında ödemeler dengesinde meydana gelen açıklardır. 1950'li yıllardan sonra ödemeler dengesi açıklarının boyutlarındaki artışlar dış borçlanmayı bir sorun haline getirmiştir<sup>25</sup>.

1980 yılına gelindiğinde küresel çapta yaşanan liberalizm akımı ve arkasında sürüklediği serbestleşme hareketlerinin bu dönemde dünya ülkelerinin tamamına yakınına olumlu ve olumsuz etkilediği gibi Türkiye'yi de önemli derecede etkilemiştir. Menfi pencereden baktığımızda özellikle ülkede ciddi sıkıntılar yaşanmaya başlamıştır. Meydana gelen siyasi istikrarsızlıklar ekonomiden yaşanan sorunları arttırmış 80 Darbesi ve sonrasında terör olaylarının vuku bulması ülkeyi savunma giderlerini arttırmaya zorlayarak, dış borçlanmaya daha çok yönelmesine sebebiyet vermiştir<sup>26</sup>.

---

<sup>24</sup> Fatma Turan Koyuncu ve Seda Tekeli, "1990 Sonrası Dönemde Türkiye'de Dış Borç Stoku Üzerinde Etkili olan Ekonomik Faktörlerin Analizi", **Ekonomi Bilimleri Dergisi**, Sayı:1, Cilt: 2, 2010, s.124, ss. 123-130.

<sup>25</sup> Kadir Karagöz, "Türkiye'de Dış Borçlanmanın Nedenleri Ekonometrik Bir Değerlendirme", **Sayıştay Dergisi**, Sayı:66-67, Temmuz- Aralık, 2007, s.102, ss. 99-110

<sup>26</sup> Çisil Erkan, Erdiñç Tutar, Filiz Tutar ve Mehmet Vahit Eren, " Türkiye'nin Dış Borçlanma Analizi:1980-2012", **International Conference On Eurasian Economics**, 2012, s.313, ss. 313-318

**Tablo 1.1.(1) Ekonomik Göstergeler (1960-1985)**

	1960	1970	1975	1980	1985
<b>Nüfus</b>	27,754	35,321	40,006	44,439	<b>50,306</b>
<b>Reel Büyüme Oranı*</b>	3,48	5,78	6,07	-2,69	<b>4,85</b>
<b>GSMH(000 TL)*</b>	19,930	34,469	46,275	50,870	<b>63,989</b>
<b>Uluslararası Doğrudan Yatırım(Milyon)</b>	24	58	-	18	<b>99</b>
<b>Borç Servisi/İhracat</b>	0,29	0,34	0,23	0,95	<b>0,49</b>
<b>Borç /GSMH</b>	0,07	0,10	0,09	0,23	<b>0,38</b>
<b>Borç(Milyon dolar)</b>	<b>558</b>	<b>2,297</b>	<b>3,250</b>	<b>16,227</b>	<b>25,476</b>

**Kaynak:** Erdal Tanas Karagöl, “Geçmişten Günümüze Türkiye’de Dış Borçlar”, **Seta Analiz**, Sayı:26, Ağustos, 2010, s.6.

(\*1987 fiyatları ile deflete edilmiştir.)

**Tablo 1.2. (2) Dış Borç Stokundaki Değişmeler(milyon dolar) (1980-2002)**

Yıllar	Dış Borç Stoku	Yıllık Artış	İndeks
<b>1980</b>	15.7	-	<b>100</b>
<b>1981</b>	16.6	5,6	<b>105,6</b>
<b>1982</b>	17.8	7,4	<b>113,4</b>
<b>1983</b>	18.8	5,3	<b>119,5</b>
<b>1984</b>	20.8	10,6	<b>132,3</b>
<b>1985</b>	25.6	23,2	<b>163,0</b>
<b>1986</b>	32.2	25,5	<b>204,6</b>
<b>1987</b>	40.3	25,2	<b>256,2</b>
<b>1988</b>	40.7	0,9	<b>258,8</b>
<b>1989</b>	41.7	2,5	<b>265,3</b>
<b>1990</b>	49.0	17,4	<b>311,6</b>
<b>1991</b>	50.4	2,9	<b>320,8</b>
<b>1992</b>	55.5	10,1	<b>353,3</b>
<b>1993</b>	63.3	13,9	<b>402,6</b>
<b>1994</b>	65.6	3,5	<b>416,9</b>
<b>1995</b>	73.2	11,7	<b>465,7</b>
<b>1996</b>	79.2	8,1	<b>503,5</b>
<b>1997</b>	84.2	6,3	<b>535,4</b>
<b>1998</b>	96.4	14,4	<b>612,8</b>
<b>1999</b>	102.980	6,8	<b>654,5</b>
<b>2000</b>	118.685	15,2	<b>754,3</b>
<b>2001</b>	113.806	-4,1	<b>723,3</b>
<b>2002</b>	<b>131.407</b>	<b>15,4</b>	<b>835,1</b>

**Kaynak:** Metin Bayrak, “Türkiye’de Dış Borçlanma Ve Dış Borçların İktisadi Etkileri (Rasyo Analizleri)”, **Ekev Akademi Dergisi**, Yıl: 9 Sayı: 22, 2005, s.309, ss.305-324

Özellikle bu dönemde 24 Ocak kararlarının uygulanmasıyla birlikte, 1990 yılına kadar geçen sürede Türkiye ekonomisi şiddetli bir döviz darboğazına yakalanmıştır. Bu dönemde darboğazından kurtulmanın çaresi olarak ihracatı teşvik etmek görülmüş, bu da dış borç miktarı üzerinde olumsuz etkilere yol açmıştır<sup>27</sup>.

Yukarıda ifade edilen gelişmelerin neden dış borçlanma üzerinde bu kadar olumsuz etkiye yol açtığını ve dış borçlanmayı artırdığının sebepleri analiz edildiğinde cevap olarak yıllardır devam eden yüksek seyirli enflasyondan ve devasa boyutlardaki vergi kaçakçılığından kaynaklanan tasarruf yetersizliği ile nispi vergilerdeki azalma çıkmaktadır<sup>28</sup>.

1990'lı senelere girildiğinde dış borçlarda artışlar devam etmiş ve 1990 yılında borç miktarı 19,03 milyar dolara ulaşmıştır<sup>29</sup>. Durgunluğun yaşandığı 1990'lı yılların başından sonra 1992-1993 yıllarında yürütülen genişletici maliye politikalarının sonucu olarak iç talep artışı yaşanmış bu da büyümeyi olumlu etkilemiştir. Ancak iç talep artışının büyüme üzerindeki olumlu etkisine rağmen cari işlemler açığı bundan olumsuz etkilenmiştir. Sonuç olarak dış borçlanmaya olan ihtiyaç artmıştır<sup>30</sup>. Bu dönemde toplam dış borç stoku % 10'dan fazla artış göstermiştir<sup>31</sup>.

1994 yılına gelindiğinde kamunun dış borç stokunda bir azalma gözlemlenmiştir. Azalmanın temelinde, uygulanan istikrar programı ve hazineyi güç duruma soktuğu için dış borçlanmaya ender başvurulması nedenleri yatmaktadır<sup>32</sup>.

Ancak bu iyimser tablo kısa sürmüş 1998-2000 yılları arasında dış borçlanmada tekrar bir artış yaşanmıştır. Bunda yaşanan küresel krizlerin ihracat olanağını düşürmesi, ekonomide büyümenin sağlanması, ödemeler bilançosu

<sup>27</sup>Koyuncu ve Tekeli, a.g.e., s.125

<sup>28</sup> Ekrem Dönek, "Türkiye'nin Dış Borç Sorunu ve 1980 Sonrası Boyutları", Sayı:1, Cilt:50, 1995, s. 83, ss. 173-186.

<sup>29</sup> Karagöz, a.g.e., s. 103

<sup>30</sup> Gülden Ülgen, "Türkiye'de Dış Borçların Sürdürülebilirliği", **Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi**, Sayı:1, Cilt: XX, 2005, s. 24, ss. 19-34.

<sup>31</sup> Bayrak, a.g.e., s. 309

<sup>32</sup>Koyuncu ve Tekeli, a.g.e., s. 125

açıkları sorunun giderilmesi ve 1999 senesinde IMF ile gerçekleştirilen Stand-by anlaşması benzeri faktörler etkili olmuştur<sup>33</sup>.

Bilhassa Stand-by sözleşmesi kapsamında iç borçların dış borçlar ile ikamesinin kararlaştırılması dış borçların olumsuz seyrinin sürmesine neden olmuştur. 2000 yılında dış borç stoku 118,6 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır<sup>34</sup>. 2001 yılındaki Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ve 2002'den itibaren gerçekleşen siyasi istikrar ve sonraki yıllarda dünyada yaşanan likidite bolluğu dış borçlar üzerinde olumlu etkiye yol açmıştır diyebiliriz.

2002 sonrası brüt dış borç stoku her yıl artış göstermesine rağmen toplam borç miktarı içindeki kamunun oranı sürekli azalış göstermiştir. Örneğin, kamunun 2002 yılındaki brüt dış borç içindeki oranı %49 iken bu oran 2013'ün son çeyreğinde % 29'dur. Ancak aynı durum özel sektör için söz konusu değildir. Özellikle 2005 yılı ile birlikte özel sektörün dış borçlar içindeki oranı 2009 yılı dışında yüksek değerlerde artış göstermiştir.

---

<sup>33</sup>Erkan, Tutar, Tutar ve Eren, a.g.e., s. 314

<sup>34</sup> Ahmet Turan Adıyaman, “ Dış Borçlarımız Ve Ekonomik Etkileri”, **Sayıştay Dergisi**, Sayı: 62, Temmuz- Eylül, 2006, s. 29, ss. 21-45.



Tablo 1.3. (3) Brüt Dış Borç Stoku (2002-2013)

(Milyon ABD Doları)	Kamu Sektörü			TCMB			Özel Sektör			Türkiye Brüt Dış Borç Stoku (I+II+III)	Türkiye Brüt Dış Borç Stoku / GSYH (%)
	Kısa Vadeli Stok	Uzun Vadeli Stok	Toplam Dış Borç Stoku (I)	Kısa Vadeli Stok	Uzun Vadeli Stok	Toplam Dış Borç Stoku (II)	Kısa Vadeli Stok	Uzun Vadeli Stok (*)	Toplam Dış Borç Stoku (III)		
2002	915	63.618	64.533	1.655	20.348	22.003	13.854	29.202	43.056	129.592	56,2
2003	1.341	69.503	70.844	2.860	21.513	24.373	18.812	30.129	48.941	144.157	47,3
2004	1.840	73.828	75.668	3.287	18.123	21.410	27.076	37.023	64.099	161.177	41,3
2005	2.133	68.278	70.411	2.763	12.662	15.425	34.018	50.958	84.976	170.813	35,5
2006	1.750	69.837	71.587	2.563	13.115	15.678	38.540	82.520	121.060	208.324	39,6
2007	2.163	71.362	73.525	2.282	13.519	15.801	38.700	122.263	160.963	250.290	38,6
2008	3.248	75.058	78.306	1.874	12.192	14.066	47.397	141.390	188.787	281.159	37,9
2009	3.598	79.884	83.482	1.764	11.398	13.162	43.628	128.802	172.430	269.074	43,6
2010	4.290	84.791	89.081	1.553	10.012	11.565	71.451	119.754	191.205	291.850	39,9
2011	7.013	87.192	94.205	1.239	8.095	9.334	73.376	126.743	200.119	303.658	39,2
2012	11.040	92.907	103.947	1.036	6.052	7.088	88.001	138.642	226.643	337.679	42,9
2013	17.605	98.206	115.811	833	4.401	5.234	110.866	156.226	267.092	388.137	47,3
2014 Ç1	17.843	99.191	117.034	762	4.100	4.862	106.076	158.814	264.890	386.786	48,0

**Kaynak:** Hazine Müsteşarlığı, <http://www.hazine.gov.tr/default.aspx?nsw=EilDPQez15w=-H7deC+LxBi8=&mid=120&cid=12&nm=634>, (Erişim Tarihi:6 Eylül 2014)

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), tüm kamu sektörü kurum ve kuruluşları ile özel sektör kapsamındaki tüm şirket ve şahısların yurt dışı yerleşiklerden sağlamış oldukları kredilerden doğan yükümlülükler ile yurt dışı piyasalarda ihraç ettikleri tahvillerden doğan yükümlülüklerin toplamından oluşmakta olan<sup>35</sup> brüt dış borç stokunun durumuna bakıldığında, 2013'ün dördüncü çeyrek dönem sonu itibarıyla 388,2 milyar ABD doları olarak gerçekleştiğini görülmektedir. Gerçekleşen borç stoku içerisinde özel sektör borçlarının miktarı 267,0 milyar ABD doları ile yüzde 68,8'dir. Kamu kesimi borçlarının payı ise, 116,0 milyar ABD doları ile yüzde 29,9'dur. Bankacılık sektörü hariç Türkiye brüt dış borç stokundan bankacılık sektörü net dış varlıklarının çıkarılması suretiyle elde edilmekte olan<sup>36</sup> Net Dış Borç Stoku ise, 230,6 milyar ABD dolarıdır<sup>37</sup>.

### 1.2.2. İç Borçların Tarihsel Bakış Açısı İle Nedenlerinin İrdelenmesi

Türkiye'de iç borçlanmanın ilk defa 1933'te yapıldığı görülmektedir.<sup>38</sup> Bu dönemden itibaren Türkiye'nin iç borçlanma konusunda yaşadığı süreçler irdelediğinde 1970'li yıllara kadar gerçekleştirilen iç borçlanmanın kalkınmaya yönelik ve uzun vadeli olup bütçeye çok fazla yük olmadığı görülmektedir. 1980 sonrasında ise, iç borçlanma bütçe açıklarının finansmanı ve temin edilen borçların geri ödenmesi için yapılmıştır<sup>39</sup>.

1980'lerden itibaren sıkça başvurulmuş iç borçlanma aracı, modern bir iç borçlanma anlayışını da ilerleyen yıllarda gerçekleşmesini sağlamıştır. Türkiye'de küresel standartlarda bir iç borçlanma anlayışı 2002 yılında borç yönetiminin hukuki çerçevesinin çizilmesi ve Hazine Müsteşarlığı Kamu Finansmanı Genel

<sup>35</sup>(Hazine Müsteşarlığı) <http://www.hazine.gov.tr/default.aspx?nsw=Gr9i93osrUr1liQiVYj1mA===H7deC+LxBI8=&nm=495> (Erişim Tarihi: 26 Ağustos 2014)

<sup>36</sup>(Hazine Müsteşarlığı) <http://www.hazine.gov.tr/default.aspx?nsw=Gr9i93osrUr1liQiVYj1mA===H7deC+LxBI8=&nm=495>, (Erişim Tarihi: 26 Ağustos 2014)

<sup>37</sup> T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, "31.12.2013 İtibarıyla Türkiye Brüt Dış Borç Stoku ", **Basın Duyurusu**, Sayı:2014/53-54-55, 2014.

<sup>38</sup> İclal Çöğürçü, " Türkiye'nin İç Borç Genel Yapısı Üzerine Geçmişten Günümüze Bir Değerlendirme", **Uluslararası Sosyal ve Ekonomik Bilimler Dergisi**, 2, 1, 2012, s. 94, ss. 93-104.

<sup>39</sup> Cahide Bayraktar, " Türkiye'de İç borçlanmanın Yapısı: 1980-2010 Dönemi", **Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Yıl:4, Sayı:1, Haziran, 2011, s. 2, ss. 1-14

Müdürlüğü'nün borç yönetim ofisine dönüştürülmesiyle mümkün olmuştur<sup>40</sup>. 4749 sayılı kanuna göre yapılan bu düzenlemeyle Türkiye'de iç borçlanma yetkisi Hazine Müsteşarlığı'na verilmiştir<sup>41</sup>.

Hazine iç borçlanması direkt olarak kurumlara yönelebileceği gibi piyasaya da yönelebilir ve borçlanma belli dönemlerde, kamu kesiminin ilan edeceği şartlarda gerçekleşebileceği gibi, sürekli ihaleler yapılmak kaydıyla da gerçekleştirilebilir<sup>42</sup>.

4749 sayılı kanunla Hazine'nin yeniden yapılanması daha önceden uygulanan borç yönetimi pratiklerinin terkedilmesi ve risk yönetimi anlayışının kurum içerisinde oturması olarak algılanmaktadır<sup>43</sup>.

Hazine kavramı günümüzde geldiği seviyede asıl olarak, devletin mali hak ve mükellefiyetlerinin temsili ve yöntemi anlamına gelir ve devletin borcu, alacağı ve ödemeye dönüşebilecek bütün mükellefiyetleri hazinece izlenmekte ve yönetilmektedir<sup>44</sup>.

### 1.3. Borçlanmanın Kaynakları

Kamu ve özel borçların kaynaklarını incelerken, söz konusu borçların kaynaklarını iç borçlar ile dış borçlar ayrımı yaparak ele almak daha doğru olacaktır. Zira borçlanma, kaynakları, alınış biçimleri ve ekonomi üzerindeki etkileri bakımından iç borç ve yahut dış borç olması itibarıyla çok farklı bir tabiata sahiptir.

Genel olarak iç borçlanma ile dış borçlanma arasında borcun temin edildiği kaynak bakımından iki farklı kıstas temel alınmaktadır<sup>45</sup>:

- Alacaklının uyruğu
- Borcun sağlandığı piyasanın uyrukluğudur.

<sup>40</sup> Harun Bal, Pınar Özdemir, “ İç Borç Yönetimi ve Türkiye”, **Çukurova Üniversitesi İİBF Dergisi**, Sayı:1, Cilt:15, Haziran, 2011, s. 39, ss. 38-64.

<sup>41</sup>Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun, <http://www.hazine.org.tr/4749.pdf>, (Erişim Tarihi:6 Eylül 2014)

<sup>42</sup> Mahfi Eğilmez ve Ercan Kumcu, **Ekonomi Politikası**, 18. Basım, İstanbul: Remzi Kitapevi, Kasım, 2013, s. 127

<sup>43</sup> Ali Rıza Güngen, “ Hazine Müsteşarlığı ve Borç Yönetimi: Finansallaşma Sürecinde Bir Kurumun Dönüşümü”, **Amme İdaresi Dergisi**, Sayı:1, Cilt 47, Mart, 2014, s. 9-10, ss. 1-21.

<sup>44</sup>Eğilmez ve Kumcu, a.g.e., s. 79

<sup>45</sup> Metin Erdem, **Devlet Borçları**, 3.Baskı, Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım, 2009, s. 41

Bu kıstaslardan birincisine göre kamu gereksinim duyduğu borcu kendi vatandaşlarından temin ediyorsa iç borç, kendi vatandaşlarından almıyorsa dış borç olarak kabul edilmektedir.

İkinci ölçütü irdelediğimizde borcun sağlandığı kaynak milli ve ya dış piyasa olmasına göre iç borç ve dış borç olarak yorumlanmaktadır.

Günümüzde iç borç ve dış borç ayrımında piyasanın ulusallığı önem kazanmaktadır<sup>46</sup>. Türkiye’de kamu yurt içinden borçlanır, fakat bu borcu ulusal gelir haricindeki bir finansmanla ödemektedir<sup>47</sup>.

### 1.3.1. İç Borç

İç borçlar, kaynağı tasarruflara dayanan yurt içi kaynaklardan temin edilen ödünçlerdir. Özel sektör öz kaynakları yetersiz kaldığında, kamu ise sağlanan gelirleri borçlarının finansmanını karşılayamadığı durumlarda iç borçlanmaya yönelmektedir<sup>48</sup>.

#### 1.3.1.1. Özel Sektörün İç Borçlanması

Türkiye’de kamunun yüksek finansman gereksinmesinin finansman maliyetlerini arttırması ve (fon) meblağsını kısıtlamasından ötürü işletmeler içsel kaynaklara, ticari kredilere ve benzeri alternatif kaynaklara başvurumaktadırlar<sup>49</sup>.

Bu çalışmada işletmelerin başvurduğu bu kaynakları vadelerine göre yani kısa vadeli borçlanma ile orta-uzun vadeli borçlanma ayrımına gidilerek incelenecek ve işletmenin yurtdışından temin ettiği dış fonlara, dış borçlanmanın kaynaklarında değinilecektir.

##### 1.3.1.1.1. Kısa Vadeli Borçlar

Kısa vadeli borçlar; genellikle işletmenin ticari faaliyetlerinde gereksinim duyduğu mal, kredi alımlarından ve personel ücret borçlarından meydana gelen

<sup>46</sup>Eker ve Meriç, a.g.e., s. 160

<sup>47</sup> Ferhat Başkan Özgen, “ Türkiye’de İç Borç Sorunu ve İç Borçların Sınırlandırılması”, **Yeni Türkiye Dergisi, Türk Ekonomisi Özel Sayısı**, Yıl: 5, Sayı:27, Mayıs - Haziran, 1999, s. 354, ss. 353-373.

<sup>48</sup>Berber, a.g.e., s. 332

<sup>49</sup> Yener Coşkun, “Özel Sektör Borçlanma Araçları Piyasasının Gelişmesinde Düzenlemelerin Etkisi”, **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, Cilt: 65, Sayı: 4, 2010, s. 7, ss. 1-40

ancak işletmelerin finansman ihtiyacını da karşılayan bir yıl içinde ödenmesi planlanan borçlardır.<sup>50</sup>

İşletmelerin kısa vadeli borçları aşağıdaki şekilde sıralanabilir<sup>51</sup>:

- Kısa vadeli ticari Krediler
- Finansman Bonosu
- Repo İşlemleri
- Kısa Vadeli Banka Kredileri
- Yurtiçi Faktöring
- Hazine Bonosu

#### **1.3.1.1.1.1. Kısa Süreli Ticari Krediler**

İşletmelere satıcılar tarafından temin edilen kısa vadeli fon kaynaklarıdır<sup>52</sup>. Bu krediler işletmelerin bilhassa günümüz koşullarında peşin ödemelerine karşı bir alternatifin sonucudurlar<sup>53</sup>.

#### **1.3.1.1.1.2. Finansman Bonosu**

İhraç edenlerin borçlu sıfatıyla düzenledikten sonra iskonto esasına dayanarak ihraç ettikleri menkul kıymettir<sup>54</sup>. Finansman bonolarını sıfır faizli tahvillerin kısa vadeli bir türü olarak kabul edilebilir<sup>55</sup>. Finansman bonoları bir yıldan kısa süreli olmalarının yanında iki yıl süreli de olabilir. Bu izni SPK vermektedir.<sup>56</sup>

#### **1.3.1.1.1.3. Repo İşlemleri**

Repo işlemi finans kurumları için uzun zamandır finansın ana kaynaklarından biri olarak kurulmuştur ve taraflara kısa vadeli kaynak sunmak olan

<sup>50</sup> Ümit Hacıoğlu ve Hasan Dinçer, **Finansa Giriş**, 1. Basım, İstanbul: Beta Basım A.Ş., Nisan, 2009, s. 80

<sup>51</sup> Erkan Poyraz, **Açıklamalı Örneklerle Finansal Yönetim**, Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım, 2008, s. 364

<sup>52</sup> Ceylan ve Korkmaz, a.g.e., Gözden Geçirilmiş 10. Baskı, s. 156

<sup>53</sup> Poyraz, a.g.e., s. 364

<sup>54</sup> Sermaye Piyasası Kurulu, "Sermaye Piyasası Araçları", **SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-2**, Eylül, Ankara, 2010, s. 11

<sup>55</sup> Güven Sayılğan, "**Soru ve Yanıtlarla Finansal Piyasalar ve Finans Yöntemleri**", Ankara: Turhan Kitapevi Basım Yayın Tic. Ltd. Şti., Ocak, Ankara, 2004, s. 71

<sup>56</sup> Hacıoğlu ve Dinçer, a.g.e., s. 53

reponun bu yeteneği, onu küresel sistemin bir parçası haline getirmiştir<sup>57</sup>. Aynı zamanda repo işlemlerinin kısa vadeli krediler olduğu da söylenebilir<sup>58</sup>.

#### 1.3.1.1.1.4. Kısa Vadeli Banka Kredileri

Küçük işletmelerin uzun dönemli krediler yerine genellikle bir yıla kadar süren geri ödeme dönemleri için borçlanmayı tercih ettikleri bu krediler geçici fon eksikliklerini gidermek ve benzeri durumlar için kullanılabilir<sup>59</sup>.

#### 1.3.1.1.1.5. Yurtiçi Faktöring

Faktöring, uzmanlaşmış bir firmanın müşterilerinden gelen (faktörü) alımları, malların satış veya müşterilerine hizmet sağlanması sonucunda alacaklar hesabını üstlendiği finansal bir yöntemdir<sup>60</sup>.

Faktöring işlemi ile alakalı olarak en sade ifadeyle müşteri alacaklarının faktör tarafından bedeli pesin ödemek şartıyla satın alınmasıdır denilebilir<sup>61</sup>. Yurtiçi faktöring, söz konusu faktöring işlemleri aynı devlette gerçekleşmektedir ve tarafları alıcı işletme, satıcı işletme ve faktöring işletmeleridir<sup>62</sup>.

Faktöring işleminin satıcı işletmelere sağladığı bazı avantajları; alacakları nakde dönüştürme kolaylığı sağlaması nedeniyle işletmenin likiditesini yükseltmesi, piyasada rekabeti arttırması, satışları güvenli hale getirip, riski azaltması ve küresel piyasalardan güvenilir alım-satım yapmaya müsaade etmesidir<sup>63</sup>.

<sup>57</sup> Justin Chircop, Paraskevi Vicky Kiosse and Ken Peasnell, "Should Repurchase Transactions be Accounted for as Sales or Loans?", **Accounting Horizons**, Vol:26, No:4, 2012, p.657, pp.657-679.

<sup>58</sup> Bryce Jones, Theresa Presley, "Law And Accounting: Did Lehman Brothers Use Of Repo 105 Transactions Violate Accounting And Legal Rules?", **Journal of Legal, Ethical and Regulatory Issues**, Volume: 16, Number: 2, 2013, p. 58, pp. 55-92

<sup>59</sup> (About Money) <http://bizfinance.about.com/od/businessloans/qt/short-term-small-business-loans.htm> (Erişim Tarihi: 18 Mayıs 2014)

<sup>60</sup> Tamara Milenkovic-Kerkovica and Ksenija Dencic-Mihajlov, "Factoring in the Changing Environment: Legal and Financial Aspects", **International Conference: Service Sector in Terms of Changing Environment 2011**, 2011, p. 429, pp. 428-435

<sup>61</sup> Betül Tiryaki, "Factoring işlemi ve Factoring İşleminin Hukuki Niteliği", **Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Cilt: 8, Sayı: 2, 2006, s. 190, ss. 189-214

<sup>62</sup> Zekai Özdemir, "Dış Ticaret Finansman Tekniklerinden Faktöring ve Forfaiting İşlemleri", **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, (10) / 2, 2005, s. 194-224, ss. 202

<sup>63</sup> Uğur Kaya, Bilal Gerekan, " Faktöring İşletme ve Satıcı İşletme Açısından Faktöring İşlemlerinin Muhasebeleştirilmesi", **Afyon Kocatepe Üniversitesi, İİBF Dergisi**, C: XIII, S: II, 2011, s. 73, ss. 71-101

### 1.3.1.1.1.6. Hazine Bonosu

Hazine Bonosu, T.C. Hazinesi tarafından ulusal sınırlar içerisinde çıkarılan, bir seneden kısa süreli iç borçlanma senedir<sup>64</sup>. Hazinesinin finansmanı amacıyla başvuru bu senetler, Türk lirası ve döviz cinsinden çıkarılmaktadır<sup>65</sup>.

İşletmelerin birincil piyasalardan veyahut ikincil piyasalardan temin etmek durumunda oldukları hazine bonoları iskontolu olarak ihraç edilebilecekleri gibi kuponlu olarak ta ihraç edilebilirler<sup>66</sup>.

İşletmelerin kısa süreli borçlanma tutarını belirleyen bazı etkenler bulunmaktadır. Bu etkenler genel olarak aşağıdaki şekilde sıralanabilmektedir<sup>67</sup>:

- İşletmelerin varlık yapıları
- Mevsimlik değişimler ile alakalı varsayımlar,
- Kısa vadeli finansman maliyetleri,
- Faiz oranlarında yaşanan değişimlerle alakalı tahminler,
- Likidite riski
- Kısa vadeli borçların vadelerinin uzatılması,
- Kurumsal yapı ile işletmenin yasal yapısı,
- Ekonomik koşullardır

### 1.3.1.1.2. Orta ve Uzun Vadeli Borçlar

Orta ve uzun vadeli borçlar; Vadesi bir sene ile beş sene arasında değişen borçları orta vadeli, beş seneden fazla vadeye sahip borçları ise, uzun vadeli borçlar şeklinde tanımlanmak mümkündür<sup>68</sup>.

İşletmelerin iç borçlanma amacıyla başvurdukları Orta ve Uzun vadeli borçları aşağıdaki şekildeki gibi sıralanabilir:

- Öz Kaynaktan Sağlanan Fonlar
- Orta ve Uzun Vadeli Banka Kredileri
- Orta Vadeli Satıcı Krediler

<sup>64</sup> (Bankacılık Bolumu.Com) <http://www.bankacilikbolumu.com/haber/250--bankacilik-terimleri-devlet-tahvili-nedir-devlet-tahvilinin-tanimi-hazi.html> (Erişim Tarihi: 19 Mayıs 2014)

<sup>65</sup> Işıl Fulya Orkunoğlu, "Hazine Bonosu ve Devlet Tahvillerinin Vergilendirilmesi", **Gündem**, Ocak, 2010, s. 7, ss. 7-12

<sup>66</sup> (Hazine) <http://www.hazine.gov.tr/default.aspx?nsw=4Lohv1LHjN0Zy1E0rFp2oQ==H7deC+LxBI8=> (Erişim Tarihi: 19 Mayıs 2014)

<sup>67</sup> Poyraz, a.g.e., s. 362

<sup>68</sup> Ayten Olcar, "Türkiye'nin Dış Borç Sorunu ve Kriz Etkileri", **Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Ana Bilim Dalı, Çorum, 2013, s. 14

- Leasing
- Hisse Senedi
- Tahvil
- Oto Finansman

#### **1.3.1.1.2.1. Öz Kaynaktan Sağlanan Fonlar**

İşletmelerin sahip ve ortaklarınca hem kuruluş aşamasında hem de sermaye artışları sonucu ayrılmış olan sermaye, öz kaynaklardan temin edilen fonları oluşturmaktadır<sup>69</sup>.

#### **1.3.1.1.2.2. Orta ve Uzun Vadeli Banka Kredileri**

Ödemesi genellikle eşit taksitlerde gerçekleşen bu kredilerde bankalar işletmelere kredi açmak amacıyla geleceğin âmâlığından ötürü işletmelerin bu borçları geri ödeyip ödeyemeyeceğini test etmek için mali tablolardan istifade ederek söz konusu işletmelerin finansal durumları hakkında bilgi sahibi olmak isterler<sup>70</sup>.

Orta vadeli banka kredilerini öteki işletme kredilerinden ayıran iki belirgin faktör vardır ve bunlar sırasıyla<sup>71</sup>:

- Vade süresinin bir yıldan fazla olması,
- Verilen kredilerin bir borç anlaşmasına bağlanmasıdır.

Uzun vadeli banka kredileri ise genellikle büyük işletmelere fon ihtiyacının kısa zamanda giderilmesi lazım gelen durumlarda verilir<sup>72</sup>.

#### **1.3.1.1.2.3. Orta Vadeli Satıcı Kredileri**

Orta vadeli satıcı kredilerine işletmeler bilhassa sabit aktiflerinin finansmanını gerçekleştirmek için kullanırlar ve işletme bir makinenin satın alınmasını gerçekleştirdiğinde, bir tesisi kurmayı arzu ettiğinde satıcı firmaya

<sup>69</sup>Ceylan ve Korkmaz, a.g.e., Gözden Geçirilmiş 10. Baskı, s. 218

<sup>70</sup>Poyraz, a.g.e., s. 383

<sup>71</sup>Ceylan ve Korkmaz, a.g.e. , Gözden Geçirilmiş 10. Baskı, s.195

<sup>72</sup>Poyraz, a.g.e., s. 383



ödemeyi belirli bir taksitten gerçekleştirdikten sonra kalan kısmını üç, beş senelik bir zaman zarfında taksitlerle öder<sup>73</sup>.

#### 1.3.1.1.2.4. Yurtiçi Leasing

Finansal Kiralama olarak da tanımlanabilecek Leasing en sade tanımıyla, açıkça belirtilen ödemelere karşı olarak bir varlığın kullanım hakkını belirli bir süre için başka bir kişiye veren ve genel anlamda finansman sağlamaya yarayan iki taraflı bir sözleşmedir<sup>74</sup>.

Leasing işleminde önceden belirlenen yatırım malı bir yatırımcı tarafından ülke dışından ithal edilerek ya da ülke içinden leasing işletmece kiralanarak (ithal edilerek) ve yahut satın alınarak kiralanmaktadır<sup>75</sup>.

Bu yöntem, yatırım mallarının satın alınmasına alternatif olarak kiralanarak kullanılmasını sağlaması işletmelerin firma sermayelerini diğer ihtiyaçlarının giderilmesinde kullanılması ile verimliliği ve karlılığı arttırmaktadır<sup>76</sup>.

Ülkemizde 1986 yılından beri Leasing'in yatırımlardan aldığı pay giderek artmaktadır<sup>77</sup>.

#### 1.3.1.1.2.5. Hisse Senedi

Anonim ile hisseli komandit işletmelerde payları temsil etmesi amacıyla işletmeler tarafından düzenlenen şekil şartlarına tabi kıymetli evrak karakterinde belgeler olan hisse senetleri<sup>78</sup> riski en yüksek yatırım aracı olarak kabul edilmektedirler<sup>79</sup>.

<sup>73</sup> Ebru Kıvrak, “Borçlanma Maliyetleri Ve Tms 23: Borçlanma Maliyetleri Standardına Göre Muhasebeleştirilmesi”, **Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Ekim, Muğla, 2009, s. 10

<sup>74</sup> Matthew Fletcher, Rachel Freeman, Murat Sultanov, Umedjan Umarov, **Leasing in Development Lessons from Emerging Economies**, Washington: International Finance Corporation, November, 2005, p. 1

<sup>75</sup> Şen Demirer Akduman, “Finansal Kiralama (Leasing) ve teknoloji Transferi”, **TMMOB Makina Mühendisleri Odası**, Bursa: Sanayi Kongresi Bildirileri, 1989, s. 396, ss. 395-398

<sup>76</sup> (Siemens)  
[http://finance.siemens.com/financialservices/tur/leasing\\_hakkinda/leasing\\_nedir/pages/leasing-nedir.aspx](http://finance.siemens.com/financialservices/tur/leasing_hakkinda/leasing_nedir/pages/leasing-nedir.aspx)  
(Erişim Tarihi: 19 Mayıs 2014)

<sup>77</sup>(Nedir? com ) <http://leasing.nedir.com/> (Erişim Tarihi: 19 Mayıs 2014)

<sup>78</sup> Mehmet Ali Canoğlu, “Hisse Senetleri”, **Lebib Yalın Mevzuat Dergisi**, Eylül, 2006, ss. 1, ss. 1-5

<sup>79</sup> Sevda Gürsakal, “Hisse Senedi Ve Döviz Piyasası Risklerinin Riske Maruz Değer Yöntemi İle Karşılaştırılması”, **Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi** Cilt: XXVI, Sayı: 2, 2007, s. 62, ss. 61-76.

Ortaklar istemedikçe çıkarılması zorunlu olmayan bu senetlerin çıkarılmamış olmaları devir kabiliyetlerini etkilemediği gibi, onların rehin, haciz ve benzeri işlemlere konu olmasını da engellemez<sup>80</sup>.

Hisse senetlerinin en riskli yatırım aracı olmasından önemli nedenlerinden birisi hisse senedi fiyatlarında yaşanan dalgalanmaları birçok faktörün etkilemesidir<sup>81</sup>.

Genel olarak hisse senedi fiyatlarını etkileyen üç faktör vardır<sup>82</sup>:

- Cari veya gelecek dönem gelir akımlarının artacağı yâda azalacağı yönündeki beklentiler, hisse senedi fiyatlarını yükseltir ya da düşürür,
- Cari veya gelecek dönem reel kısa vadeli oranlarının yüksek veya düşük olacağı yönündeki bilgiler, hisse senedi fiyatlarını azaltır ya da artırır,
- Yatırımcıları daha yüksek risk primi talep etmeye yönlendiren bilgiler, hisse senedi fiyatlarını düşürür.

#### 1.3.1.1.2.6. Tahviller

Tahviller, anonim işletmeler tarafından kaynak gereksinimlerini gidermek gayesiyle itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borçlanma senetleridir<sup>83</sup>. İşletmeler açısından tahvillerin maliyetlerinin az olması ile birlikte vergi matrahından düşürülebilmesi, ortalama fon maliyetinin azalmasına sebep olur<sup>84</sup>.

İşletmeler, tahvil ihraçlarını daha kolay bir şekilde gerçekleştirmek veya geleceğe ilişkin beklentilerini bağlı olarak, teminatsız, ödenim fonlu veya ödenim fonsuz ve geri çağrılabilir tahvil ihracı gerçekleştirebilmektedirler<sup>85</sup>.

Sermaye piyasaları gelişmiş devletlerde işletmelerin kaynak elde etmek için başvurdukları başat yöntemlerden birisi tahvil ihracıdır<sup>86</sup>. Fakat aynı şeyi

<sup>80</sup>Canoğlu, a.g.e., s. 1

<sup>81</sup> Oğuzhan Aydemir, Serdar Ögel ve Gökhan Demirtaş, “Hisse Senetleri Fiyatlarının Belirlenmesinde Finansal Oranların Rolü”, *Celal Bayar Üniversitesi İİBF Yönetim Ve Ekonomi*, Cilt:19 Sayı:2, 2012, s. 279, ss. 277-288

<sup>82</sup> Nejla Adanur Aklan ve Mehmet Nargeleçekenler, “Hisse Senedi Piyasasında Para Politikalarının Rolü: Türkiye Örneği”, *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi*, Cilt: XXXIII, Sayı:2, 2012, ss.110, ss.103-128

<sup>83</sup>Sayılgan, a.g.e., s. 73

<sup>84</sup> Turhan Korkmaz ve Ali Ceylan, *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*, Gözden Geçirilmiş 4. Baskı, Ankara: Ekin Yayınevi, 2007, s. 202

<sup>85</sup> Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz (2008). “İşletmelerde Finansal Yönetim”, Gözden Geçirilmiş 10. Baskı, Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım, Star Ajans Ltd. Şti., 2008, s. 220

gelişmekte olan piyasa ülkelerindeki işletmelerin çoğunluğu için söylemek mümkün değildir. Bu ülkelerdeki işletmeler, küçük ya da büyük fark etmez, genellikle tahvil piyasaları gelişme aşamasında olduğu için sermaye artırımını tahvil piyasalarına bağlı olmadığından son derece az gelişmişlerdir<sup>87</sup>.

Ülkemizde gelişmekte olan bir piyasa ülkesi olduğundan tahvil piyasalarımız 1980 yılından sonraki küresel liberalizasyon akımlarına bağlı olarak gelişim göstermeye başlamıştır. Türkiye 'de tahvil piyasası, bono piyasası ile birlikte 17 Haziran 1991 tarihinde faaliyete geçmiştir<sup>88</sup>. 2000 yılından sonra yapılan düzenlemeler ve yenilikler tahvil piyasalarının büyümesine ve gelişmesine katkıda bulunmuştur.

İşletmeler borç temin etmede başvurduğu hisse senedi, tahvil ve benzeri borçlanma araçlarına 1994 krizine kadar çok sık yönelmekteydiler. Ancak krizden önce gerçekleşen yüksek iç faiz oranları, özel sektörün para ve finans piyasalarından dışlanmasıyla sonuçlanmıştır<sup>89</sup>. Krizle kesintiye uğrayan borçlanma araçlarına yönelme eğilimi sonraki yıllarda istikrarın sağlanmasıyla artmıştır<sup>90</sup>. Özellikle son yıllarda piyasalarda yapılan iyileştirmeler ve düzenlemelerin bir sonucu olarak borçlanma araçlarının çeşitliliğinde artış yaşanmaktadır. Son dönemlerde faiz içermeyen sukukların piyasalardaki etkinliğinin artması bu çeşitliliğe bir örnek teşkil etmektedir.

#### 1.3.1.1.2.7. Otofinansman

Otofinansman, işletme karının ortaklara bölüştürülmeyip yeni yatırım alanlarına ve projelere girilmek maksadıyla tutulmasıdır<sup>91</sup>.

İşletmeler sermayelerini en yetkin seviyeye çıkarmak için başvurdukları kaynakların vade dağılımını dikkate almak mecburiyetindedirler<sup>92</sup>.

<sup>86</sup> Halil Seyidoğlu, **Uluslararası Finans**, Geliştirilmiş 3. Baskı, İstanbul: Gizem Yayınları, Ocak, 2011, s. 278

<sup>87</sup> Robert F. Dittmar and Kathy Yuan, "Do Sovereign Bonds Benefit Corporate Bonds in Emerging Markets?", **The Review of Financial Studies**, 21, 5, September, 2008, p.1983, pp.1983-2014

<sup>88</sup> Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, "**Tahvil ve Bono Piyasaları**", Mart, 2010, s.11

<sup>89</sup> Özcan Çikot, "Borçlanma Araçları", **Sermaye Piyasasında Gündem**, TSPAKB, Sayı:116, Nisan, 2012, s. 16

<sup>90</sup> Murat Kural, "Özel Sektörün Borçlanma Araçları", **Capital, Geniş Açık**, Nisan, 2013, s.6

<sup>91</sup> Poyraz, a.g.e., s. 389

<sup>92</sup>Poyraz, a.g.e., s. 362

### 1.3.1.2. Kamu Sektörünün İç Borçlanması

Kamu sektörü için iç borçlanmayı, kamu bütçesinde bulunan hizmetlerin karşılanmasından ötürü ulusal finansmanlardan gerçekleştirilen, sağlanması ve ödenmesi halinde devletin toplam kaynaklarında artma veya azalmaya yol açmayan kamu borçlanma biçimi olduğu ileri sürülebilir<sup>93</sup>.

Genel olarak ülkemizde kamunun iç borçlanması dört farklı kaynaktan yapılmaktadır<sup>94</sup>:

- Özel kişi ve kuruluşlar
- Sosyal güvenlik kuruluşları ve ekonomik kuruluşlar
- Ticari bankalar ve sigorta işletmeleri
- Merkez Bankası

Ülkemizde kamunun borçlanmasında en önemli kaynaklar devlet tahvili ve hazine bonolarıdır.<sup>95</sup> Devlet bono ve tahviller yoluyla gerçekleştirdiği iç borçlanmayla kaynak transferinde bulunmaktadır. Bu nedenle iç borçların ekonomik denge üzerinde fazla bir etkisi yoktur denilebilir<sup>96</sup>.

Bono ve tahvillerin satış işlemlerinin büyük çoğunluğu ticari bankalar ile yapılmaktadır. Bu yüzden bankalar iç borçlanmanın başat kaynaklarından birisidir.

Türkiye’de ve diğer gelişmekte olan ülkelerde kamu iç borçlanmasında bankaların bu kadar büyük rol oynamasının sebebi söz konusu ülkelerdeki kişi ve işletmelerden borçlanma olanaklarının sınırlı olmasıdır<sup>97</sup>.

Kamu kesimi iç borçlanma kaynakları arasında yer alan Merkez Bankası incelediğinde, geçmişteki hükümetlerin borçlanmak amacıyla birçok defa kapısını çaldıkları görülmektedir. Bunun temel sebebi olarak çoğu gelişmekte olan ülkede olduğu gibi Türkiye’de de, kurumun bağımsız olmaması ve kamu otoritelerinin

<sup>93</sup> Süleyman Bakal ve Temel Gürdal, “İç Borçlanmanın Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri”, **Akademik İncelemeler**, Cilt:2 Sayı:2, 2007, s. 149, ss. 148-173

<sup>94</sup> Erdem, a.g.e., s. 42

<sup>95</sup> Orhaner, a.g.e., s. 252

<sup>96</sup> Süleyman Özderin, “İç borçlanmanın Makro Ekonomi Üzerindeki Etkileri”, **Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Kahramanmaraş, 2007, s. 18.

<sup>97</sup> Beyhan Ataç (2009). “ **Maliye Politikası**”, Gözden Geçirilmiş 8.Baskı, Ankara: Turhan Kitapevi Yayınları, Temmuz, 2009, s. 340

normal yollardan finansman temininde sıkıntı yaşamaları gösterilebilir<sup>98</sup>. Bu durum ekonomi açısından sıkıntılı sonuçlara yola açabilmiştir.

Lakin Türkiye’de yaşanan 2001 krizinden sonra ekonomide gerçekleştirilen yapısal düzenlemeler çerçevesinde Merkez Bankası’nın Hazine ile diğer kamu kurum ve kuruluşlarına avans vermesinin, kredi açmasının ve bu kuruluşların tarafından ihraç edilen borçlanma araçlarını birincil piyasadan satın alması yasaklanmıştır. Bu şekilde kamu otoriteleri tarafından Merkez Bankasının kamunun finansman ihtiyacını giderecek bir kaynak olarak görülmesi engellenmiştir<sup>99</sup>.

Ülkemizde kamunun diğer bir iç borçlanma kaynağı ise bireyler ve kuruluşlardır. Bireyler ve özel kuruluşlar tasarruflarını ya nakit olarak bulundurulmakta yâda hisse senedi ve yahut devletin çıkarmış olduğu tahvillere yatırarak değerlendirmektedirler<sup>100</sup>.

Tasarruf malikleri ikinci tercihlerinde tasarrufların kendilerine ne zaman geri ödeneceğini, ödenirken ne kadar getiri getirdiği ile devlete borç verdikleri andaki satın alma gücünü muhafaza etme durumunu derin bir şekilde düşünürler<sup>101</sup>.

Benzer şekilde tasarruflarını borç veren bireyler ve özel kuruluşlar, borcun anapara ve faiz ödemelerinin düzenli olarak ödeneceğine inanırlar<sup>102</sup>. Bu düşünce ve kanaatleri olumsuz etkileyebilecek bir faktörün ortaya çıkması durumunda devlete borç verme konusunda isteksizliğe yol açabilmekte ve kamu iç borçlanmasını olumsuz etkileyerek tahvillere olan talebi düşürebilmektedir. Örneğin, enflasyonist dönemlerde uzun vadeli tahvillerin değerinde azalma görüleceğinden, tahvillere olan ilgi azalmaktadır. Bunun sebebi kişilerin de satın alma gücünün düşmesidir<sup>103</sup>. Kamu böyle durumlarda sağlıklı bir şekilde iç borçlanmayı gerçekleştirmek ve vatandaşını korumak ve devlete olan güveni korumak amacıyla borçlanmayı maddi güvence altına almak zorunluluğundadır.

Günümüzde bu konuda borçların ve faizlerinin tasarruf sahiplerine belirli dönemlerle ödenmesi konusunda borcun erken ödemeye tabi tutulamayacağı ve

<sup>98</sup> Bakkal ve Gürdal, a.g.e., s. 152

<sup>99</sup> Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, “**Dünden Bugüne Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası**”, 2008, s. 13

<sup>100</sup> Berber, a.g.e., s. 333

<sup>101</sup> Erdem, a.g.e., s. 43

<sup>102</sup> Eker ve Meriç, a.g.e., s. 88

<sup>103</sup> Erdem, a.g.e., s. 44

borç değişimine gidilmeyeceği hususlarında teminat getirilmesi<sup>104</sup> ile kişilerin satın alma gücünü koruyan TÜFE'ye endeksli devlet tahvillerinin çıkarılması gibi düzenlemeler çok önemlidir. Özellikle DİBS (Devlet İç Borçlanma Senetleri) sahiplerine kupon ödeme zamanında ve vade sonunda borçlu olunan miktarın ödenmesi ile DİBS'lerin vadeleri süresince ikincil piyasalarda kişi ve kurumlar tarafından alınıp satılabilmeleri devlet tahvillerine olan talebin arttırılması açısından faydalıdır<sup>105</sup>.

Kamunun iç borçlanma gerçekleştirdiği kamu kurum ve kuruluşları birçok ülkede ellerinde tuttıkları fon fazlalıklarını devlet iç borç senetlerine yatırma hususunda yükümlülükleri bulunmaktadır<sup>106</sup>. Ülkemizde 233 sayılı Kamu İktisadi Teşebbüsleri Hakkında Kanun Hükmündeki Kararname'nin çeşitli maddeleri doğrultusunda düzenlenen bu yükümlülükler sayesinde hem söz konusu kuruluşlara gelir sağlanmakta hem de kendilerine prim yatıran bireylerin mağdur olmalarının önüne geçilmektedir<sup>107</sup>.

### 1.3.2. Dış Borç

Dış borç, ülke dışındaki alacaklılara borçlu olunmasının, ülkenin finansal yükümlülüklerinin bir sonucudur<sup>108</sup>. Dış borçlar başta gelişmekte olan ülkeler olmak üzere kalkınma yolundaki her ülke için önemlidir ve gelişmekte olan devletlerin mali gereksinimlerine bağlı olarak yeterli sermayelerinin olmaması, dış borçları ekonomik kalkınmanın önemli bir oyuncusu yapar<sup>109</sup>.

Borçlanma geçmişte ülkeden ülkeye gerçekleştiğinden resmi bir niteliğe sahipken, değişen ekonomik şartlar kamunun sektörünün haricinde özel sektörün de borçlanmasına olanak tanımıştır<sup>110</sup>.

<sup>104</sup>Eker ve Meriç, a.g.e., s. 88

<sup>105</sup> (Borsa İstanbul) <http://borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/urunler/borclanma-araclari> (Erişim Tarihi:14 Mayıs 2014)

<sup>106</sup>Işık, Karayılmazlar, Organ, Işık, a.g.e., s. 68

<sup>107</sup>Erdem, a.g.e., s. 45

<sup>108</sup> Campeanu Emilia and Miricescu Emilian, "Analyzing The Relationship Between Public And External Debt Sustainability: Case Study Romania", *Annals of the University of Oradea, Economic Science Series*, Vol:17, Issue: 3, 2008, p. 148, pp. 148-153.

<sup>109</sup> Raghavender Raju G and Prasanth C. , "Indias External Debt Under the New Economic Policy Regime", *Journal of International Economics*, Volume: 2, Issue: 2, July-December, 2011, p.60, pp.59-72.

<sup>110</sup> Feyza Kocaoğlu, "1990 Sonrası Türkiye'de Dış Borç Sorunu, Dış Borçların Sürdürülebilirliği ve Dış Borç Yönetimi", *Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Eylül, Eskişehir, 2005, s. 12

### 1.3.2.1. Özel Sektörün Dış Borçlanması

Günümüzde küreselleşme ağının yeryüzünde sarmadığı alan neredeyse kalmadı denilebilir. Bu ağın sayesinde hemen hemen tüm ülkelerin finansal piyasaları birbirleri ile bütünleşmekte ve buna bağlı olarak gelişmektedir. Bu durum yurt içinde istenilen kaynağı sağlayamayan işletmelerin uluslararası alanlardan finansman teminini kolaylaştırmaktadır. Uluslararası finansman kaynaklarına erişimin ülkemizdeki işletmeler açısından kolay hale gelmesi, borç stoklarının büyümesi sorununu da beraberinde getirmiştir.

Özellikle küresel piyasalarda yaşanan likidite bolluğu, borçlanmanın kolay hale gelmesi, faiz oranlarının düşmesi ve dışarıdaki Türk bankaları ile yabancı kökenli bankaların Türk müşterilerine dış fon bulmada etkin hareket etmesi, özel sektördeki işletmelerin borç stokunu arttırmaktadır<sup>111</sup>.

Genel olarak işletmelerin uluslararası arenadan sağladığı dış kaynakları uzun vadeli borçlar kategorisine alınabilir. Bu kaynaklar genel hatlarıyla aşağıdaki şekilde sıralanabilir:

- Uluslararası Tahvil Piyasaları
- Uluslararası Hisse Senetleri Piyasaları
- Döviz Piyasası
- Kalkınma Bankalarından Temin edilen Krediler
- Yatırım Bankalarından Temin Edilen Krediler
- Uluslararası Leasing
- Uluslararası Faktöring
- Forfaiting

#### 1.3.2.1.1. Uluslararası Tahvil Piyasaları

Uluslararası tahviller bir işletme ya da kamunun çıkartıp, ülke dışına sattığı uzun vadeli borçlanma aracıdır ve bu araçlar tahvil piyasalarından borçlanan

<sup>111</sup> (Cnbc-e) <http://www.cnbc.com/yorum-ve-analiz/gungor-uras/ozel-sektorun-dis-kredi-stoku> (Erişim Tarihi:20Mayıs 2014)

devletin yerel para birimi haricindeki ulusal paralar vasıtasıyla borçlanmasına imkân tanır<sup>112</sup>.

Dünyadaki tahvil piyasalarının çoğunluğu, işletme tahvilleri ile hükümet tahvillerinin konusu ve ticareti ile alakalı kurumsal düzenlemelere sahiptir. Bunun nedeni hükümetlerin bütçeleri ile alakalı ve diğer amaçları için borçlarını satabilmelerinin mümkün kılınabilmesidir<sup>113</sup>.

Aynı zamanda canlı kurumsal tahvil piyasalarının küresel önemdeki kamu politikası sorunlarının belli bir oranda giderilebilmesinde ve işletmeler, yatırımcılar ile hükümetler açısından pek çok faydası bulunmaktadır<sup>114</sup>.

Uluslararası tahvil piyasalarından kaynak temin etme ya da bu piyasalara yatırım yapma çok teknik ve zor bir mevzudur. Bunun sebebi piyasalar arasında hukuki yapı, finansal araçlar ve terminoloji ile teknik uygulamalar yönünden görülen büyük oranlardaki farklılıklarıdır<sup>115</sup>.

Uluslararası tahvil piyasaları iki temel piyasayı içermektedir; yabancı tahvil piyasası ve Euro tahvil piyasası.

#### **1.3.1.2.1.1.1. Yabancı Tahvil Piyasası**

Bir ulusal piyasadaki sermayedara yabancı bir borçlu tarafından o ülkenin yerel para birimi cinsinden sunulan tahvillerin işlem gördüğü piyasadır<sup>116</sup>. Yani bu tür piyasalar dış kaynak temini etmek isteyen bir işletmenin (yatırımcının) çıkardığı tahvillerin başka bir ülkede o ülkenin ulusal para birimi cinsinden satıldığı piyasalardır.

Yabancı piyasalarda tahvil ihraç edilmesi yaygın bir şekilde alakalı devletteki banka ile finansal kuruluşlarının bir araya gelmesiyle oluşan bir bankalar konsorsiyumunun yüklenim hizmeti tedarik etmesiyle gerçekleşmektedir<sup>117</sup>.

<sup>112</sup>Seyidoğlu, a.g.e., s.290

<sup>113</sup> Valdonè Darškuvienė, “Financial Markets”, **Education and Culture DG, Lifelong Learning Programme**, Leonardo Da Vinci Transfer of Innovation, Leonardo da Vinci programme Project, 2010, p. 59

<sup>114</sup> International Capital Market Association, ” **Economic İmportanca of The Corporate Bond Markets**”, March, 2013, p. 14

<sup>115</sup>Seyidoğlu, a.g.e. , s.290

<sup>116</sup> World Financial Markets And Institutions, **12 International Bond Market**,The Mcgraw Hill Companies, Part Four, 2007, p.294, [Http://Novellaqalive2.Mhhe.Com/Sites/DI/Free/007000000x/216469/Chap12.Pdf](http://Novellaqalive2.Mhhe.Com/Sites/DI/Free/007000000x/216469/Chap12.Pdf) (Erişim Tarihi: 21 Mayıs 2014)

<sup>117</sup>Seyidoğlu, a.g.e., s. 292



### 1.3.1.2.1.1.2. Euro Tahvil Piyasası

Bir para biriminin o parayı çıkartan devlet haricinde tutulması ve aynı para cinsinden kredi olarak verilmesi şeklinde meydana gelen piyasalardır<sup>118</sup>.

Bu tahvillerin, sabit faizli, değişken faizli ve ya hisse senedine dönüştürülebilir biçimde olanları ile varant ekli, iskontolu kuponsuz, sabit faiz ve değişken vadeli biçimde çıkartılanları vardır<sup>119</sup>.

Euro Tahvil piyasasının belirli özellikleri bulunmaktadır. Bu özellikleri aşağıdaki şekilde sıralanabilir<sup>120</sup>:

- Faiz oranları taraflar arasındaki anlaşmaya göre belirlenmektedir.
- Hamiline ihraç edilmektedirler.
- Vergiden muaftırlar.
- Uluslararası bir yüklem (underwriting) Sendikasyonu ile ihraç edilirler.
- Çoğunlukla ulusal yasal düzenlemelerden muaftırlar.
- Teminatsızlardır.
- Bir veya birden fazla borsada kote edilebilirler.

### 1.3.2.1.2. Uluslararası Hisse Senetleri Piyasaları

Gelişmiş ve gelişmekte olan devletlerdeki işletmeler uluslararası hisse senedi piyasasının arz kaynağıdır ve bu piyasalardan temin edilen finansman yurt içi piyasalardan temin edilen finansmana kıyasla daha düşük maliyetler içermektedir<sup>121</sup>.

Bu piyasaların gelişmesinde işletmelerin ilave kaynak sağlama arzusunun yanında, yatırımcıların da başka ülkelerin borsalarında işlem gören hisse senetlerinden yüksek kazanç istekleri ve yatırımlarını çeşitlendirme beklentileri etkilidir<sup>122</sup>.

<sup>118</sup> Kürşat Yalçınar, **Uluslararası Finansman**, Ankara: Gazi Kitapevi Tic. Ltd. Şti., Haziran, 2008, s.387

<sup>119</sup>Seyidoğlu, a.g.e., s. 295

<sup>120</sup> Hatice Doğukanlı, **Uluslararası Finans**, Seyhan-Ankara: Karahan Kitapevi, Eylül, 2008, s.290

<sup>121</sup> Kürşat Yalçınar, "Uluslar Arası Hisse Senedi Piyasasına Hisse Senedi İhracı Ve İMKB'de İşlem Gören Firmaların İhraç Performansı", **İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt: 19, Sayı: 2, Eylül, 2005, s. 396, ss. 395-406

<sup>122</sup> (Ekodialog) <http://www.ekodialog.com/Konular/hisse-senedi-piyasalari.html> (Erişim Tarihi: 21 Mayıs 2014)

### 1.3.2.1.3. Döviz Piyasası

Döviz piyasaları, döviz alıcıları ile satıcılarını karşı karşıya getiren piyasalardır. Ekonomiler ulusal para kullandıkları için bir döviz piyasaları vardır ve eğer tüm ülkeler tek bir para birimi kullansalardı döviz piyasalarına ihtiyaç duyulmazdı<sup>123</sup>. Ancak Euro benzeri belirli bölge ülkelerinin ortak bir para birimi kullanmasının dışında evrensel anlamda ortak bir para biriminin kullanılma olasılığı şimdilik mümkün görünmemektedir. Durum böyle olunca döviz piyasalarının önemi daha iyi anlaşılmaktadır.

Diğer piyasalardan döviz piyasasını ayıran iki temel özellik vardır<sup>124</sup>:

- Döviz piyasasındaki işlem hacmi çok büyüktür ve piyasa yapıcılarını (makers) arasında ağırlıklı olarak yürütülmektedir.
- Döviz piyasaları çoğunlukla bağımsız piyasalardır.

Döviz piyasası işlemleri direkt dünyanın en büyük finansal piyasası konumundaki İnterbank piyasalarında gerçekleştirilebileceği gibi döviz aracıları vasıtasıyla da gerçekleştirilebilmektedir<sup>125</sup>.

### 1.3.2.1.4. Kalkınma Bankalarından Temin edilen Kredileri

Kalkınma bankalarını Kane (1975), “güvenilir ekonomik projeleri ve alakalı hizmetlerin temin edilmesinde uzun vadeli fon sağlayan mali araçlar”, olarak tanımlamaktadır<sup>126</sup>.

Kalkınma bankaları tarafından sağlanan krediler, eğitim ve sağlık olmak üzere sosyal projelerin yanı sıra enerji tesisleri, liman tesisleri, baraj ve otoyollar ile alt yapı gibi büyük projeleri içermektedir<sup>127</sup>.

<sup>123</sup> Barry W. Ickes, “The Foreign Exchange Market”, **Fall**, Econ 434, 2006, s. 1, ss. 1-51 <http://econ.la.psu.edu/~bickes/forex.pdf> (Erişim Tarihi: 21 Mayıs 2014)

<sup>124</sup> Lucio Sarno, Mark P. Taylor, **The Microstructure of the Foreign- Exchange Market: A Selective Survey of Literature**, New Jersey: Princeton Studies in International Economics, No:89, May, 2001, p.3

<sup>125</sup> Doğukanlı, a.g.e., s.50

<sup>126</sup> Keith R. Collister, **A new approach to development banking in Jamaica**, Development Studies Unit Economic Development Division, Naciones Unidas, CEPAL, Santiago: United Nations Publication, May, 2007, p. 9

<sup>127</sup> Rebecca M. Nelson, **Multilateral Development Banks: Overview and Issues for Congress**, Congressional Research Service Congressional Research Service, Prepared for Members and Committees of Congress, November 8, 2013, p. 1

İşletmelerin kalkınma bankalarından uzun vadeli kredi sağlamaları onların diğer uluslararası finansal kurumlar ile aynı olduğu anlamına gelmemektedir. Zira uluslararası kalkınma bankaları ile özel finans kurumları arasında iki temel fark vardır. Bu farklar<sup>128</sup>:

- Çok taraflı ortaklık yapısı ve tercih edilen alacaklı konumu,
- Bir sübvanser sermaye tabanına ve diğer sübvansiyonlara ulaşımıdır.

1950 yılından beri sayıları hızla artan ve günümüzde sayıları 500'ü aşkın olan kalkınma bankalarının dört farklı tipi vardır<sup>129</sup>:

- Japonya, Çin, Kore ve Malezya'da olduğu gibi doğrudan ulusal hükümetlerin ekonomi politikalarını destekleyen ve yönlendiren politika bankaları,
- Malezya'da alt yapı, Hindistan'da tarım ve Tayland örneklerinde olduğu gibi ekonomi sektörlerine odaklı özel amaçlı destekler veren bankalar,
- Hindistan, Endonezya ve Filipinler'deki ticari işletmelerde görülebilen olduğu gibi geliştirme projelerine destek veren çok amaçlı bankalar
- Singapur örneğinde olduğu gibi ticari bankacılık hizmetleri sayesinde gelişmeye destek veren ticari odaklı kalkınma bankaları vardır.

#### 1.3.2.1.5. Yatırım Bankalarından Temin Edilen Krediler

İşletmeler, yurtdışından kalkınma bankalarının haricinde yatırım bankalarından da uzun vadeli borçlanma olanaklarına sahiptirler. Ve bu borçlanma olanağı tıpkı kalkınma bankalarında olduğu üzere onların diğer finansal kurumlar ile aynı benzer anlamına gelmemektedir. Yatırım bankalarının da diğer evrensel mali kuruluşlardan ayıran başat nitelikleri bulunmaktadır fakat yatırım bankacılığının faaliyetleri oldukça heterojen bir düzeni kapsamaktadır ve bu geniş kapsamın içine, aracılık ve danışmanlık hizmetleri, ticaret ve komisyonculuk ile varlık yönetimi gibi alanlar girmektedir<sup>130</sup>.

Yatırım bankalarının geleneksel işleri, fon temininde kendi müşterilerine yardımcı olmak, sermaye piyasaları, birleşme ve satın almada onlara tavsiyede

<sup>128</sup> Willem Buiters and Steven Fries, "What should the Multilateral development banks do?", **European Bank**, Annual World Bank Conference on Development Economics, June, Working paper No: 74, 2001, p. 4

<sup>129</sup> Primer On Development Banking, p. 2-3 [Http://www.adfiap.org/Wp-Content/Uploads/2009/10/Development-Banking-Primer.Pdf](http://www.adfiap.org/Wp-Content/Uploads/2009/10/Development-Banking-Primer.Pdf) (Erişim Tarihi: 21 Mayıs 2014)

<sup>130</sup> Giuliano Iannotta, **Investment Banking**, New York: Springer Heidelberg, 2010, p. 3

bulunmaktadırlar. Ayrıca gelecekte olabilecek şirket birleşmeleri ile alakalı muhtemel müzakereler yapma ve menkul ihracıyla ilgili olarak yatırımcıların çekilmesinde etkin bir rol oynarlar<sup>131</sup>.

Global Finance dergisinin Nisan sayısında 2014 sayısında yayınlanan özel bir ankette ülke, bölge ve sektör bazında dünyanın en iyi yatırım bankası küresel bazda America Merrill Lynch Bank of seçilmiştir. Ülkesel ve Bölgesel bazda lider bankaların da seçildiği anket çalışmasında ülkemizin içinde bulunduğu Ortadoğu grubunda Gulf International Bank, ülkemizde ise, Akbank seçilmiştir<sup>132</sup>.

#### 1.3.2.1.6. Uluslararası Leasing

İşletmelerin iç borçlanma kaynaklarında değindiğimiz Leasing işleminin diğer bir türü de uluslararası Leasing işlemidir. Uluslararası leasing işlemi, bilhassa gemi, uçak ve benzeri pahalı vasıtaların yabancı bir ülkenin leasing İşletmesi tarafınca “belli şartlarda” kiralanmasıdır<sup>133</sup>.

Leasing işlemi küresel çaptaki büyük muhabir ağının vasıtasıyla en uygun imkânlarda meydana gelmektedir<sup>134</sup>.

#### 1.3.2.1.7. Uluslararası Faktöring

Alıcı işletme, satıcı işletme ve factoring işletme arasında gerçekleşen faktöring işleminin farklı devletlerde faaliyetlerini yürütmesi durumunda gerçekleşen faktöringdir<sup>135</sup>.

Uluslararası factoring ile yurtiçi factoring arasında satıcı işletmeler açısından fark yoktur ve alacakların tahsilatı, finansmanın sağlanması ve riskin yüklenilmesi için satıcı işletmenin muhatabı kendi ülkesindeki faktördür<sup>136</sup>.

<sup>131</sup> H.Keiding: Economics of Banking (Prel.version:August 10), ss. 1, <http://www.econ.ku.dk/keiding/Textbooks/EconomicsOfBanking/Bchapter9.pdf> ( Erişim Tarihi: 22 Mayıs 2014)

<sup>132</sup>(Global Finance) <http://www.gfmag.com/magazine/february-2014/worlds-best-investment-banks-2014> (Erişim Tarihi: 22Mayıs 2014)

<sup>133</sup> Macit İnce, **Devlet Borçları ve Türkiye**, 6. Baskı, Ankara: Gazi Kitapevi Tic. Ltd. Şti., Mart, 2000 s. 278

<sup>134</sup> Bilge Akkuş (2008). “ **Paraya Hükmetmenin Sırrı Finans Yönetimi**”, 1. Baskı, İstanbul: Kum Saati Yayın Dağıtım Tic. Ltd. Şti., s. 177

<sup>135</sup>Özdemir, a.g.e., s. 201

<sup>136</sup>Özdemir, a.g.e., s. 201

### 1.3.2.1.8. Forfaiting

Forfaiting; geri ödemesiz bir esas üzerinden döviz, senet ve ya diğer kıymetli evrakların kredi faturalarının planlama zamanı altında taslak olarak çizilmiş kredi araçlarının bir dizi satın alınması işlemidir<sup>137</sup>.

Yani bu tür işlemlerde mal ve hizmet ihracatından doğan ve belli bir ödeme planı üzerinden tahsil edilecek olan alacaklar bir banka veya bu alana dönük uzman bir finansman kuruluşu tarafından satın alınmaktadır<sup>138</sup>.

Yaygın bir şekilde yatırım malları için kullanılan<sup>139</sup> forfaiting işleminin temel araçları olan poliçeler, ihracatçı tarafından hazırlanıp, ithalatçı tarafından kabul edilerek garantör bankaca garanti edilmektedir<sup>140</sup>.

Forfaiting, ihracatçının nakit akışını daraltmadan, olası geç ödeme veya temerrüt risklerini devre dışı bırakan ve ithalatçılara cazip kredi vadeleri sunan oldukça esnek bir yöntemdir<sup>141</sup>.

### 1.3.2.2. Kamu Sektörünün Dış Borçlanması

Kamunun dış borçlanma kaynakları; ülkeler arası dış borçlanmalar, uluslararası kuruluşlardan borçlanmalar ve özel borçlanmalar olmak üzere genel olarak üçe ayrılmaktadır.

#### 1.3.2.2.1. Ülkeler Arası Borçlanma

Bu tür borçlanma bir ülkenin kamu kesimi fonlarının, başka bir ülkeye yaygınlıkla düşük faizle aktarılmasıdır<sup>142</sup>. Bilhassa kalkınmanın ilk aşamasında olan devletlere cazip gelen bu kaynakların önemi günümüzde gelişmiş devletlerin yaşadıkları bütçe açıklarından ötürü azalmaya yüz tutmuştur<sup>143</sup>.

<sup>137</sup> John F Moran, Jr. , “Forfaiting A User's Guide What It Is, Who Uses It And Why?”, **Credit Research Foundation**, United States of America, 2002, p. 1, pp. 1-5

<sup>138</sup> Ahmet Alpay Dikmen, “Forfaiting, Risk ve Riskten Kaçınma”, **Anakara Üniversitesi SBF Dergisi**, Cilt:47, Sayı:3, 1992, s. 113, ss. 113-122.

<sup>139</sup>(MuhasebeTürk) <http://muhasebeturk.org/ecopedia/388-f/1586-forfaiting-nedir-ne-demek-anlami-tanimi.html> ( Erişim Tarihi: 19 Mayıs 2014)

<sup>140</sup>Dikmen, a.g.e., s. 114

<sup>141</sup> (London Forfaiting) [http://www.lfc.com.tr/kullanim\\_alanlari.html](http://www.lfc.com.tr/kullanim_alanlari.html) (Erişim tarihi: 19 Mayıs 2014)

<sup>142</sup> Işık vd. , a.g.e., s.13

<sup>143</sup>Eker ve Meriç, a.g.e., s. 97

### 1.3.2.2. Uluslararası Kuruluşlardan Borçlanma

Bu borçların kapsamına, küresel finans kurum ve kuruluşları ile kalkınma bankalarından sağlanan borçlar girmektedir<sup>144</sup>.

Uluslararası kuruluşlardan sağlanan kaynaklar genelde uzun vadeli ve düşük faiz oranlarına sahip kalkınma kredileridir, lakin kısa vadeli program kredilerin temin edilebildiği kuruluşlar da vardır<sup>145</sup>.

### 1.3.2.3. Özel Borçlanmalar

Kamunun dış borçlanma kaynaklarından üçüncüsü özel borçlanmalar oluşturmaktadır. Portföy yatırımları olarak ta isimlendirilen bu borçlanmalar, kamu kurumlarına yabancı sermaye tarafından sağlanan krediler aracılığıyla gerçekleşmektedir<sup>146</sup>.

Bu borçlanmalar genelde kısa vadeli ve faiz oranları yüksek olan borçlardan oluşmaktadır<sup>147</sup>.

## 1.4. Borçlanma Maliyetleri

Kamu kuruluşlarıyla işletmelerin finansman ihtiyaçlarının giderilmesinin bedeli olarak ifade edilebilecek borçlanma maliyeti, geri ödenmek kaydıyla üçüncü kişilerden ya da kuruluşlardan sağlanan her türlü nakit ve nakit benzeri varlıklarla, her türlü hak ve taahhütlerden meydana gelen maliyetlerdir<sup>148</sup>.

Genel olarak borçlanma maliyetleri; faiz oranı, kur farkları ve vade farkları altında incelenebilir.

<sup>144</sup> Çağrı Esener, **Gelişmekte olan Ülkelerde ve Türkiye’de Dış Borçlanmanın Belirleyicilerinin İncelenmesi:1980-2010**, T.C. Maliye Bakanlığı Strateji Geliştirme Başkanlığı, Ankara: Hermes Matbaacılık, 2013, s. 33

<sup>145</sup> Eker, Meriç, a.g.e., s. 98

<sup>146</sup> Işık vd. , a.g.e., s. 14-15

<sup>147</sup> Esener, a.g.e., s. 34

<sup>148</sup> Tülay F. Tekelioğlu, Naciye Gökçe ve Fatma Demir, “Tms 23-Borçlanma Maliyetlerinin “Yat Üreten Bir İşletme” Açısından İncelenmesi”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, C:18, S:3, 2013, s. 321, ss.319-342.

### 1.4.1. Faiz

Borçlanma maliyetleri içerisinde önemli bir unsur olan faiz, kısaca paranın kiralanması karşılığında ödenen bedeldir<sup>149</sup>. Genel olarak faizler, faiz giderleri ile faiz gelirlerinden oluşmaktadır. Faiz giderleri, borçların tahakkuk eden maliyetidir. Faiz gelirleri ise, yaygın biçimde tasarruf hesaplarında tutulan nakit, mevduat sertifikaları ve diğer yatırımlardan sağlanan gelirdir<sup>150</sup>.

Faiz oranı, borç verenlerin borçlulardan fonlarının bir senelik kullanımı için talep ettikleri fiyattır<sup>151</sup>. Faiz oranları kısa vadeli ve uzun vadeli olmak üzere iki grupta incelenebilir. Beş yıla kadar olan faiz oranları kısa vadeli, beş yıldan fazla süreli faiz oranları ise uzun vadeli faiz oranları olarak adlandırılabilir<sup>152</sup>.

Bir ekonomi açısından faiz oranı, tasarruf ve yatırım seviyesini tayin etmesi, yatırımların verimlilik esasına göre sıralanıp en karlı olan yatırım projelerinin ilk olarak uygulanması sürecini belirlemesi ve tüketim harcamalarını da etkilemesi gibi nedenlerden dolayı çok önemlidir<sup>153</sup>.

Faiz oranlarıyla yatırımlar arasındaki ilişki konusunda çeşitli görüşler vardır. Bu görüşlerden ilki olan geleneksel yaklaşıma göre, faiz oranlarıyla yatırımlar arasında negatif bir ilişki vardır. Dolayısıyla faiz oranlarının yüksek olması borçlanma maliyetlerini arttıracığından yatırımların düşmesine neden olacaktır. Bu görüşlerden ikincisine yani faiz oranlarıyla yatırımlar arasında pozitif bir ilişki olduğunu savunan görüşlere örnek olarak Mc KinonShaw Hipotezi verilebilir.

Söz konusu hipoteze göre, gelişmekte olan ülkelerde kalkınmayı yavaşlatan birincil etken olarak, karlı yatırım alanlarının kısıtlılığı değil, yatırımları finanse etmede ihtiyaç duyulan yatırılabilir fonların ve tasarrufların düşük olmasıdır.

<sup>149</sup> Nurettin Öztürk ve Dilek Durgut, "Faiz Oranlarının Belirleyicileri: Türkiye İçin Ampirik Bir Analiz", **Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi**, 3/1, 2011, s. 118, ss. 117-144

<sup>150</sup> Paul Pignataro, **Financial Modeling and Valuation: A Practical Guide to Investment Banking and Private Equity**, New Jersey: John Wiley & Sons, July 10, 2013, [http://proquestcombo.safaribooksonline.com/book/finance/9781118558690/chapter-1-the-income-statement/c01\\_sec\\_9\\_htm?uicode=karade](http://proquestcombo.safaribooksonline.com/book/finance/9781118558690/chapter-1-the-income-statement/c01_sec_9_htm?uicode=karade), (Erişim Tarihi: 26 Ağustos 2014)

<sup>151</sup> Paul Krugman, Robin Wells, **Makro İktisat**, İkinci Baskıdan Çeviri, (Çev.) Fuat Oğuz, M. Murat Arslan, K. Ali Akkemik, Koray Gürsel, Ankara: Palme Yayıncılık, 2011, s. 262

<sup>152</sup> İlker Parasız, **Makro Ekonomi**, Beşinci Baskı, Bursa: Ezgi Kitapevi Yayınları, Ekim, 1993, s. 5

<sup>153</sup> Öztürk ve Durgut, a.g.e., s. 118

Bundan dolayı faiz oranlarının artırılması tasarrufları da özendirceğinden, yatırımların da artmasını sağlayacaktır<sup>154</sup>.

Uluslararası sermayenin yurtiçine çekilebilmesi açısından da faizler önemli bir rol üstlenmektedir. Zira küresel çaptaki sermayedarlar gerek dolaylı gerekse de doğrudan olsun yatırımlarını gerçekleştirecekleri ülkelerdeki faiz oranlarını dikkatle izlemektedirler. Özellikle gelişmekte olan ülkeler yurtiçi tasarrufların eksikliğinden ötürü arzulanan büyüme hedeflerine ulaşabilmek<sup>155</sup> ve döviz sıkıntısını giderebilmek gibi sebeplerden faiz oranlarını yüksek tutarak yabancı yatırımları kendilerine çekmek isterler. Buradaki önemli nokta ülkeye giren yabancı yatırımların türüdür. Zira doğrudan yatırımlar uzun dönemli olduklarından ve sermayenin yanında teknolojiyi de getirdiğinden ekonomi için faydalıdır. Dolaylı yabancı yatırımlar ise genellikle kısa vadeli olduklarından ve fon ağırlıklı olduklarından ötürü finansal piyasalar açısından kırılmalara neden olabilir ve süreklilik arz etmesi halinde söz konusu ülke ekonomisinde kronik problemler baş gösterebilir<sup>156</sup>.

Türkiye’de 2000/2001 krizlerinin yaşandığı dönemde (2001 yılı) kısa vadeli faiz oranı %92,5 olarak gerçekleşmiş, uzun vadeli faiz oranı ise, %95,2 olarak gerçekleşerek çok yüksek oranlarda seyretmiştir. Bu dönemden sonra düşme eğilimi gösteren faiz oranları 2014 yılına gelindiğinde tekrar artmaya başlamıştır. Bir önceki yıl olan 2013 yılında %7,5 olan kısa vadeli faiz göstergesinin 2014 yılında %46 oranında artış göstererek 11, 0 olması ve yine aynı şekilde 2013 yılında %7,5 olan uzun vadeli faiz oranlarının bir sonraki yılda % 49’luk bir artış göstererek 11,2 olması önemlidir. Benzer şekilde Tablo 1.5. ve Tablo 1.6. incelendiğinde OECD ülkeleri içerisinde seçilen 7 ülkenin son 5 yıllık kısa ve uzun vadeli faiz göstergeleriyle 2015 yılı için tahmin faiz oranları içerisinde en yüksek oranların Türkiye’ye ait olduğu görülebilir. Faizlerin bu kadar yükselmesinin altında yatan en önemli sebeplerinden birkaçı olarak 2013 yılı itibariyle ülkemizde görülen ve

<sup>154</sup> Muzaffer Demirbaş, “Türkiye’de Faiz Oranlarının Yatırımlar Üzerindeki Etkisi (1980-1997 Dönemi Örneği)”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:5, Sayı:2, 2000, s.82, ss. 81-92

<sup>155</sup> Öztürk ve Durgut, a.g.e., s. 129

<sup>156</sup> Funda Yurdakul, “ Türkiye’de yüksek faiz politikası ve yurtiçi-yurtdışı faiz oranları farkını etkileyen faktörler”, **Uluslararası İnsan Bilimleri Dergisi**, Cilt:6, Sayı:1, 2009, s.16, ss. 14-26



politik istikrarı olumsuz etkileyen siyasi olaylar ve bölgemizde yaşanan siyasi gelişmeleri örnek göstermek mümkün olabilir.

**Tablo 1.4. (4) Türkiye'nin Kısa ve Uzun Vadeli Faiz Göstergeleri (1999- 2015)**

Faiz. Vad.	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Uzun Vad.	17,9	18,3	19,2	11,6	8,4	8,8	8,4	7,5	11,2	12,0
Kısa Vad.	17,9	18,2	18,8	11,0	7,8	8,7	8,4	7,5	11,0	11,2

**Kaynak:** OECD, <http://www.oecd.org/statistics/> (Erişim Tarihi: 29 Ağustos 2014)

**Tablo 1.5. (5) OECD İçerisindeki 5 Ülkenin Kısa Vadeli Faiz Göstergeleri (2010-2015)**

Ülke Adı	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Türkiye</b>	7,8	8,7	8,4	7,5	11,0	11,2
<b>Japonya</b>	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2
<b>Meksika</b>	4,6	4,4	4,4	3,8	3,5	3,8
<b>Macaristan</b>	5,4	6,0	6,9	4,2	2,9	3,3
<b>İngiltere</b>	0,7	0,9	0,8	0,5	0,6	1,2
<b>Kanada</b>	1,9	4,9	5,1	4,9	4,0	4,2
<b>Amerika</b>	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,9

**Kaynak:** OECD, <http://www.oecd.org/statistics/> (Erişim Tarihi: 29 Ağustos 2014)

**Tablo 1.6. (6) OECD İçerisindeki 5 Ülkenin Uzun Vadeli Faiz Göstergeleri (2010-2015)**

Ülke Adı	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Türkiye</b>	8,4	8,8	8,4	7,5	11,2	12,0
<b>Japonya</b>	1,1	1,1	0,8	0,7	0,9	1,7
<b>Meksika</b>	7,0	6,8	5,8	5,7	6,1	6,5
<b>Macaristan</b>	7,3	7,6	7,9	5,9	5,5	5,4
<b>İngiltere</b>	3,6	3,1	1,9	2,5	3,1	3,8
<b>Kanada</b>	3,2	2,8	1,9	2,3	2,7	3,3
<b>Amerika</b>	3,2	2,8	1,8	2,4	3,0	3,6

**Kaynak:** OECD, <http://www.oecd.org/statistics/> (Erişim Tarihi: 29 Ağustos 2014)

### 1.4.2. Kur Farkları

Kurlarda görülebilecek ani herhangi bir değişme veya dalgalanma kamu ve özel kesimin borçlanma maliyetlerini önemli derecede etkileyebilir. Söz konusu etkilere kamu açısından bakılırsa, kamu borç stokunun birden fazla para birimi türünden meydana gelmesi bu para birimlerinden herhangi birinde reel bazda yaşanabilecek bir değer kaybı ve yahut değer artışı borçlanma maliyetlerine olumsuz etkilemesinin yanı sıra gayri safi milli hasılanın (GSMH) tamamını ya da kamu borç stoku artış hızı ile milli gelir artış hızı arasında dengesizlikler oluşturarak ekonomiyi de olumsuz etkileyebilir<sup>157</sup>.

Konuya işletmeler açısından bakıldığında ise, kurlarda yaşanabilecek ani bir dalgalanma ve ya şoklar başta ithalat ve ihracat sektöründe faaliyet gösterenler başta olmak üzere özel kesimdeki işletmeleri de borçlanma maliyetlerini negatif etkilemek yoluyla borç yüklerinin aşırı artmasına neden olarak, büyük mali zararlara neden olabilmektedir<sup>158</sup>.

Özellikle döviz kurlarında görülen oynaklıklar işletmeleri iflasa kadar götürebilmekte ve finansal istikrarı da tehdit edebilmektedir. Zira geçmişte yaşanan birçok finansal krizin, döviz kurlarında meydana gelen oynaklıkların finansal istikrarı kesintiye uğratması sonucunda yaşandığı görülmektedir<sup>159</sup>.

<sup>157</sup> Emre Alphan İnan (2003). “Kamu Borç Stokunun Sürdürülebilirliği ve Türkiye”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı:46, s. 34, ss. 15-38

<sup>158</sup> İlker Şadi İşleyen, “ Döviz Kuru Riskini Azaltmanın En Etkin Yolu Forward İşlemleri”, **Mali Çözüm Dergisi**, İstanbul, Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler Odası, Sayı:105, Mayıs- Haziran, 2011, s. 177, ss. 177-182

<sup>159</sup> H. Hakan Yavuz , “Kamu Borç Yönetiminde Yabancı Para Cinsinden Borçlanmanın Etkileri: Türkiye Örneği”, **Maliye Dergisi**, Sayı:157, Temmuz-Aralık, 2009, s. 278, ss. 277-292

**Tablo 1.7. (7) Türkiye’de Merkezi Yönetim Borç Stoku Döviz Faiz Yapısı (2003-2013)**

	İç Borç Stoku			Dış Borç Stoku		TL Stok			Döviz Stok		Toplam Stok
	Sabit	Değişken	TÜFE’ye Endeksli	Sabit	Değişken	Sabit	Değişken	TÜFE’ye Endeksli	Sabit	Değişken	
<b>2003</b>	85.032,2	90.927,4	18.427,1	53.271,6	35.149,3	68.614,2	64.748,3	18.427,1	69.689,6	61.328,3	282.807,6
<b>2004</b>	115.572,0	90.483,9	18.427,1	54.878,3	37.167,7	94.930,3	71.663,0	18.427,1	75.520,0	55.988,5	316.528,9
<b>2005</b>	111.061,4	115.293,4	18.427,1	55.204,0	31.534,1	101.444,2	86.980,9	18.427,1	64.821,1	59.846,6	331.520,0
<b>2006</b>	121.052,9	112.639,1	17.778,0	65.282,5	28.297,6	111.456,6	87.565,0	17.778,0	74.878,8	53.371,8	345.050,2
<b>2007</b>	128.148,3	104.681,0	22.480,7	57.869,4	20.306,0	116.993,4	89.693,9	22.480,7	69.024,2	35.293,1	333.485,3
<b>2008</b>	140.614,1	112.527,6	21.685,6	76.121,4	29.372,6	126.270,5	103.880,1	21.685,6	90.465,0	38.020,1	380.321,3
<b>2009</b>	155.076,1	137.270,1	37.658,4	80.871,6	30.632,2	144.891,5	130.286,8	37.658,4	91.056,3	37.615,4	441.508,3
<b>2010</b>	175.739,9	124.070,5	53.030,8	89.511,3	31.208,5	170.321,6	123.994,2	53.030,8	94.929,6	31.284,8	473.561,0
<b>2011</b>	192.358,2	112.117,8	64.302,4	114.620,4	34.951,4	188.706,7	112.024,6	64.302,4	118.271,9	35.044,6	518.350,2
<b>2012</b>	201.866,0	108.366,7	76.308,9	116.190,2	29.466,9	201.866,0	108.366,7	76.308,9	116.190,2	29.466,9	532.198,8
<b>2013</b>	212.007,2	94.760,3	96.239,4	148.182,8	34.647,6	212.007,2	94.760,3	96.239,4	148.182,8	34.647,6	585.837,4

**Kaynak:** Hazine Müsteşarlığı, <http://www.hazine.gov.tr/default.aspx?nsw=EilDPQez15w=-H7deC+LxB18=&mid=61&cid=12&nm=631>, (Erişim Tarihi: 5 Eylül 2014)

### **1.4.3. Vade Farkları**

Vade farkları ve borçlanma maliyetlerinin tutarı gerçekleştirilmek istenen proje ve gereksinimlere göre değişebilmektedir. Sanayi için gereken hammadde ve ara malların temin edilmesi, ücretlerin ödenmesi gibi çok büyük çaplı borçlanma gerektirmeyen durumlarda kısa vadeli borçlanma gerçekleştirilebileceği gibi, Otoyol, baraj, santral ve benzeri büyük alt yapı projelerinin gerçekleştirilebilmesi için uzun vadeli borçlanmaya gidilebilir. Burada önemli olan nokta temin edilen borcun vadesi arttıkça borçlanmanın maliyetleri artacaktır.

### **1.4.4. Borçlanma Maliyetlerini Etkileyen Unsurlar**

Borçlanmanın maliyetlerini etkileyen unsurların başında bir ülkenin içinde bulunduğu siyasi durum gelmektedir. Bunun dışında ekonomik, sosyal unsurlar ve kayıt dışı istihdam ile kara para borçlanmanın maliyetlerini önemli derecede etkilemektedir.

#### **1.4.4.1. Siyasal Unsurlar**

Ülkelerin sahip olduğu siyasi durumu ve politik istikrar yapısı söz konusu ülkenin borçlanma maliyetlerini etkileyebilmektedir. Şayet ülke içerisinde siyasi çekişmeler yaşıyorsa ve politik istikrarı tehdit edici unsurların varlığı söz konusuysa yatırımcılar gözünde riskli ülkeler kategorisindedir. Böyle bir ülkedeki kamu ve özel kesim gerçekleştirmek istedikleri büyük projeleri finanse etmekte zorluk çekecekler, temin etseler dahi yüksek faizler ile geri ödemek şartıyla borçlanabileceklerdir. Zira ekonomik istikrarın sağlanabilmesindeki en önemli koşul güvendir. Güvenin önemli anahtarlarından birisi ise, siyasi istikrardır. Bunun dışında ülkelerin içinde bulunduğu bölge ve coğrafyada yaşanan siyasi gelişmeler de bu ülkelerin siyasi istikrarı ve borçlanma maliyetleri üzerinde önemli derecede etkilidir.

#### **1.4.4.2. Kamu Unsurları**

Kamunun ekonomi içerisindeki ağırlığı borçlanmanın maliyetlerini etkileyebilmektedir. Bir ülkede kamunun ekonomik faaliyet alanlarında özel kesime nazaran daha fazla varlık göstermesi ve aktif olması kamunun hantallaşmasına neden olarak verimlilik ve üretkenliği düşürebilmekte, dolayısıyla borçlanma maliyetlerini arttırabilmektedir.

#### **1.4.4.3. Piyasa Unsurları**

Günümüzde hemen hemen bütün ülkelerin finansal piyasalarını küresel dünyaya bütünleştirme çabası içerisinde oldukları görülmektedir. Bu çabaların temelinde söz konusu ülkelerin kendi piyasalarının liberalleşmesini sağlayarak gelişmiş bir finansal sistem ve ekonomik bir yapı tahsis etme amacı yatmaktadır. Böyle bir finansal sisteme sahip olan ülke içerisinde işletmeler kolaylıkla borç bulabilecek ve bu durum borçlanma maliyetlerine olumlu yansıtılabilecektir.

#### **1.4.4.4. Ekonomik Unsurları**

Ekonomik büyümenin sürdürülmesi ve bunu yaparken de ekonomik istikrarın korunması borçlanma maliyetleri açısından çok önemlidir. Zira ekonomik istikrarsızlığın olduğu ve yahut kırılgan bir ekonomide borçlanma maliyetleri hayli yüksek olacaktır. Bu tür bir ekonomik ortamda faizler yüksek olacak, enflasyon oranları sürekli artacak ve döviz darboğazlarının yaşanması yüksek olabileceğinden büyümenin sürdürülebilmesi için yatırımların arttırılması hiç te kolay olmayacaktır. Yatırımcılar borçlanma maliyetlerini göz önüne alarak yatırım yapmaktan kaçınabileceklerdir. Yapılan yatırımların finansmanın büyük bir bölümü yurtiçi tasarrufların yetersizliğinden dolayı yurtdışından temin edilecektir. Ancak ekonomik bir istikrarın olmadığı bir ülkede yatırımcıların dışarıdan borçlanabilmesi zordur. Bu durum söz konusu ülkeler için dışarıdan borçlanmanın maliyetlerini arttırmaktadır.

#### 1.4.4.5. Vergi Unsuru

Gelişmiş bir finansal piyasaya sahip olmayan ve yurtiçi tasarrufların yetersiz kaldığı gelişmekte olan ülkelerde, kamu kaynaklarının bütün olanaklarıyla kullanılabilmesinin başat aracı vergi politikalarıdır<sup>160</sup>.

Hükümetler vergi politikalarını kullanarak kamu kaynaklarını arttırmaktadırlar. Bu politikaların bir sonucu olarak yaşanan vergi artışları yatırımları olumsuz etkileyerek borçlanma maliyetlerinin artmasına neden olabilirken, tersi bir durumda borçlanma maliyetlerini düşürebilmektedir. Zira vergiler yatırımlardan sağlanan net karı etkilediğinden, yatırımların azalmasına ve yahut artmasına neden olabilir<sup>161</sup>.

Vergi politikaları finansal sistem üzerinde de önemli derecede etkilidir. Finansal sektöre dönük gerçekleştirilecek bir vergi artışı bir anlamda tasarrufların vergilendirilmesi olarak kabul edileceğinden, fon çıkışları yaşanabilmekte ve finansal piyasalarda yer alması gereken tasarrufları altın, döviz ve gayrimenkul gibi gömüleme alanlarına aktarılabilir<sup>162</sup>. Bu durum finansal piyasalar fon temin etmek isteyenleri olumsuz etkileyerek borçlanma maliyetlerinin artmasına neden olacaktır.

Vergi oranlarının ekonomik sistem içerisinde bu kadar önemli olması hükümetleri kontrol altında tutulabilir bir vergi sistemi uygulamaya yöneltmektedir. Şüphesiz ki bu kontrol sistemini olumsuz etkileyen faktörlerin başında vergi kaçakçılığı gelmektedir. Söz konusu bu faktör borçlanma maliyetlerini de negatif etkilemektedir. Vergi kaçakçılığı küresel bir olgudur ancak gelişmekte olan ülkelerde daha sık görülmektedir.<sup>163</sup> Bu nedenle bu ülkelerde vergi kaçakçılığı diğer ülkelere nazaran daha büyük sorun teşkil etmektedir.

Türkiye de dâhil olmak üzere gelişmekte olan ülkelerde yaşanan vergi kaçakçılığı, vergilerin istenilen düzeyde toplanamamasına, devasa bütçe açıklarına,

160 Esra Siverekli Demircan, “Vergilendirmenin Ekonomik Büyüme ve Kalkınmaya Etkisi”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı: 21, Temmuz-Aralık, 2003, s. 100, ss. 97-116.

161 Taner Turan, “Maliye Politikası Araçlarının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkileri: Bir Literatür İncelemesi”, **Sayıştay Dergisi**, Sayı:69, Nisan-Haziran, 2008, s. 18, ss. 17-35.

162 Mehmet Durkaya ve Servet Ceylan, “Vergi Gelirleri ve Ekonomik Büyüme”, **Maliye Dergisi**, Sayı:150, Ocak- Haziran, 2006, s. 81, ss. 79-89

163 Hüseyin Güçlü Çiçek ve Hatice Erek, “Türkiye’de Vergi ve Suç Cezalarının Değerlendirilmesi: Antalya İli Örneği”, **Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt: XXXII, Sayı: I, 2012, s. 312, ss. 311-342

vergi oranlarındaki yüksek artışlara ve vergilerin adaletsiz bir şekilde dağılımına neden olmakta<sup>164</sup>, dolayısıyla bu problemler borçlanma maliyetlerini arttırmaktadır.

Buehn&Schneider (2012), vergi kaçakçılığı üzerine yaptıkları araştırmalarında 1999-2010 yılları arasını kapsayan dönem için 38 OECD ülkesini incelemişlerdir. Söz konusu ülkelerdeki kayıt dışı ekonomik faaliyetlerin toplam büyüklüğünün olumsuz gidişatının açıkça görülebildiği araştırmada kayıt dışı ekonominin en yüksek boyutta olduğu ve gelişme gösterdiği ülke %10,3 ile Bulgaristan'dır. Bu ülkeyi sırasıyla; %9,6 ile Romanya ve %9,1 ile Türkiye izlemektedir. Yine aynı çalışmada vergi kaçakçılığı noktasında işlerinde çalışanların (serbest meslek çalışanları) kıyaslanması ile bulunan sonuçlara göre Meksika %6,8 ile birinci, Türkiye ise, %6,7 ile ikinci sırada gelmektedir.<sup>165</sup> Bu çalışmanın bulgularına göre Türkiye'de vergi kaçakçılığı ve kayıt dışı ekonominin ne kadar yüksek olduğu gözler önüne serilmektedir.

---

<sup>164</sup> Celal Çelik, "Vergi Kaçakçılığı ile Mücadelede Alınması Gereken Önemli Tedbirler", Vergi Dünyası, Nisan, Sayı:284, 2005, s. 1, ss. 1-8

<sup>165</sup> Andreas Buehn and Friedrich Schneider, " Size and Development of Tax Evasion in 38 OECD Countries: What do we (not) know?", **Cesifo Working Paper**, No: 4004, 2012, p. 7-9, pp. 1-21.

**Tablo 1.8. (8) OECD Ülkelerindeki Toplam Vergi Gelirlerinin GSYH İçindeki Payı (Piyasa Fiyatlarıyla, 1965-2012)**

Ülkeler	Toplam Vergi Geliri	Sosyal Güvenlik Primi Hariç
Avustralya	26,5	26,5
Avusturya	42,3	27,8
Belçika	44,1	29,9
Kanada	30,4	25,8
Şili	21,2	19,9
Çek Cumhuriyeti	34,9	19,5
Danimarka	47,7	46,7
Estonya	32,3	20,4
Finlandiya	43,7	31,1
Fransa	44,1	27,4
Almanya	36,9	22,7
Yunanistan	32,2	21,6
Macaristan	37,1	24,1
İzlanda	36,0	31,9
İrlanda	27,9	23,3
İsrail	32,6	27,0
İtalya	43,0	29,6
Japonya	28,6	16,8
Kore	25,9	19,8
Lüksemburg	37,0	26,0
Meksika	19,7	16,9
Hollanda	38,6	23,7
Yeni Zelanda	31,5	31,5
Norveç	42,5	33,0
Polonya	32,3	20,9
Portekiz	33,0	23,7
Slovak Cumhuriyeti	28,7	16,5
Slovenya	37,1	22,1
İspanya	32,2	20,1
İsveç	44,2	34,1
İsviçre	28,6	21,6
Türkiye	27,8	20,1
İngiltere	35,7	29,1
ABD	24,0	18,5
Avustralya	26,5	26,5

**Kaynak:** Gelir İdaresi Başkanlığı, <http://www.gib.gov.tr/fileadmin/HTML/VI/OECD13.htm>, (Erişim

Tarihi: 2 Eylül 2014)

#### 1.4.4.6. Sosyal Unsurlar

Borçlanma maliyetlerini etkileyen bir diğer unsur sosyal unsurlardır. Bir ülkede görülen toplumsal gösteriler, halk ayaklanması, siyasi olaylar ve benzeri siyasal istikrarı tehdit eden halk hareketleri söz konusu hem ekonomiyi olumsuz etkilemekte hem de ülke ile ilgili olarak yatırımcıların gözündeki risk algısının artmasına neden olmaktadır. Risk algısı ile borçlanma maliyetleri arasında pozitif bir ilişki söz konusudur. Dolayısıyla risk algısının artması borçlanma maliyetlerini de arttıracaktır.



#### 1.4.4.7. Kayıt Dışı İstihdam

Borçlanma maliyetlerini etkileyen unsurlardan kayıt dışı istihdam, devletin kontrolü haricinde gerçekleşen istihdam faaliyetleri olarak tanımlanabilir. Kayıt dışı istihdam başta ülke ekonomisi olmak üzere, örgütlenmeyi, rekabeti, sosyal güvenlik sistemini ve gelir dağılımını ile etik değerleri olumsuz etkilemektedir.<sup>166</sup> Bu durum borçlanma maliyetlerinin artmasına neden olmaktadır.

Kayıt dışı istihdamın Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde yüksek seviyelerde olmasının altında yatan temel sebepler; nüfusta yaşanan artış, iç göçler, vergi sisteminde yaşanan olumsuzluklar, gelir dağılımında görülen adaletsizlik, işsizlik, enflasyon ve bu ekonomilerin geçirmiş olduğu yapısal değişimlerdir<sup>167</sup>.

Tablo 1.9. incelenecek olursa kayıt dışı istihdamın Türkiye açısından yıllardır büyük bir sorun oluşturduğu anlaşılabilmektedir. Zira kayıt dışı istihdamın yüksek oranlarda seyretmesi ülkeye önemli zararları olmaktadır. Bunlar arasında en başta geleni şüphesiz ülkenin yaşadığı önemli gelir kayıplarıdır. Aynı zamanda kayıt dışı istihdam faaliyetleri, sosyal politikalar arasında yer alan asgari ücret politikasına zarar vermekte olduğundan, Türkiye'deki işgücünün sömürülmesine olanak tanımıştır<sup>168</sup>.

Ancak son sekiz yıldır (2005-2013) kayıt dışı istihdamın önemli ölçüde azaldığı görülmektedir ki, bu azalıştaki en önemli unsurların başında ücret dışı işgücü maliyetlerinin aşağıya çekilmesi, çeşitli sigorta primi teşvikleri, denetimlerin sıklaştırılması, istihdam artışının kayıt dışılığın nispeten düşük olduğu hizmet ve sanayi kesimlerinde yoğunlaşması gelmektedir<sup>169</sup>.

<sup>166</sup> İbrahim Arslan, Cuma Bozkurt, Ferda Nakipoğlu, Eda Gürsel, **Kayıt Dışı İstihdamın Gaziantep Ekonomisi Üzerindeki Etkilerinin Değerlendirilmesi**, Gaziantep: Gaziantep Ticaret Odası, 2011, s. 15

<sup>167</sup> Eren Gül Aydın "Türkiye'de Kayıt Dışı İstihdam Konusu Üzerine Teorik ve Ampirik Bir Çalışma", **International Conference On Eurasian Economies**, Session 6C: Bölgesel Konular, 2013, s. 783, ss. 783-790

<sup>168</sup> (Ed) Süleyman Aydın, **Yolsuzluk -Nedenleri, Etkileri ve Çözüm Yolları-**, Özer Özçelik ve Emre Özcan, "Kayıtdışı Ekonominin Sebepleri, Etkileri, Ölçümü ve Türkiye Örneği", Ankara: Turhan Kitapevi, 2006, ss. 165-196; **Aktaran:** (Kayitdisiekonomi.com)

<http://kayitdisiekonomi.com/makale/detay.asp?id=34> (Erişim Tarihi: 13 Mayıs 2015)

<sup>169</sup> Seyfettin Gürsel ve Mine Durmaz, "Kayıt Dışı İstihdam Son Sekiz Yılda Azaldı", **Bahçeşehir Üniversitesi Ekonomik ve Toplumsal Araştırma Merkezi**, Araştırma Notu:14/171, 29 Ağustos, 2014, s. 3, ss. 1-13.

**Tablo 1.9. (9) Türkiye’de Kayıt Dışı İstihdam Oranları (2002-2012)**

Kayıt Dışı İstihdam Oranları (%)												
Yıl/Ay	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Tem.	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
Dönem	I. Dönem			II.Dönem			III.Dönem			IV.Dönem		
2002	48,51			53,11			53,73			53,38		
2003	49,86			52,57			54,39			51,58		
2004	50,56			53,83			55,42			52,29		
2005	46,47	46,65	47,33	48,44	49,25	50,01	50,29	49,13	48,75	48,2	48	46,56
2006	45,48	44,47	45,34	46,38	47,7	48,56	48,93	48,93	48,41	47,2	47	45,63
2007	44,99	44,19	44,72	45,46	46,11	47,03	47,44	47,26	46,74	45,5	44	42,14
2008	40,66	41,3	41,96	43,48	43,98	44,89	45,31	45,31	44,63	44,3	44	41,77
2009	40,78	40,8	41,31	42,72	44,58	45,68	46,39	45,71	45,53	44,5	44	43
2010	42,29	41,73	42,06	43,32	43,61	44,78	45,06	44,76	43,97	43,5	43	41,99
2011	40,87	41,01	41,34	42,1	42,7	43,5	43,4	43,6	42,8	41,8	40,7	39,2
2012	38,4	37,5	37,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Kaynak: Sosyal Güvenlik Kurumu, [http://www.sgk.gov.tr/wps/portal/tr/sigortalilik/kayitdisi\\_istihdam/kayitdisi\\_istihdam\\_oranlari/](http://www.sgk.gov.tr/wps/portal/tr/sigortalilik/kayitdisi_istihdam/kayitdisi_istihdam_oranlari/), (Erişim Tarihi: 2 Eylül 2014)

#### 1.4.4.8. Karapara

Borçlanma maliyetlerini olumsuz etkileyerek artmasına neden olan sonuncu unsur olarak karapara kavramı, kanunlar tarafından suç sayılan fiillerin yanı sıra, ekonomik hayatı düzenleyen kural ve usuller ihlal edilerek elde edilen kazanç olarak tanımlanabilir<sup>170</sup>.

Yasal kaynaklardan meydana gelip az gelişmiş ülkelere yönelen sermaye ile beraber gelen karaparanın rekabet gücü, yasal sermaye ile kıyaslandığında çok yüksektir ve bu yüksek rekabet gücü kendisini, yurtiçi talebinde yaşanan yükseliş ve bununla aynı doğrultuda gerçekleşen malların, menkul ve gayrimenkul fiyatlarıyla, faizlerin aşırı yükselmesinde göstermektedir<sup>171</sup>.

#### 1.4.5. Borçlanma Maliyetlerine Etki Eden Kuruluşlar ve Göstergeler

Borçlanma gerçekleştirilirken borçlanmanın maliyetlerini ve miktarını belirleyen önemli kurum ve göstergeler bulunmaktadır. Türkiye'nin borçlanmasında da son derece etkili olan bu faktörlerin iki ayağı vardır:

- Yurtiçi ayağını oluşturan unsurlar, cari açık, mali göstergeler ve kamu borç stoku ile kamu kesimi borçlanma gereğidir.
- Yurt dışı ayağını oluşturan unsurlar ise küresel çapta etkinliği bulunan uluslararası finans kuruluşlarıdır.

##### 1.4.5.1. Uluslararası Kuruluşlar

Günümüz dünyasında uluslararası kuruluşların küresel mali sistem üzerindeki etkisi kesinlikle son derece önemlidir. Uluslararası siyasi ekonomik ortam servetin dünya çapında dağıtımında önemli bir rol oynayan bu kuruluşları büyük ölçüde kurumsallaştırmıştır<sup>172</sup>.

<sup>170</sup> Türkiye Bankalar Birliği, **Karaparanın Aklanması Suçu ile Mücadele ve Bankaların Yükümlülükleri**, Yayın No:235, 2003, Aralık, s. 5

<sup>171</sup> Hayrettin Gümüşkaya, "Uluslararası Sermaye Akımları İçindeki Karapara", <http://www.karapara.gen.tr/makale/detay.asp?id=32> , (Erişim Tarihi: 3 Eylül 2014)

<sup>172</sup>Gerard Caprio Jr. , **Handbook Of Safeguarding Global Financial Stability**, Boston: Academic Press, December 31, 2012, [http://proquestcombo.safaribooksonline.com/book/finance/9780123978752/i-political-economy-of-financial-globalization/chp004\\_html](http://proquestcombo.safaribooksonline.com/book/finance/9780123978752/i-political-economy-of-financial-globalization/chp004_html) (Erişim Tarihi: 25 Mayıs 2014 )

Uluslararası kuruluşlar gelişmekte olan ülkelerin proje finansmanlarında üç nedenden dolayı önemli rol oynamaktadır<sup>173</sup>:

- Uluslararası finans kuruluşları kurumsal görevlerini, yüksek politik riskli ülkelerde bile mali bir taaddüt olarak sağlarlar,
- Uluslararası finans kuruluşları gelişmekte olan ülkelerin özelleştirme politikalarında öncü bir rol oynarlar
- Uluslararası finans kuruluşları özel sektör ve alt yapı sektöründeki özel yatırımlarda finansmanı teşvik etmeye devam etmektedirler.

#### 1.4.5.1.1. Kredi Derecelendirme Kuruluşları

Kredi derecelendirme kuruluşları (KDK), işletmelerin ve ülkelerin mevcut finansal yapısı üzerine risk analizi yaparak, verdikleri notlar (Rating) ile uluslararası yatırım çevrelerini bilgilendirmektedirler ve onları yapmayı düşündükleri yatırımlar konusunda yönlendirmektedirler.

Bu kuruluşlar uluslararası alanlardan borçlanmak isteyen ülke ve işletmelerin anapara ile faiz ödemesi yükümlülüklerini vaktinde yerine getirip getirmeyecekleri ile ilgili araştırmalar yaparlar ve borçlunun ödeme isteğini de tespit edip ortaya koyarlar<sup>174</sup>.

KDK'ların finansal sistem içerisinde faaliyetlerini etkin bir şekilde yürütmelerine yardımcı olan en önemli araçları verdikleri kredi derecelendirmeler ya da diğer bir ifadeyle kredi notlarıdır.

Günümüz küreselleşen dünyasında mevcut bilginin büyük çoğunluğunda yatırımcılara bazı yönlendirmeler sunarak bağımsız risk değerlendirmelerinden daha fazlasını sağlayan kredi derecelendirmeler, belirli bir menkul, finansal araçlar ya da borç yükümlülükleri hususunda veya bir varlık olarak borçlunun kredibilitésinin değerlendirilmesidir<sup>175</sup>.

<sup>173</sup>Stefano Gatti, **Project Finance in Theory and Practice, 2nd Edition**, Amsterdam: Academic Press, August 2, 2012, [http://proquestcombo.safaribooksonline.com/book/finance/9780123919465/chapter-6dot-financing-the-deal/cesectitle0070\\_chp006\\_html](http://proquestcombo.safaribooksonline.com/book/finance/9780123919465/chapter-6dot-financing-the-deal/cesectitle0070_chp006_html) (Erişim Tarihi: 25 Mayıs 2014)

<sup>174</sup> Engin Erdoğan, Meliha Ener, "Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Küresel Boyutlu Finansal Yönelimlerdeki Rolü ve Türkiye Değerlendirmesi", İnceleme, Araştırma, **ODTÜ Uluslararası Ekonomi Kongresi**, Mart, Ankara, 2000, s. 32, ss. 29-39

<sup>175</sup> Gerard Caprio, **Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure**, Boston: Academic Press, December 17, 2012, [http://proquestcombo.safaribooksonline.com/book/finance/9780123978738/ii-key-market-institutions-and-infrastructure-in-global-finance/chp035\\_html](http://proquestcombo.safaribooksonline.com/book/finance/9780123978738/ii-key-market-institutions-and-infrastructure-in-global-finance/chp035_html) (Erişim Tarihi: 25 Mayıs 2014)

Başka bir ifadeyle kredi derecelendirmeler, borçlanmak isteyen kuruluş ve kişilerin finansal yükümlülüklerini gerçekleştirip gerçekleştirmeyeceklerini kestirilmesinde kullanılan, işletme ya da kişilerin evvelki ve şimdiki nitel ve nicel verileri temel alınarak yapılan sınıflandırma sistemleridir<sup>176</sup>.

Bu kuruluşlar, borç ihraççıları ile onların borçlanma araçlarına kredi derecelendirmeleri vererek yatırım bankacılığı alanında önemli bir rol oynarlar<sup>177</sup>.

Kredi derecelendirme sektörüne giriş maliyetinin oldukça yüksek olması, aynı zamanda kredi risk ölçümünün sağlam uzmanlık isteyen bir iş olması ve sektörün genel olarak itibar ile yürütülmesi, kredi derecelendirme işinin uluslararası finansal sistem camiasında bulunan belli, kuruluşlar tarafından gerçekleştirilmesine imkân tanımaktadır<sup>178</sup>.

Uluslararası finansal sistem içerisinde “*üç büyükler*” olarak anılan Standard&Poor’s (S&P), Moody ve Fitch Grubu KDK’ları, söz konusu derecelendirme işini yürüten kuruluşlar içerisinde en önemlileridir<sup>179</sup>. Bu kuruluşlar aynı zamanda Türkiye’de Sermaye Piyasası Kurulu’nun izni ile derecelendirme faaliyetlerini de yürütmektedirler<sup>180</sup>.

#### 1.4.5.1.1.1. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Tarihçesi

KDK’ların tarihi kimi kaynaklarda 1837’e dayandırılmakla beraber bu konuda ilk adımın 1829 yılında “Baring Brothers&Company” işletmesi, Thomas Wren Ward isimli Boston’lu emekli bir tüccarı kredi riski ile ilgili gezici muhabir

<sup>176</sup> Mehmet Yazıcı, “Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Önemi ve Denetimi”, **Maliye ve Finans Yazıları Hakemli Dergisi**, 2009, s. 2, ss. 1-17

<sup>177</sup> David Stowell, **Investment Banks, Hedge Funds, and Private Equity**, 2nd Edition, Amsterdam: Academic Press, September 1, 2012, [http://proquestcombo.safaribooksonline.com/book/finance/9780124158207/7dot-credit-rating-agencies-exchanges-and-clearing-and-settlement/st0010\\_chp007\\_html](http://proquestcombo.safaribooksonline.com/book/finance/9780124158207/7dot-credit-rating-agencies-exchanges-and-clearing-and-settlement/st0010_chp007_html) (Erişim Tarihi: 25 Mayıs 2014)

<sup>178</sup>(Bilgesam) [http://www.bilgesam.org/incele/230/-uluslararasi-kredi-derecelendirme-kuruluslari--elestirel-bir-bakis/#.VBKmWfl\\_tmU](http://www.bilgesam.org/incele/230/-uluslararasi-kredi-derecelendirme-kuruluslari--elestirel-bir-bakis/#.VBKmWfl_tmU), (Erişim Tarihi: 12 Eylül 2014)

<sup>179</sup> (Wikipedia ) [http://en.wikipedia.org/wiki/Big\\_Three\\_\(credit\\_rating\\_agencies\)](http://en.wikipedia.org/wiki/Big_Three_(credit_rating_agencies)), (Erişim Tarihi:12 Eylül 2014), (The Guardian) <http://www.theguardian.com/business/2012/feb/15/credit-ratings-agencies-moodys>, (Erişim Tarihi: 12 Eylül 2014)

<sup>180</sup>(Sermaye Piyasa Kurulu) <http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=6&pid=10&subid=1>, (Erişim Tarihi: 12 Eylül 2014)

olarak kredi riski değerlendirmeleriyle ilgili araştırmalar yapması amacıyla işe almasına dayandırılabilir<sup>181</sup>.

1837’de ABD ekonomisindeki büyük çöküşün akabinde, işletmeler yükümlülüklerini yerine getirememiş, bundan ötürü birçok yatırımcı zor durumda kalmıştır. Yaşanan çöküşün ardından ilk defa “kredi derecelendirme” kavramı ortaya çıkmıştır. Çöküşten zarar gören yatırımcılardan birisi olan Lewis Tappan da birçok yatırımcı adına işletmeleri izleyip, değerlendirmek gayesiyle Mercantile Agency işletmesini kurmuştur<sup>182</sup>.

1900 yılında John Moody yatırımcıların tercihlerini yönlendirebilmek gayesiyle, işletme bilgilerinin derlendiği “Moody’s Manual of Industrial and Corporation Securities”i yayınlamış ve 1909’da ilk işletme derecelendirmesi yapılmıştır<sup>183</sup>.

1981’de Avustralya’da, 1982 yılında ise Filipinler’de faaliyetlerine başlayan KDK’ların, Kore’de 1986’da, Hindistan’da 1988’de, Malezya’da ise, 1991’de faaliyet gösterdikleri görölmektedir<sup>184</sup>. KDK’ların 1980’lerin sonlarına doğru Batı da faaliyet gösterdiklerine şahit olunmaktadır. Zira 1986’da Fransa ve İngiltere’de, 1987’de ise İşveç’te yerel kuruluşlar kurulurken, bu devletlerde ABD’deki üç büyük derecelendirme kuruluşunun derecelerini esas alınmaktadır<sup>185</sup>.

#### 1.4.5.1.1.2. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Önemi

Günümüzde birçok işletmenin ve ülkenin ihtiyaç duyduğu finansmanı karşılamada ve mali yapısını sağlıklı ve etkin bir şekilde devam ettirebilmesinde kredi derecelendirme kuruluşlarının hayati önemi vardır.

Zira uluslararası piyasalarda tahvil ihraç etmeyi amaçlayan işletme ve ülkelerin kredi derecelendirmesi almaları ve bu derecelendirmeden aldıkları

<sup>181</sup>Ömer Akçayır, “ Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Güvenirliklerinin Sorgulanması: Türkiye’nin Kredi Derecelendirme Geçmişi Ve Bugünü (1992-2012)”, **Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Isparta, 2013, s. 17

<sup>182</sup> Erdal Tanas Karagöl ve Ölkü İstiklal Mihçioğru, **Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Alternatif Araşışlar**, SETA Rapor, No:7, Eylül, 2012, s. 10

<sup>183</sup>Derya Tütüncü Hasbi, “Kredi Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Yapılan Not Değerlendirmelerinin Ülke Ekonomileri Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği”, **Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Aydın, 2012, s. 7

<sup>184</sup> Karagöl ve Mihçioğru, a.g.e., s.10

<sup>185</sup> Karagöl ve Mihçioğru, a.g.e., s.10

reytinglerle bu ihracı yapmaları gerekmektedir<sup>186</sup>. Bundan dolayı bu kuruluşların vereceği notlar, işletmelerin ve ülkelerin borç bulabilme olanaklarını önemli derecede etkileyebilmekte ve bu hususta küresel sermayeye kılavuzluk edebilmektedirler. Salt S&P'nin her yıl toplam hacmi 3,5 trilyon Amerikan dolarını bulan yeni borçlanmalarda yatırımcılara kredi riskleri üzerine görüş ve tavsiyelerde bulunduğu<sup>187</sup> göz önünde bulundurulursa, bu kuruluşların küresel finans sistemi içerisindeki ağırlığı ve üstlendiği rolün önemi daha iyi anlaşılabilir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının bu denli önemli olmasının ana nedenlerinden birisi olarak küreselleşen dünyada mali piyasaların karmaşıklaşan yapısı ve borçların çok çeşitli olmasının yatırımcı ve para otoritelerinin nazarında bu kuruluşları iyi bir rehberle dönüştürmesidir<sup>188</sup>. Bu kuruluşların işletmelere vereceği kredi notlarının, işletmelerin borçlanma maliyetleri üstünde sahip oldukları büyük etkiden ötürü işletmelerin geleceğini etkileyebildikleri görülmektedir<sup>189</sup>. Her gün, her dakika ve her saniye sayısız işletmenin hisse senetlerinin alınıp, satılması esnasında söz konusu işletme hisselerine biçilen fiyat üzerinde kredi derecelendirme kuruluşlarının tavsiye ve yönlendirmelerinin büyük önemi bulunmaktadır.

Duruma ülkeler açısından bakıldığında, hükümetlerin yapmayı istedikleri önemli alt yapı ve toplumsal yatırımlarda gereksinim duyulan finansman kaynağını temin edebilmek için uluslararası piyasalarda ihraç edecekleri tahvillerin değeri ve faizleri üzerinde kredi derecelendirme kuruluşlarının vereceği notlar çok etkilidir<sup>190</sup>.

Bir ülkenin notunun düşürülmesi söz konusu ülkelerin borçlanma maliyetlerini arttırarak, onun borçlanma imkânlarını sınırlayabilmektedir. Bir ülkeye yüksek notun verilmesi ise, tam tersi bir sonuca yol açarak, onun borçlanma imkânı ve maliyetlerine olumlu yansıtılabilmektedir. Ülkelerin ihraç edecekleri tahviller üzerinden konuya bakılacak olunursa düşük not, borçlanılan ülkenin tahvil

<sup>186</sup>Mahfi Eğilmez, "Bir Ekonominin Kredi ve Risk Derecesi", **Kendime Yazılar**, <http://www.mahfiegilmez.com/2014/04/bir-ekonominin-kredi-ve-risk-derecesi.html>, (Erişim Tarihi:14 Eylül 2014)

<sup>187</sup>(McGraw Hill Financial) <http://www.mhfi.com/careers/our-brands/sp-ratings#sthash.Y1Bm6YF4.dpbs>, (Erişim Tarihi:12 Eylül 2014)

<sup>188</sup> Pelin Çelik, "Bankaların Risk Derecelendirmesi", **Uzmanlık Yeterlilik Tezi**, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Kasım, Ankara, 2004, s. 5-6

<sup>189</sup> Maliye Bakanlığı Araştırma, Planlama Ve Koordinasyon Kurulu Başkanlığı, "**Kredi Derecelendirme Kuruluşları**", Rapor No:2, 15 Mart, 20005, s. 4

<sup>190</sup>(TheRichest) <http://www.therichest.com/rich-list/rich-countries/the-eleven-countries-with-the-highest-credit-rating/>, (Erişim Tarihi: 12 Eylül 2014)

için ödeyeceği faizleri arttırırken, not arttırmaları tahviller için ödenen faizleri düşürecektir<sup>191</sup>.

Ülkeler açısından verilen notların bir diğer önemi ise, uluslararası sermayeyi ülkelere çekebilmeleri noktasında ortaya çıkmaktadır. Zira küresel sermayedarların yatırımlarını güven içinde yapabilmelerinde kredi derecelendirme kuruluşlarının vereceği notlar adeta bir güvenlik uyarısıdır. Örneğin; bir ülkeye spekülasyon sınıf kategorisinde yer alan “BB/Ba” verilmesi bu ülkenin finansal sisteminin zayıf olduğu noktasında yatırımcılara yapılan etkili bir uyarıdır.

Kredi derecelendirme işletmelerinin finansal sistemle süren bu uzun valsleri<sup>192</sup> kimi zaman yanlış sonuçlar doğurabilmektedir. Son küresel krizde bazı kredi derecelendirme kuruluşlarının haksızca puanlar verdiği iddiaları buna örnek gösterilebilir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının yanlış yönlendirmeleri yatırımcıları büyük kayıplara uğratabilmekte ve hatta küresel çapta krizler yaşanabilmektedir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının itibarı her ne kadar son küresel krizden sonra sarsılsa da ve yoğun tartışmaların odağı haline gelseler de halen dünya çapında yatırımcılar açısından önemli görülen ve ciddi saygınlığı bulunan kurumlardır.

#### 1.4.5.1.2. Uluslararası Para Fonu (IMF)

New Hampshire, Bretton Woods'ta 1944 yılının temmuz ayında temelleri atılan Uluslararası Para Fonu (IMF), İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra uluslararası ekonomik işbirliğini sağlamak amacıyla kurulmuştur<sup>193</sup>.

Kuruluş, üye ülkelerin ekonomik büyümelerini hızlandırmalarına yardımcı olmak ve onların makroekonomik politikalarını izlemek yoluyla küresel finans sistemini denetlemek, döviz kurlarında istikrarı sağlamak ve geliştirmekte olan ülkelere kredi sağlamak gibi görevleri icra etmektedir<sup>194</sup>.

<sup>191</sup> (TheRichest) <http://www.therichest.com/rich-list/rich-countries/the-eleven-countries-with-the-highest-credit-rating/>, (Erişim Tarihi: 12 Eylül 2014)

<sup>192</sup> Avrupa kökenli bir çeşit dans türüdür.

<sup>193</sup> Alina Georgeta Ailincă, Floarea Iordache and Camelia Milea, “Some Considerations regarding the International Monetary Fund's Reform”, **Economic Insights – Trends and Challenges**, Vol. I (LXIV), No:4, 2012, p. 113, pp. 113-120

<sup>194</sup> A. C. Fernando, **Business Environment**, Delhi: Pearson India, January 27, 2011, <http://proquestcombo.safaribooksonline.com/book/international-business->



Türkiye 1947'den beri IMF'in bir üyesidir ve ilk finansal desteğini 1948 yılında almıştır<sup>195</sup>. Geçen 66 yıllık süre zarfında sık sık yaşanan ödemeler dengesi sorunları ve makroekonomik istikrarsızlıklar IMF ile çok sayıda Stand-by Anlaşması yapılmasıyla sonuçlanmıştır<sup>196</sup>. 14 Mayıs 2013 tarihinde Hazine 19. Stand-by çerçevesinde IMF'ye yaklaşık 422,1 milyon ABD doları anapara ödemesi yaparak 52 yıldan beri var olan borcunu bitirmiştir<sup>197</sup>.

### 1.4.5.1.3. Dünya Bankası

Sermayesi 151 ülkenin hükümetleri tarafından oluşturulan<sup>198</sup> Dünya Bankası genel anlamda sürdürülebilir ekonomik kalkınmanın ve yoksulluğun azaltılmasının dünya çapında tanınmasını amaç edinen bir kurumdur ve söz konusu amacını, politik tavsiye ve teknik yardımda bulunma, ekonomik analiz sağlama, araştırma üretme ve kredi verme gibi araçlar ile sürdürmektedir<sup>199</sup>.

Günümüzde dünya bankasının üç ana kuruluşu vardır: Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası (IBRD), Uluslararası Kalkınma Ajansı (IDA) ve Uluslararası Finans Kurumu (IFC)<sup>200</sup>.

Türkiye'nin de içinde bulunduğu gelişmekte olan hükümetler için Dünya Bankası önemli bir finansman kaynağıdır. Kuruluş, kredibilitesi yüksek olmasından dolayı gelişmiş ülkelerden düşük maliyetlerle sağladığı kaynakları gelişmekte olan ülkelere kredi olarak vermektedir<sup>201</sup>.

1950 yılında başlayan Türkiye-Dünya Bankası ilişkilerinde sağlanan krediler özellik bakımından; yatırım projelerinin finansmanı için verilen krediler, belirli

globalization/9788131775080/part-viii-the-external-sector/chapter050\_xhtml?uicode=karade , (Erişim Tarihi: 4 Eylül 2014)

<sup>195</sup> Sudi Apak ve Metin Uyar, "IMF-Türkiye İlişkileri ve Bankacılık Sektörü", **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı:47, Temmuz, 2010, s. 49, ss. 41-57

<sup>196</sup> Nadir Eroğlu, İlhan Eroğlu , " IMF -Türkiye İlişkileri ve 20. Stand-By Müzakereleri Üzerine Bir Değerlendirme", **KMU İİBF Dergisi**, Yıl:11, Sayı:17, Aralık, 2009, s. 130, ss. 124-146

<sup>197</sup> (BKDK) <http://www.kdk.gov.tr/sayilarla/turkiye-imf/18>, (Erişim Tarihi: 4 Eylül 2014)

<sup>198</sup> Sheeba Kapil, **Fundamental of Financial Management**, Delhi: Pearson India, December 20, 2012, [http://proquestcombo.safaribooksonline.com/book/finance/9789332521353/26-international-financial-management/heading\\_00010\\_html\\_4?uicode=karade](http://proquestcombo.safaribooksonline.com/book/finance/9789332521353/26-international-financial-management/heading_00010_html_4?uicode=karade), (Erişim Tarihi: 4 Eylül 2014)

<sup>199</sup> Christopher Gilbert, Andrew Powell and David Vines, "Positioning The World Bank", **The Economic Journal**, 109, November, Royal Economic Society, Black-Well, 1999, p.598, pp.598-633

<sup>200</sup>Matthew Bishop, **Economics: An A-Z Guide**, London: Profile Books, June 30, 2011, [http://proquestcombo.safaribooksonline.com/book/-/9781846681660/w/section0\\_25\\_14\\_xhtml?uicode=karade](http://proquestcombo.safaribooksonline.com/book/-/9781846681660/w/section0_25_14_xhtml?uicode=karade), (Erişim Tarihi: 4 Eylül 2014)

<sup>201</sup>Ekrem Candan, "Dünya Bankası Kredilerine İlişkin Genel Esaslar, Proje Kredilerinin Özellikleri, Avantaj ve Dezavantajları", **Sayıştay Dergisi**, Sayı:58, 2003, s. 43, ss. 41-65

ekonomi kollarının yeniden yapılandırılması için verilen krediler, ekonominin liberalleşmesi, özelleştirilmelerin sürdürülmesi ve sosyal dengesizliklerin giderilmesi ve benzeri amaçlarla verilen kredilerdir<sup>202</sup>.

Dünya Bankası, gelişmiş ülke hükümetleri açısından olduğu kadar bu ülkedeki işletmelerin dış finansman ihtiyacının giderilmesinde de önemli bir finansman kaynağıdır. Zira kuruluş sözleşme başına düşen ortalama tutar 30 milyon dolar olan 45000 anlaşma ile işletmelere kredi sağladığı tahmin edilmektedir<sup>203</sup>.

#### 1.4.5.2. Borçlanma Maliyetlerini Belirleyen Göstergeler

Borçlanma maliyetlerini belirleyen başlıca göstergeler KDK'ların verdiği notlar, kredi temerrüt swaplarının (CDS) primleri ve borçlanmak isteyen ülkelerde yaşanan cari açıklardır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlara önceki kısımlarda değinildiği için tekrar bahsedilmeyecek, CDS primleri ise, üçüncü bölümde ayrıntılı olarak incelendiğinde yüzeysel değinilecektir.

##### 1.4.5.2.1. Kredi Temerrüt Swapları (CDS)

Günümüzde en çok işlem gören kredi türev aracı olan CDS'ler<sup>204</sup>, 1990'lı yıllarda tanıtılan ve önceki on yıl boyunca kullanımı gelişen temerrüt risklerinin bir göstergesi olarak kurulmuştur<sup>205</sup>. CDS primleri Ülkelerin ve bu ülkelerdeki işletmelerin ekonomik istikrarını gözler önüne sererek, yatırımcılar açısından etkili ve saygın bir sigortalama işlemi yürütmektedir.

Temkinli yetkililer tarafından finansal istikrara ilişkin tehlike sinyallerini açıklamada kullanılabilen CDS primleri, aynı zamanda kredi kuruluşlarının finansal sağlığı hakkında pazar algısını yansıtabilmektedir<sup>206</sup>.

<sup>202</sup>Ekrem Candan, "Türkiye'nin Dünya Bankası'ndan Sağladığı Krediler (1950-2003), Kredi Kullanımının Yıllar İtibariyle Gelişimi ve Toplam Dış Borç Stoku İçindeki Yeri", **Maliye Dergisi**, Sayı:148, Ocak-Nisan, 2005, s. 86, ss. 82-121

<sup>203</sup> Harold Lewis, **Bids, Tenders and Proposals**, 4th Edition, London: Kogan Page, May 3, 2012, p.40, <http://proquestcombo.safaribooksonline.com/book/-/9780749465605/05-tendering-for-international-development-contracts/40?uicode=karade>, (Erişim Tarihi: 4 Eylül 2014)

<sup>204</sup>Moorad Choudhry, **Credit Default Swap Basis**, New York: Bloomberg Press, 2006, s.8

<sup>205</sup> Jeremy Weltman, "Country Risk: Is This the end for CDS Spreads as a Useful Measure of Sovereign Risk?", 2012, <http://www.euromoney.com/Article/3118876/Country-Risk-Is-this-the-end-for-CDS-spreads-as-a-useful-measure-of-sovereign-risk.html>, (Erişim Tarihi: 4 Eylül 2014)

<sup>206</sup>Jan Annaert, Marc De Ceuster, Patrick Van Roy and Cristina Vespro, "What Determines Euro Area Bank CDS Spreads?", **Journal of International Money and Finance**, 32, 2013, p. 445, pp. 444-461

#### 1.4.5.2.2. Cari Açık

Devletin cari işlemlerden elde ettiği gelirler, cari işlemlere yapılan giderlerden daha büyükse bu durum cari fazla (cari işlemler fazlası); daha küçükse cari açık (cari işlemler açığı) olarak nitelendirilmektedir<sup>207</sup>.

Türkiye açısından önemli bir sıkıntı haline gelen cari açıklar borç yaratmayan dış kaynaklardan finansmanı sağlandığında sürdürülebilir; borç yaratan, bilhassa da kısa vadeli dış borçlarla ve resmi rezervlerle finansmanı sağlandığında ise sürdürülemez olarak görülmektedir<sup>208</sup>.

Türkiye’de 2010 sonuna kadar yürütülen yüksek faiz-düşük kur politikası sebebiyle dış ticaret açığı bilhassa TL’nin değerli olduğu dönemlerde açılmıştır. TL’nin nispi olarak değerinin korunma politikası, enflasyonu azaltma ve toplam borç yükünü düşürme bakımından müspet bir karar olarak kabul edilse de, uzun vadede ulusal üretimin küresel rekabet gücünü azaltıcı ve cari açığı artırıcı bir etken olmuştur<sup>209</sup>.

2013 yılında cari işlemler açığı, bir önceki yıla göre 16,5 milyar dolar artmıştır. Parasal olmayan altın hariç cari işlemler açığı ise 983 milyon dolar azalarak 53,2 milyar dolara gerilemiştir. Cari işlemler açığının bir önceki yıla göre artış göstermesinde 2013 yılı açısından dış ticaret açığının 14,5 milyar dolar artarak 79,8 milyar dolara ve gelir dengesi açığının 2,3 milyar dolar artarak 9,45 milyar dolarına yükselmesi etkili olmuştur.

#### 1.4.5.2.3. Mali Göstergeler

Borçlanma maliyetlerini belirleyen mali göstergeler; kamu borç stoku ve kamu kesimi borçlanma gereğidir.

##### 1.4.5.2.3.1. Kamu Borç Stoku

Kamu kesimi borç stoku, kamu kesiminde yer alan KİT’ler dışındaki birimlerin iç ve dış borçlarının toplam miktarıdır ve kamu kesimi borç yükü ise,

<sup>207</sup> Begüm Erdil Şahin, “Türkiye’nin Cari Açık Sorunu”, *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, Cilt 3, No: 2, 2011, s. 49, ss. 47-56

<sup>208</sup> İsmet Göçer, “Türkiye’de Cari Açığın Nedenleri, Finansman Kalitesi ve Sürdürülebilirliği: Ekonometrik Bir Analiz”, *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 8, 1, Nisan, 2013, s. 214, ss. 213-242.

<sup>209</sup> Erdal Tanas Karagöl, “ Cari Açık Tartışmaları Gölgesinde Küresel Ekonomik Kriz Ve Türkiye Ekonomisi”, *siyaset, Ekonomi ve Toplum Araştırmalar Vakfı*, Sayı:45, Kasım, 2011, ss. 12

kamu kesimi borç stokunun o dönemdeki GSYH'ye oranıdır<sup>210</sup>. Ülkemizde kamu borç stoku salt yerel parayla değil, bunun yanı sıra belli döviz cinsleriyle de düzenlenmiştir<sup>211</sup>.

Kamu borç stoku konusu içerisinde bilinmesi gereken önemli bir diğer kavram ise kamu borçlarının sürdürülebilirliğidir. Bu kavram kamu borç stokunun milli gelire oranının uzun dönemde makul ve istikrarlı seyir izlediği durum olarak tanımlanabilir<sup>212</sup>.

Yapısı ve seviyesi bakımından sürdürülebilir karakterdeki bir kamu borç yükü sıhhatli maliye ve para politikalarıyla beraber istikrarlı, sağlam bir ekonomiyi meydana getirmektedir<sup>213</sup>.

Kamu borcunun sürdürülemez olması, ülkelerin politika uygulamalarını değiştirmesi, uluslararası kuruluşlardan destek talep etmesini ve şartların daha da bozulması halinde borçlarını yeniden yapılandırması anlamına gelir<sup>214</sup>.

Kamu borcunun sürdürülebilmesinin temel faktörlerinden birisi bütçenin faiz dışı vermesidir<sup>215</sup>. Zira faiz dışı fazlalar ile alınan borçların faiz ödemeleri karşılanır<sup>216</sup>. Kamu net borç stoku Hazine Müsteşarlığı'nın kendi tanımıyla: "Belirli bir tarih itibarıyla, "kamu" (merkezi yönetim, sosyal güvenlik kuruluşları, bütçe dışı fonlar, yerel yönetimler ve KİT'ler) sınıflandırması içerisinde yer alan kurum ve kuruluşların yurt içi ve yurt dışı piyasalardan sağladıkları borçlara ilişkin yükümlülükler, toplamından söz konusu kuruluşların elinde bulundurdukları varlıkların düşmesi ile elde edilen net yükümlülükler toplamıdır"<sup>217</sup>. Aynı zamanda

<sup>210</sup>Mahfi Eğilmez, "Kendime Yazılar", <http://www.mahfiegilmez.com/2012/01/turkiyede-kamu-kesimi-borcu.html>, (Erişim Tarihi:5 Eylül 2014)

<sup>211</sup>İnan, a.g.e., s. 24

<sup>212</sup>Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, "Kamu Borç Sürdürülebilirliği", Bülten, Aralık, Sayı:24, 2011, s. 1, ss. 1-6

<sup>213</sup>Burcu Gürcihan ve Erdal Yılmaz, "Türkiye'de Kamu Borç Stokunun Yapısı: Orijinal Günah Göstergeleri ve Risk-Dâhil Kamu Borç Yükü", Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği, No:07/02, 2007, s. 4, ss. 1-22.

<sup>214</sup>Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2011), a.g.e., s. 1

<sup>215</sup>Temel Gürdal, "Türkiye'de Faiz Dışı Fazla ve Borçların Sürdürülebilirliği (1975-2007 Dönemi)", Afyon Kocatepe Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi, C.X, S II, 2008, s. 420, ss. 417-442.

<sup>216</sup> Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2011), a.g.e., s. 1

<sup>217</sup> Hazine Müsteşarlığı, <http://www.hazine.gov.tr/default.aspx?nsw=Gr9i93osrUr1liQiVYj1mA==H7deC+LxBI8=&nm=495>, (Erişim Tarihi: 5 Eylül 2014)

bir ülkede yaşanabilecek acil bir durumda nakit ihtiyacını göstermekte olan Kamu Net Borç Stoku<sup>218</sup> son yıllarda görülen iyileşmeler dikkat çekmektedir.

**Tablo 1.10. (10) Türkiye'nin Kamu Net Borç Stoku  
(2010-2014 Ç1.-Milyar TL)**

	Kamu Brüt İç Borç Stoku	Kamu Brüt Dış Borç Stoku (*)	Kamu Brüt Toplam Borç Stoku (I)	TCMB Net Varlıkları (II)	Kamu Varlıkları (III) (**)	İşsizlik Sigortası Fonu Net Varlıkları (IV)	Kamu Net Toplam Borç Stoku (I - II - III - IV)
2010 Ç1	355,6	120,1	475,7	66,2	50,7	43,4	315,4
2010 Ç2	357,2	122,5	479,7	71,5	51,1	44,1	313,1
2010 Ç3	361,6	120,0	481,6	73,1	54,3	44,5	309,6
2010 Ç4	368,9	128,2	497,1	86,2	47,2	45,9	317,8
2011 Ç1	375,5	134,0	509,5	89,2	52,8	47,4	320,1
2011 Ç2	377,7	142,1	519,8	104,7	64,8	49,4	300,9
2011 Ç3	383,0	157,3	540,3	126,6	69,0	51,4	293,3
2011 Ç4	387,6	158,9	546,4	143,2	59,8	53,5	290,0
2012 Ç1	394,7	153,8	548,4	138,9	65,2	55,2	289,2
2012 Ç2	395,8	154,5	550,2	150,2	68,0	57,3	274,7
2012 Ç3	406,6	154,3	560,9	179,4	71,1	59,0	251,4
2012 Ç4	408,4	154,5	562,8	189,5	71,6	61,2	240,6
2013 Ç1	415,3	153,9	569,3	205,4	72,6	63,2	228,0
2013 Ç2	422,3	165,3	587,6	215,0	85,9	65,2	221,5
2013 Ç3	431,3	178,2	609,6	254,0	90,0	67,5	198,0
2013 Ç4	430,9	193,0	623,9	271,1	84,1	70,4	198,3
2014 Ç1	436,3	199,6	636,0	289,4	81,9	72,8	191,8

**Kaynak:** Hazine Müsteşarlığı, <http://www.hazine.gov.tr/default.aspx?nsw=EilDPQez15w=-H7deC+LxBI8=&mid=118&cid=12&nm=633>, (Erişim Tarihi: 5 Eylül 2014)

Maliye Bakanlığının 2013 için Yıllık Ekonomik Raporu sonuçlarına göre 2012'de yüzde 17'ye düşen kamu net borç stokunun GSYH'ye oranı 2013'ün ikinci çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre 5.4 puan gerileyerek % 14.7 olarak gerçekleşmiştir. Kamu sektörü finansal varlık ve mevduatlarının, brüt borç stokundan oransal olarak daha hızlı yükselmiş olması kamu net borç stokunun

<sup>218</sup> Esfender Korkmaz, "Borç Yükü Neyi İfade Eder?", [http://www.iktisatlılar.net/index.php?option=com\\_content&view=article&id=325:ifade](http://www.iktisatlılar.net/index.php?option=com_content&view=article&id=325:ifade), (Erişim Tarihi: 5 Eylül 2014)

GSYH'ye oranının gerilemesine neden olmuştur<sup>219</sup>. Türkiye'de 2013'un Eylül sonu itibariyle Kamu Net Borç Stoku 198 milyar TL olmuştur<sup>220</sup>.

Türkiye'nin borç stoku içerisinde önemli bir unsur olan AB Tanımlı genel yönetim borç stoku ise, yine Hazine Müsteşarlığı'nın kendi tanımıyla: "Belirli bir tarih itibarıyla, Avrupa Hesaplar Sistemi (ESA 95) metodolojisi ile hesaplanan, "genel yönetim" (merkezi yönetim, yerel yönetimler ve sosyal güvenlik kuruluşları) sınıflandırması kapsamında yer alan kurum ve kuruluşları tarafından, yurtiçi ve yurtdışı piyasalardan sağladıkları borçlara ilişkin yükümlülükler toplamıdır"<sup>221</sup>.

Maliye Bakanlığının 2013 için Yıllık Ekonomik Raporu sonuçlarına göre, kamu borç yönetimi politikaları, mali disiplin ve makro göstergelerdeki pozitif durum neticesinde 2012'de % 36,2'ye düşen AB tanımlı genel yönetim borç stokunun milli gelire oranı azalışını sürdürerek 2013'ün ikinci çeyreğinde % 35,9'a gerilemiştir. Bu oran, Maastricht Kriteri olan yüzde 60'ın ve % 92.23'lük Avro Bölgesi ortalamasının oldukça altındadır<sup>222</sup>. Türkiye'de 2013'un Eylül sonu itibariyle AB tanımlı genel yönetim borç stoku ise 566,3 milyar TL olarak gerçekleşmiştir<sup>223</sup>.

<sup>219</sup>Maliye Bakanlığı (2013). "Yıllık Ekonomik Rapor", s.73, <http://www.sgb.gov.tr/Sayfalar/YillikEkonomikRapor.aspx?RootFolder=%2FRaporlar%20Yeni%20FY%C4%B1ll%C4%B1k%20Ekonomik%20Rapor&FolderCTID=0x0120007D286A16B5CE024A9C55FD7AE6076A74>, (Erişim Tarihi: 5 Eylül 2014)

<sup>220</sup>Hazine Müsteşarlığı, "Basın Duyurusu", Sayı:221, 31 Aralık,2013, <http://www.hazine.gov.tr/default.aspx?nsw=iqmgQocZByo=-H7deC+LxBI8=&id=5&nm=28#>, ( Erişim Tarihi. 5 Eylül 2014)

<sup>221</sup> Hazine Müsteşarlığı, <http://www.hazine.gov.tr/default.aspx?nsw=Gr9i93osrUr1liQiVYj1mA===-H7deC+LxBI8=&nm=495>, (Erişim Tarihi: 5 Eylül 2014)

<sup>222</sup>Maliye Bakanlığı, "Yıllık Ekonomik Rapor", 2013, a.g.e., s.71, <http://www.sgb.gov.tr/Sayfalar/YillikEkonomikRapor.aspx?RootFolder=%2FRaporlar%20Yeni%20FY%C4%B1ll%C4%B1k%20Ekonomik%20Rapor&FolderCTID=0x0120007D286A16B5CE024A9C55FD7AE6076A74>, (Erişim Tarihi: 5 Eylül 2014)

<sup>223</sup>Hazine Müsteşarlığı, "Basın Duyurusu", Sayı:221, 31 Aralık, 2013, <http://www.hazine.gov.tr/default.aspx?nsw=iqmgQocZByo=-H7deC+LxBI8=&id=5&nm=28#>, ( Erişim Tarihi. 5 Eylül 2014)

**Tablo 1.11. (11) Avrupa Birliği Tanım Genel Borç Stoku  
(2010-2014 Ç1.-Milyar TL)**

	Genel Yönetim İç Borç Stoku	Genel Yönetim Dış Borç Stoku	Genel Yönetim Toplam Borç Stoku	Ayarlama Kalemleri	Ab Tanımlı Borç Stoku
2010 Ç1	349,1	118,3	467,4	-18,2	449,2
2010 Ç2	351,4	120,8	472,2	-22,7	449,5
2010 Ç3	356,0	118,2	474,3	-22,7	451,5
2010 Ç4	361,2	126,3	487,6	-23,0	464,6
2011 Ç1	368,3	132,0	500,3	-24,8	475,5
2011 Ç2	371,2	140,1	511,3	-27,3	484,0
2011 Ç3	375,5	155,1	530,7	-28,2	502,5
2011 Ç4	377,9	156,7	534,6	-26,7	507,9
2012 Ç1	384,3	151,7	536,0	-31,3	504,7
2012 Ç2	387,0	152,5	539,5	-32,8	506,7
2012 Ç3	397,3	152,3	549,6	-37,0	512,6
2012 Ç4	396,8	152,3	549,1	-37,0	512,2
2013 Ç1	403,5	151,8	555,3	-38,0	517,3
2013 Ç2	407,2	163,1	570,3	-38,9	531,4
2013 Ç3	419,9	175,9	595,8	-43,0	552,8
2013 Ç4	416,4	190,5	606,9	-40,7	566,3
2014 Ç1	422,9	197,2	620,1	-41,2	578,9

**Kaynak:** Hazine Müsteşarlığı, <http://www.hazine.gov.tr/default.aspx?nsw=EilDPQez15w=-H7deC+LxBI8=&mid=116&cid=12&nm=632>, (Erişim Tarihi: 5 Eylül 2014)

#### 1.4.5.2.3.2. Kamu Kesimi Borçlanma Gereği

Kamu Kesimi Borçlanma Gereği (KKBG), kamu kesiminin bir sene içerisindeki gelirleri ile giderleri arasında oluşan farkı, bir diğer deyişle borçlanma ihtiyacını gösterir ve yaygın biçimde GSMH’ a oran olarak tanımlanmaktadır<sup>224</sup>.

Kamu borçlanmasını sebeplerini açıklamada başat verilerden olan KKGB<sup>225</sup>, kamu giderlerinin, kamu gelirlerinden fazla olması neticesinde çıkan açıktan dolayı yaşanmaktadır<sup>226</sup>. KKGB Türkiye’de borçlanma maliyetlerini arttıran unsurların başında geldiğinden, bunun azaltılması çok büyük önem arz etmektedir<sup>227</sup>.

<sup>224</sup>Erkan Karaaslan, Kamu Sektörüne Dâhil Kamu İdarelerinin Tasnifi Ve Bu Birimlerin Hukuki – Mali Yapıları, Ankara, 2008, s. 6, <http://www.sayder.org.tr/d/f/kamu-sektörüne-dahil-kamu-idarelerinin-tasnifi.pdf>, (Erişim Tarihi:6 Eylül 2014)

<sup>225</sup>İbrahim Halil Sugözü, “ Türkiye’de İç Borçlanma Ödenebilirliği ve Tahkimler (1990 – 2000)”, KMU İİBF Dergisi, Yıl: 11, Sayı: 17, Aralık, 2009, s. 70, ss. 70-83

<sup>226</sup>Aysun Koçak, “Küresel Dönemde Türkiye’nin Borç Yapısındaki Dönüşüm”, Maliye Dergisi, Sayı: 157, Temmuz-Aralık, 2009, s. 66, ss. 65-84.

<sup>227</sup>M. Said Ceylan, “Türkiye’de Kamu Borçlarının Boyutları ve Karşılaştırılması İle Kamu Borçlanma Gereğinin Temel Nedenleri”, AÜEHFD, C:IX, Sayı:1-2, 2009, s. 652, ss. 635-664.

## İKİNCİ BÖLÜM

### 2. KREDİ TEMERRÜT SWAPLARI

#### 2.1. Ülke Riski

Günümüzde ülkelerin ekonomik kalkınmaya geniş yer ayırması ve olumlu ekonomik işbirliğinin her türlüşünün, bütün ülkelerin tercihi olması gibi sebeplerden ötürü ekonomik küreselleşme ve bölgesel anlamda gerçekleşen ekonomik entegrasyonlar, ekonomik kalkınmanın iki eğilimi haline gelmiştir<sup>228</sup>.

Bunun bir sonucu olarak başta gelişmekte olan ülkeler olmak üzere çoğu ülke liberalleşme yolundaki adımlarını hızlandırmakta ve daha fazla uluslararası sermaye çekebilmek için yoğun çaba sarf etmektedirler. Ancak daha öncede ifade edildiği üzere, ülkelerin finansal anlamda yaşadığı bu osmoz<sup>229</sup> durumu ve buna bağlı olarak son yıllarda uluslararası sermaye pazarlarının birbirlerine entegrasyon olmasıyla birlikte ülke riski konusu, makroekonomik faktörler içerisinde önemli hale gelmiştir<sup>230</sup>. Küresel sermaye akımlarında görülen yüksek artışlar ve onu izleyen yüksek profilli borçlanma ile parasal başarısızlıklar ekonomi çevrelerinin ülke riski üzerinde daha fazla yoğunlaşmasına neden olmuştur<sup>231</sup>.

Ülke riskinin bu denli önemli olmasına karşın, bu kavramın tam olarak ne anlama geldiği üzerinde ortak bir görüş bulmak imkânsızdır<sup>232</sup>. Bu nedenle ülke riskinin ne olduğu ile alakalı birçok tanım bulmak mümkündür. Bu tanımlardan ilkinde göre ülke riski, bir ülkedeki belli makroekonomik ya da politik olaylar

<sup>228</sup> Chai zhengmeng, Hu xiaolian, “The Forewarning Echanism System Research of the Host Country’s Risk- Take SME of Yunnan investing directly in the GMS countries for example”, **International Conference on E-Product E-Service and E-Entertainment**, ICEEE2010; Henan-China, November, 2010, p. 1, pp. 1-5

<sup>229</sup> Osmoz: çözücü maddelerin az yoğun ortamdan çok yoğun ortama, seçici geçirgen bir zardan enerji harcanmadan geçişidir.

<sup>230</sup> Vladimir Kuhl Teles and Maria Carolina Leme, “Fundamentals or market sentiment: what causes country risk?”, *Applied Economics*, 42, 2010, p. 2577, pp. 2577–2585

<sup>231</sup> Claude B. Erb, Campbell R. Harvey, Tadas E. Viskanta, **Country Risk in Global Financial Management**, United States of America: The Research Foundation of the Institute of Chartered Financial Analysts, January, 1998, the p. 11

<sup>232</sup> Evica Petrović and Jelena Stanković, “Country Risk And Effects Of Foreign Direct Investment”, **Facta Universitatis, Series: Economics And Organization**, Vol: 6, No: 1, 2009, p. 11, pp. 9 – 22.



tarafından uluslararası iş kayıplarını doğuran finansal kayıpların meydana gelme olasılığıdır<sup>233</sup>.

Friedman (1983)'a göre, ülke riski, “ egemenlik riski, transfer riski, ekonomik, sosyal ya da politik kaynaklı riskler ile fonlama riski, döviz kuru riski ve daha az somutluk içeren diğer riskler gibi uluslararası bankacılık fonksiyonlarının doğasından kaynaklanan riskler” ‘dir<sup>234</sup>. Başka bir tanıma göre ise ülke riski, yabancı bir borçlunun ekonomik, politik, sosyal, doğal ya da diğer olay ve eğilimler gibi, bir ülkeye özgü koşullardan dolayı, yabancı yükümlülüklerini yerine getirme noktasında isteksiz olması ya da yerine getiremez duruma düşme riski ve yahut olasılığıdır<sup>235</sup>.

Son olarak ülke riski için, yabancı bir ülkede yatırım yaparken karşılaşılan ve iş ortamında değişikliklere yol açabilen ulusal risklerdir denilebilir ve söz konusu bu risklerin görüldüğü ülkelerde işletme karları ya da varlık değerleri olumsuz etkilenebilmektedir<sup>236</sup>. Aynı zamanda ülke riski, bir ülkenin temasta bulunduğu diğer ülkelerle beraber, ülkede yer alan bütün finansal kurumların performansını olumsuz etkileyebilmektedir.<sup>237</sup>

### 2.1.1. Ülke Riskini Etkileyen Faktörler

Genelde bir ülkenin içerdiği riskler, politik, ekonomik ve finansal riskler olmak üzere üç grupta incelenmektedir<sup>238</sup>. Ancak sosyal risk faktörünü de bu

<sup>233</sup> Robert-Gabriel Dinu and Mihaela Papa , “The Analysis Of Country Risk By Means Of Alternative Methods”, p.1429, pp.1429-1437, [Http://Cks.Univnt.Ro/Uploads/Cks\\_2011\\_Articles/Index.Php?Dir=02\\_Economy%2f&Download=Cks\\_2011\\_Economy\\_Art\\_063.Pdf](http://Cks.Univnt.Ro/Uploads/Cks_2011_Articles/Index.Php?Dir=02_Economy%2f&Download=Cks_2011_Economy_Art_063.Pdf), (Erişim Tarihi: 16 Eylül 2014)

<sup>234</sup>Friedman, I. S. (1983). The world debt dilemma: Managing country risk. Washington, DC: Council for International Banking Studies. ;Aktaran: William P. Broderick, **Uncertainty Avoidance And Country-Risk Ratings**, UMI 3588161, ProQuest LLC. 789 East Eisenhower Parkway, P.O. Box 1346 Ann Arbor, MI 48106 – 1346, 2013, p. 22-23

<sup>235</sup> Bank of Jamaica, “**Standards Of Best Practice On Country And Transfer Risk**”, January, 2005, p.3

<sup>236</sup> Yuying Yang, Xiaoqian Zhu, Xiaolei Sun, Jianping Li and Dengsheng Wu, “Dynamic Behavior of Country Risk in the BRICS Countries: from the Perspective of Time-varying Correlation”, **Fifth International Conference on Business Intelligence and Financial Engineering**, 2012, p. 313, pp. 313-317.

<sup>237</sup> Sevda Yapraklı ve Bener Güngör, “Ülke Riskinin Hisse Senetleri Fiyatlarına Etkisi: İMKB 100 Endeksi Üzerine Bir Araştırma”, **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, 62, 2, 2007, s.200, ss.200-218

<sup>238</sup>Linda C. Rodríguez, Ivan Montiel, Téofilo Ozuna, “A Conceptualization of How Firms Engage in Corporate Responsibility Based on Country Risk”, **Business & Society**, Vol. 53(5), 2014, p.633, pp. 625–651; Suhejla Hoti and Michael McAleer, “An Empirical Assessment Of Country Risk Ratings And Associated Models”, **Journal of Economic Surveys**, Volume 18, No:4, , September, 2004, p. 540, pp. 539–588; Yapraklı ve Güngör, a.g.e., s. 200

grubun içerisine dâhil etmek mümkündür. Nitekim kimi çalışmalarda sosyal risk de ülke risk faktörleri içerisinde ele alınmaktadır<sup>239</sup>.

### 2.1.1.1. Politik Risk

Politik risk, siyasi, hukuki ve düzenleyici çevrelerde beklenmedik bir değişiklik sonucu yaşanan risktir<sup>240</sup>. Politik risk bir anlamda ülkenin dış taahhütlerini yerine getirme konusundaki istekli olma durumuyla da bağlantılıdır<sup>241</sup>. Genel olarak politik risk, mikro risk (işletme düzeyinde), makro risk (ülkeler düzeyinde, kültürel, kurumsal, transfer riskleri vb.) ve küresel risk (küresel düzeyde, savaş riski, terörizm, internet saldırıları vb.) üç grupta toplanabilir<sup>242</sup>.

Bunun dışında politik riske neden olan unsurlar aşağıdaki gibi sıralanabilir<sup>243</sup>:

- Hükümet istikrarı,
- Sosyo-ekonomik koşullar,
- Yatırım ortamı,
- İç çatışma ve siyasete askeri müdahale,
- Dış çatışma,
- Rüşvetçilik,
- Dini ya da etnik gerginlikler,
- Politika sistemi ve ekonomi yönetimi,
- Kanun ve düzenler,
- Demokratik hesap verilebilirlik ve bürokrasinin kalitesi

Güvenilir ve popülist olmayan hükümetlerin seçimle yönetime gelmesi, ülke içerisinde siyasi çekişmelerin yaşanmaması ve istikrarlı bir ortamın sürmesi,

<sup>239</sup> İlker Parasız ve Kemal Yıldırım, **Uluslararası Finansman**, Birinci Baskı, Bursa: Ezgi Kitapevi Yayınları, Mart, 1994, s.297; Dinu and Papa, a.g.e., p.1430; Hüseyin İleri, “Ülke Riski Analizi”, **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksek Okulu Dergisi**, Sayı:2, 1999, s.115, ss.115- 123

<sup>240</sup> Kirt C. Butler, **Multinational Finance: Evaluating Opportunities, Costs, and Risks of Operations**, 5th Edition, New Jersey: John Wiley & Sons, September 19, 2012, [http://proquestcombo.safaribooksonline.com/book/-/9781118282762/chapter-12-foreign-market-entry-and-country-risk-management/c12\\_level1\\_2\\_xhtml?uicode=karade](http://proquestcombo.safaribooksonline.com/book/-/9781118282762/chapter-12-foreign-market-entry-and-country-risk-management/c12_level1_2_xhtml?uicode=karade), (Erişim Tarihi: 18 Eylül 2014)

<sup>241</sup>Dinu and Papa, a.g.e., p. 1430

<sup>242</sup>Petrović, Jelena Stanković, a.g.e., p. 12

<sup>243</sup> Tony Merna and Faisal AL-Thani, **Corporate Risk Management**, 2nd Edition, West Sussex: John Wiley & Sons, June 3, 2008, <http://proquestcombo.safaribooksonline.com/book/finance/9781119995104/chapter-4-risk-management-tools-and-techniques/toc40?uicode=karade>, (Erişim Tarihi: 18 Eylül 2014)

bürokraside şeffaflığın esas alınması ve nepotizm<sup>244</sup> ile rüşvetçilik problemlerine karşı kararlı bir mücadele sergilenmesi ve son olarak ülkenin bulunduğu bölgede olumlu bir siyasi havanın hâkim olması politik riskin azaltılması noktasında önemli etkenlerdir.

### 2.1.1.2. Ekonomik Risk

Bir ülkenin makroekonomik politikalarıyla ilişkili olan ekonomik risk<sup>245</sup>, bir ülkeye ekonomik gücünü ve zayıf olduğu noktaları gözden geçirme olanağı tanımaktadır<sup>246</sup>. Her ülke kendine özgü ekonomik riskler taşıyabilir. Söz konusu bu riskler, makro riskler (yabancı yatırımcılara dönük) ve mikro riskler (belirli işletmeler ya da sektörler) olmak üzere iki grupta ele alınabilir<sup>247</sup>.

Bir ülkenin ekonomisine dönük risk algısının artmasında hiç şüphesiz o ülke ekonomisinde yaşanan kararsızlıklar<sup>248</sup> ve ileriye dönük bir durgunluk beklentisinin önemli rolü vardır. Özellikle bir ekonomide durgunluk yaşanması ve bu durumun uzun süre devam etmesi, daralma ve bunalıma dönüşme ihtimalini güçlendirmektedir. Genel ekonomik durumdaki ciddi bozulmalar, ekonominin aşırı ısınması, işgücü piyasasının daralması, ödemeler dengesi ya da cari hesaplardaki bozulmalar, yüksek ve artan faiz oranları ile yüksek seyirli enflasyon ekonomik durgunluğa yol açabilecek faktörler içerisinde<sup>249</sup>.

### 2.1.1.3. Finansal Risk

Finansal risk, bir ülkenin mali ve ekonomik sağlığını yansıtan nitel faktörlerin yanı sıra, nicel makroekonomik faktörleri de içermektedir<sup>250</sup>. Bunun yanında finansal riskler, ekonomik riskler ile birlikte bir ülkenin içeri ve dışarı doğru sermayesinin serbest akışındaki genel kısıtlamaları, yabancı fonlardaki

<sup>244</sup> Nepotizm: Akraba ve yakın insanları kayırma

<sup>245</sup> Jennifer M. Oetzel, Richard A. Bettis, Marc Zenner, "Country Risk Measures: How Risky are They?", **Journal of World Business**, Vol: 36, 2, 2001, p. 130, pp. 128-145.

<sup>246</sup> Merna and AL-Thani, a.g.e., p. 104

<sup>247</sup> Michel Henry Bouchet, Ephraim Clark, Bertrand Gros Lambert, **Country Risk Assessment A Guide to Global Investment Strategy**, West Sussex: John Wiley & Sons Ltd., 2003, p.22

<sup>248</sup> Oetzel, Bettis, Zenner, a.g.e., p. 130

<sup>249</sup> Merna and AL-Thani, a.g.e., p. 105

<sup>250</sup> Butler, a.g.e., [http://proquestcombo.safaribooksonline.com/book/-/9781118282762/chapter-12-foreign-market-entry-and-country-risk-management/c12\\_level1\\_2\\_xhtml?uicode=karade](http://proquestcombo.safaribooksonline.com/book/-/9781118282762/chapter-12-foreign-market-entry-and-country-risk-management/c12_level1_2_xhtml?uicode=karade), (Erişim Tarihi: 18 Eylül 2014)

verimsiz yatırımları, artan üretim maliyetleri ve artan enerji fiyatları ile ticaret hadlerindeki azalma ya da bozulmaları da içermektedir<sup>251</sup>.

Finansal riski oluşturan bileşenler genel olarak aşağıdaki şekilde sıralanabilir<sup>252</sup>:

- GSYH'nin yüzdesi olarak dış borçlar,
- Mal ve hizmet ihracatının yüzdesi olarak dış borç servisi,
- Mal ve hizmet ihracatının yüzdesi olarak cari hesap,
- İthalat karşılığının (import cover) ay olarak net uluslararası likiditesi,
- Döviz kuru istikrarı

Finansal riskler genel olarak, kredi riski, piyasa riski ve operasyonel riski ve likidite riskini içermektedir<sup>253</sup>. Bu risklerden ilki olan kredi riskini, bir borcun bir kısmını ya da tamamını ödeme, karşı tarafın kusuru nedeniyle yaşanan kayıpların riski olarak tanımlamak mümkündür<sup>254</sup>.

Kredi riski, Temerrüt riski, Piyasa riski ise, karşı taraf ödeme riski, karşı taraf önceden ödeme riski, yasal risk, egemenlik riski ve yoğunlaşma riskini kapsamaktadır<sup>255</sup>. Piyasa riski, finansal piyasa fiyatları ya da dalgalanmalarındaki hareketler nedeniyle meydana gelen risklerdir<sup>256</sup>.

Diğer bir risk türü olan operasyonel risk tanımlanma noktasında finansal kurumlar açısından kafa karışıklığı yaratan bir problemdir<sup>257</sup>. Bu risk türü, kişiler, süreçler ve teknoloji temelinde olmak üzere, bir örgütün faaliyetleri sonucunda ortaya çıkmaktadır<sup>258</sup>. Yani başka bir deyişle operasyonel riski genellikle başarısız ya da yetersiz iç süreçlerden, sistemler ve kişiler ya da dış olaylardan kaynaklanan zarar riski olarak tanımlanmaktadır<sup>259</sup>.

<sup>251</sup> Linda C. Rodríguez, Ivan Montiel, Téofilo Ozuna, a.g.e., p. 636.

<sup>252</sup> Merna and AL-Thani, a.g.e., p. 105

<sup>253</sup> Philippe Jorion, **Financial Risk Manager**, Second Edition, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc. , 2003, p. 574

<sup>254</sup> Peter F. Christoffersen, **Elements of Financial Risk Management**, London: Elsevier, Inc. , 2012, p. 277

<sup>255</sup> Karen A. Horcher, **Essentials Of Financial Risk Management**, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc. , 2005, p. 104

<sup>256</sup> Philippe Jorion, **Financial Risk Manager**, Fourth Edition, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc. , 2007, p.241

<sup>257</sup> (Ed) Marc Lore and Lev Borodovsky, **The Professional's Handbook of Financial Risk Management**, Duncan Wilson, "Operational Risk", Oxford: Reed Educational and Professional Publishing LTD, 2000, p. 378

<sup>258</sup> Horcher, a.g.e., p. 150

<sup>259</sup> Jorion, 2003, a.g.e., p. 574

Son risk türü olan likidite riski ise, nakit ödeme gereksinimi ile karşılaşılan durumlarda bunun mümkün olmamasından kaynaklanan risktir<sup>260</sup>. Bu risk türünün fonlama likidite riski ve varlık likidite riski olmak üzere iki türü bulunmaktadır<sup>261</sup>. Fonlama likidite riski, belli bir dönem için işletmenin net nakit çıkışını finanse edememe riski olarak açıklanabilir<sup>262</sup>. Varlık likidite riski ise, sahip olunan bir varlığın normal (beklenen) piyasa fiyatı karşılığında elden çıkarılamaması durumunu ifade etmektedir<sup>263</sup>.

#### 2.1.1.4. Sosyal Risk

Sosyal risk, uluslararası süreç akımlarının sosyal olaylara neden olması açısından maruz kalınan kayıplardır<sup>264</sup>. Söz konusu sosyal olaylar; kargaşa, iç savaş, aşiret çatışması, dini bölünme ve düzensiz gelir dağılımıdır<sup>265</sup>. Bunların dışında son yıllarda dünyanın birçok bölgesinde yaşanan toplumsal olayları da ülkeler açısından sosyal risk faktörleri arasında göstermek mümkündür.

#### 2.1.2. Ülke Risk Yönetimi

Ülkelerin maruz kalabileceği risklere karşı önlem almada ve etkili politikalar oluşturmada, ekonomi yönetimine ve hükümetlere önemli sorumluluklar düşmektedir.

Kapsamlı bir ülke risk yönetimi programı aşağıdakileri faktörleri taşımalıdır<sup>266</sup>:

- Yeterli seviyede bir ülke risk değerlendirme süreci,
- Ülke riski ölçme ve tanımlama teknikleri,
- Uygun, etkili bir izleme ve kontrol prosedürleri,
- Stres testleri ve acil durum planlaması

<sup>260</sup> David Murphy, **Understanding Risk: The Theory and Practice of Financial Risk Management**, London: Taylor & Francis Group, 2008, p. 43

<sup>261</sup> Jorion, 2003, a.g.e., p. 574

<sup>262</sup> (Finansrisk.com) <http://finansrisk.com/2012/01/15/likidite-riski/> (Erişim Tarihi: 16 Kasım 2014)

<sup>263</sup> (Ki-Kare Finansal) [http://www.ki-kare.com/?page\\_id=115](http://www.ki-kare.com/?page_id=115) (Erişim Tarihi: 16 Kasım 2014)

<sup>264</sup> Dinu and Papa, a.g.e., p. 1430

<sup>265</sup> Parasız ve Yıldırım (1994), Birinci Baskı, a.g.e., s. 297

<sup>266</sup> Bank Supervision Department Central Bank Of Barbados (2008). **“Country Risk Management Guideline”**, March, p.3, [http://www.centralbank.org.bb/webcbb.nsf/vwPublications/5933888986483C7E0425741A0042F510/\\$FILE/Country\\_Risk\\_Management\\_Guideline.pdf](http://www.centralbank.org.bb/webcbb.nsf/vwPublications/5933888986483C7E0425741A0042F510/$FILE/Country_Risk_Management_Guideline.pdf), (Erişim Tarihi:25 Eylül 2014)

### 2.1.3. Ülke Risk Analizi

Ülke risk analizlerinin tarihçesi M.Ö. 4 yüzyıldaki Doğu Akdeniz şehir devletlerin sınır ötesi kredi borçlanmalarına kadar uzanmaktadır<sup>267</sup>. Tarih boyunca varlığını sürdüren ülke risk analizleri önceki yüzyılın ikinci bölümünden itibaren ise değişik yöntemlerde tanımlanmış ve incelenmiştir<sup>268</sup>.

Günümüzde ülke risk analizi irdelendiği vakit, ülkelerin karşı karşıya kaldıkları ekonomik ve finansal zorlukların, bu zorluklara ilişkin faktörler ile onların iş ve yatırım ortamlarının yanı sıra ekonomi politikalarındaki etkilerinin araştırılmasına odaklanılması bakımından, ekonomi ve finans alanları içerisinde önemli bir araştırma konusu olarak geliştiği görülmektedir<sup>269</sup>.

Günümüzde ülkelerin risk durumunun araştırılması ve ortaya konulması noktasında küresel çapta faaliyet gösteren birçok uluslararası kuruluşun varlığı söz konusudur. Sermayenin küreselleşmesi ve ülkelerin liberalleşmesine bağlı olarak, bu kuruluşlar tarafında profesyonelce yapılan ülke risk analizleri uluslararası ekonomi çevreleri ile sermayedarlar tarafından dikkatle ve yakından takip edilmektedir.

### 2.1.4. Risk Analizi Yapan Kuruluşlar ve Ülke Risk Puanları

1980'lerin başındaki üçüncü dünya borç krizinden beri ülke risk analizi (derecelendirme) yapan kuruluşların sayısı oldukça artmıştır<sup>270</sup>. Bu kuruluşların başında Moody's, Standard and Poor's, Fitch, Coface, Euromoney, Hermes, Institutional Investor, Economist Intelligence Unit ve International Country Risk Guide gibi ticari kuruluşlar ile resmi bir kuruluş olan OECD gelmektedir.

<sup>267</sup> (Ed) Ronald L. Solberg, **Country -Risk-Analysis A Handbook**, London and New York: Routledge, Taylor and Francis Group, 1992, p. 10

<sup>268</sup> Sankarshan Basu, "Country Risk Analysis in Emerging Markets: The Indian Example", **Indian Institute of Management Bangalore**, Working Paper No: 326, 2011, p. 4, pp. 1-16

<sup>269</sup> (Man. Ed) Panos M. Pardalos, (Ed) Combinatorial Optimization: Ding-Zhu Du, Edited By Kyriaki Kosmidou, Michael Doumpos, Constantin Zopounidis, **Country Risk Evaluation**, New York: Springer Science + Business Media, LLC, 2008, p. 1

<sup>270</sup> Suhejla Hoti, "The International Country Risk Guide: An Empirical Evaluation", p.2, pp.1-6, [http://www.mssanz.org.au/MODSIM03/Volume\\_03/B09/04\\_Hoti\\_International.pdf](http://www.mssanz.org.au/MODSIM03/Volume_03/B09/04_Hoti_International.pdf), (Erişim Tarihi: 28 Eylül 2014)

Risk analizi yapan bu kuruluşlar, karma bir risk derecesi elde etmek amacıyla politik, ekonomik, finansal risklerin alternatif ölçümleri hakkında bilgileri toplayarak, nitel ve nicel ülke risk puanlarını hazırlamaktadırlar<sup>271</sup>.

#### **2.1.4.1. Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Risk Analizi**

Ülke riski denilince akla ilk gelen kuruluşlar olan KDK'lar ile ilgili genel bilgiler birinci bölümde ifade edilmişti. Bu bölümde Kredi derecelendirme sistemi ve üç büyüklerin kredi derecelendirme ve ülke risk değerlendirme yönetmeleri incelenecektir.

##### **2.1.4.1.1. Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Kredi Derecelendirme**

KDK'ların finansal sistem içerisinde faaliyetlerini etkin bir şekilde yürütmelerine yardımcı olan en önemli araçları verdikleri kredi derecelendirmeler ya da diğer bir ifadeyle kredi notlarıdır. Günümüzün küreselleşen dünyasında mevcut bilginin büyük çoğunluğunda yatırımcılara bazı yönlendirmeler sunarak bağımsız risk değerlendirmelerinden daha fazlasını sağlayan kredi derecelendirmeler, belirli bir menkul, finansal araçlar ya da borç yükümlülükleri hususunda ve ya bir varlık olarak borçlunun kredibilitesinin değerlendirilmesidir<sup>272</sup>. Başka bir ifadeyle kredi derecelendirmeler, borçlanmak isteyen kuruluş ve kişilerin finansal yükümlülüklerini gerçekleştirip gerçekleştirmeyeceklerini kestirilmesinde kullanılan, işletme ya da kişilerin evvelki ve şimdiki nitel ve nicel verileri temel alınarak yapılan sınıflandırma sistemleridir<sup>273</sup>.

KDK'lar, işletmelerin ve ülkelerin performansları, mali durumları gibi hassas konularda risk puanları (notlar) vererek yatırımcılara yol göstermektedirler. Söz konusu puanların en yükseği “AAA”, en düşüğü ise, “D”’dir. İşletmeler ve ülkeler tarafından ihraç edilen tahvillerin arzu edilen seviyede talep görebilmesi ve

<sup>271</sup> Hoti and McAleer, a.g.e., p. 541

<sup>272</sup> Gerard Caprio, a.g.e., [http://proquestcombo.safaribooksonline.com/book/finance/9780123978738/ii-key-market-institutions-and-infrastructure-in-global-finance/chp035\\_html](http://proquestcombo.safaribooksonline.com/book/finance/9780123978738/ii-key-market-institutions-and-infrastructure-in-global-finance/chp035_html) (Erişim Tarihi: 25 Mayıs 2014)

<sup>273</sup> Yazıcı, a.g.e., s. 2.

faizinin düşük olabilmesi için alınan kredi notlarının en az BBB ve yahut aynı seviyede karşılığı olan Baa3 düzeyinde olması gerekmektedir<sup>274</sup>.

KDK'lar kredi derecelendirmesi yaparken temel olarak aşağıdaki iki yeterlilik düzeyini anlamaya ve saptamaya çalışmaktadırlar<sup>275</sup>:

- Objektif yeterlilik; ilgili işletme ya da kuruluşun varlıklarının ve onların finansmanında kullanılan kaynakların yapısıdır.
- Sübjektif yeterlilik; ilgili işletme ya da kuruluşun objektif yeterlilik kadar sübjektif yeterlilik bakımından değerlendirilmesi gerekir.

**Tablo 2.1. (12) Derecelendirmeler ve Tanımları**

S&P ve Fitch/Moody's		Tanımları
Yatırım Sınıfı	AAA/Aaa	Mali taahhütleri karşılamak için son derece güçlü kapasite. En yüksek derecedir.
	AA/Aa	Mali taahhütleri karşılamak için çok güçlü kapasite
	A/A	Mali taahhütlerini karşılamak için güçlü kapasite, fakat olumsuz ekonomik koşullara ve şartlara karşı biraz duyarlı
	BBB/Baa	Mali taahhütlerini karşılamak için yeterli kapasite, fakat olumsuz ekonomik koşullara karşı daha fazla maruz.
Spekülatif Sınıf	BB/Ba	Yakın vadede daha az hassas fakat olumsuz ticaret, finans ve ekonomik koşullara karşı önemli belirsizlikler ile yüz yüzedir.
	B/B	Olumsuz ticaret, finans ve ekonomik koşullara karşı daha savunmasız fakat halen mali taahhütlerini karşılamaya sahip kapasite
	CCC/Caa	Mali taahhütlerini karşılamada ticari, finansal ve ekonomik koşulların olumlu olması noktasında şu anda savunmasız ve bağımlıdır.
	CC/Ca	Şu anda son derece savunmasızdır.
	C/C	İflas talep etmiş ve ya benzer alınan kararlardan dava açılmış fakat ödemelerinin mali taahhütleri devam etmektedir.
	D/-	Mali taahhütlerinde başarısızdır.

**Kaynak:** Flávia Cruz de Souza Murcia, Fernando Dal-Ri Murcia, Suliani Rover, José Alonso Borba (2014). "The Determinants of Credit Rating: Brazilian Evidence" , **BAR, Rio de Janeiro**, v. 11, n. 2, art. 4, p.192, pp. 188-209, Apr./June

S&P ile Fitch ajansları AA'dan CCC'ye sınıflama, derecelendirme kategorilerinde görelî konumu göstermek için negatif (-) ve pozitif (+) işaretler ile

<sup>274</sup> (Mahfi Eğilmez) <http://www.mahfiegilmez.com/2014/04/bir-ekonominin-kredi-ve-risk-derecesi.html>, (Erişim Tarihi:14 Eylül 2014)

<sup>275</sup>Sayılgan, a.g.e., s. 115



değiştirilerek vurgulanır. Bu işaretler aynı zamanda geleceğe ilişkin beklentilerinde yansıtılmasıdır<sup>276</sup>.

Örneğin, S&P ve Fitch tarafından “*BBB* – “ kredi notu verilmiş bir ekonomiyle “*BBB*” verilmiş bir ekonomi arasında ayırım vardır ve “*BBB*” notu verilmiş ekonomi “*BBB* – “ notu verilmiş ekonomiyle aynı not derecesine sahip olmasına rağmen daha sağlamdır demektir<sup>277</sup>.

Moody’s (2013) notlarının sınıflaması kategori içindeki her bir derecelendirmenin görelî konumunu göstermek için ise, sırasıyla Aa’dan, Caa’ya her bir kategori için 1,2 ve 3 numaralarının eklenmesiyle ayrıca değiştirilebilir<sup>278</sup>.

Türkiye’nin 2014 sonu itibariyle, “üç büyükler” olarak anılan kredi derecelendirme kuruluşlarından ilki olan Fitch tarafından verilen uzun vadeli yabancı para cinsinden kredi notu yatırım yapılabilir seviye olan BBB-, görünümü durağandır<sup>279</sup>. Diğer iki büyük kuruluş olan Moody’s ’in verdiği kredi notu yatırım yapılabilir seviye olan Baa3<sup>280</sup>, görünümü negatif<sup>281</sup>, son olarak Standard and Poor’s ’un verdiği kredi notu ise, BB+, görünümü de negatiftir<sup>282</sup>.

#### 2.1.4.2. Uluslararası Risk Analizi Yapan Ticari Kuruluşlar

Kredi derecelendirme kuruluşları dışında ülke riski analizi yapan ve küresel çapta ağırlığı olan ticari kuruluşlar da söz konusudur.

##### 2.1.4.2.1. Coface

Makroekonomik, politik ve finansal temelde 160 ülkenin risk analizini yapan Coface<sup>283</sup>, bu ülkelerdeki işletmelerin temerrüt ödemelerinin ortalama

<sup>276</sup>(Mahfi Eğilmez) “Reyting Nedir, Ne İşe Yarar?”, **Kendime Yazılar**, <http://www.mahfiegilmez.com/2012/03/rejting-nedir-ne-ise-yarar.html>, (Erişim Tarihi: 12 Eylül 2014)

<sup>277</sup>(Mahfi Eğilmez) <http://www.mahfiegilmez.com/2014/04/bir-ekonominin-kredi-ve-risk-derecesi.html>, (Erişim Tarihi:14 Eylül 2014)

<sup>278</sup>Murcia & Murcia et al, a.g.e., p. 193

<sup>279</sup> (ntvmsnbc) <http://www.ntvmsnbc.com/id/25507922/>, (Erişim Tarihi: 12 Eylül 2014)

<sup>280</sup>(The Walt Street Journal) <http://www.wsj.com.tr/article/SB10001424052702303789004580073540342545762.html>, (Erişim Tarihi: 12 Eylül 2014)

<sup>281</sup> (CNN Türk) <http://www.cnnturk.com/haber/ekonomi/turkiye/moodys-turkiyenin-not-gorunumunu-dusurdu>, (Erişim Tarihi: 12 Eylül 2014)

<sup>282</sup> (Big Para ) <http://www.bigpara.com/haber-detay/gundem/standard---poorstan-not-aciklamasi/948836/>, (Erişim Tarihi: 12 Eylül 2014)

<sup>283</sup> (Coface) <http://www.coface.com/Economic-Studies-and-Country-Risks>, (Erişim Tarihi: 28 Eylül 2014)

risklerini değerlendirmektedir<sup>284</sup>. Coface bu değerlendirmelerini artan bir şekilde, A1, A2, A3, A4, B, C, D olmak üzere yedi risk seviyesi üzerinden yapmaktadır<sup>285</sup>. Yani Coface tarafından verilen en iyi not "A1" çok iyi anlamına gelirken, verilen en kötü not olan "D" çok kötü anlamı taşımaktadır.

Coface tarafından verilen notların anlamları daha geniş şekilde aşağıdaki gösterilmektedir<sup>286</sup>:

- A1: İş ortamı çok iyidir. Kurumsal mali bilgiler mevcut ve güvenilirdir.
- A2: İş ortamı iyidir. Mümkünse, kurumsal mali bilgiler güvenilirdir.
- A3: İş ortamı nispeten iyidir. Her zaman mevcut olmasada, kurumsal mali bilgiler genellikle güvenilirdir.
- A4: İş ortamı kabul edilebilir düzeydedir. Kurumsal mali bilgiler bazen ne mevcuttur, ne de yeterince güvenilirdir.
- B: İş ortamı vasattır. Kurumsal mali bilginin güvenilirliği ve kullanılabilirliği genellikle değişmektedir.
- C: İş ortamı zordur. Kurumsal mali bilgi genellikle güvenilirmez olduğundan çoğu zaman kullanılmaz.
- D: İş ortamı çok zordur. Kurumsal mali bilgi genellikle güvenilirmez olduğundan çok nadir kullanılabilir.

<sup>284</sup>Yves Zlotowski, **Global Economic Overview**, March, 2014, p.13, <http://www.coface.com.co/content/download/78195/916187/file/YVES+ZLOTOWSKI+-+Country+Risk+Overview++Mar2014+latam.pdf> (Erişim Tarihi:28 Eylül 2014)

<sup>285</sup> Romina Bandura, "A Survey of Composite Indices Measuring Country Performance: Update 2008", New York: A UNDP/ODS Working Paper, United Nations Development Programme, 2008, February, p. 17

<sup>286</sup>Ciomas Cristina, Văidean Viorela-Ligia, Man" a Stefan and Moldovan Florina Aurica, "Aspects Regarding The Country Risk And Its Rating", *Economic Science Series*, Vol: 18, Issue: 1, 2009, p. 131, pp. 126-132.

**Tablo 2.2. (13) Coface 2014 Ülke Riski ve İş İklimi Değerlendirmesi  
(Gelişmekte Olan Ülkeler)**

Ülke Risk Değerlendirmesi	2011	2012	2013				2014	İş İklimi
<b>Gelişmekte olan Avrupa</b>	Ocak	Ocak	Ocak	Mart	Haziran	Eylül	Şubat	
Polonya	A3	A3	A3	A3	A3	A3	A3	A2
Slovakya	A3	A3	A3	A3	A3	A3	A3	A2
Slovenya	A2	A2	A3	A3	A4	A4	A4	A2
Çek Cumhuriyeti	A2	A2	A3	A3	A4	A4	A4	A2
Türkiye	A4	A4	A4	A4	A4	A4	A4	A4
Letonya	B	B	B	B	B	B	B	A3
Macaristan	A4	B	B	B	B	B	B	A2
Romanya	B	B	B	B	B	B	B	A4
<b>Bağımsız Devletler Topluluğu</b>								
Kazakistan	B	B	B	B	B	B	B	B
Rusya	B	B	B	B	B	B	B	B
Ukrayna	D	D	D	D	D	D	D	C

**Kaynak:** Yves Zlotowski, *Global Economic Overview*, Coface, March, 2014, p.13

Tablo 2.2. 'deki Coface 2014 ülke riski değerlendirme raporuna göre gelişmekte olan ülkeler kategorisi içerisinde yer alan Türkiye'nin risk puanının A4 seviyesinde olduğu görülmektedir. "A4" puanı zaten düzensiz bir ödeme kaydının bozulan siyasi ve ekonomik bir çevre tarafından daha da kötüleşebileceği anlamına gelmektedir<sup>287</sup>. Coface'e göre Türkiye'nin zayıf yönlerini, yetersiz yurtiçi tasarruflar, cari işlemler açığı, tekrarlayan siyasi gerilimler ve bölgesel kaynaklı siyasi sorunlar gibi faktörler oluşturmaktadır<sup>288</sup>.

#### 2.1.4.2.2. Euromoney

Euromoney bir ülke içindeki risk değişkenleri hakkında uzman raporu oluşturmaya çalışarak ve nitel bir modeli alarak küresel iş ilişkileri ve benzerinde yaşanan riskler, doğrudan yatırım kaybetme riski ve bir tahvil üzerindeki temerrüt riski gibi bir ülke ile ilgili yatırım risklerini değerlendirmektedir<sup>289</sup>.

Euromoney risk analizini dokuz bireysel değişkene dayandırmaktadır<sup>290</sup>; politik risk (%25), ekonomik veriler (%25), borç göstergeleri (%10), ertelenmiş ve

<sup>287</sup>Bandura, a.g.e., p. 17

<sup>288</sup>(Coface) <http://www.coface.com/Economic-Studies-and-Country-Risks/Turkey>, (Erişim Tarihi: 28 Eylül 2014)

<sup>289</sup>(EuroMoney) <http://www.euromoney.com/Poll/10683/PollsAndAwards/Country-Risk.html>, (Erişim Tarihi: 28 Eylül 2014)

<sup>290</sup>Oetzel, Bettis and Zenner, a.g.e., p. 133

ya temerrüt borçları (%10), kredi derecelendirme (%10), banka finansmanına erişim (%5), kısa vadeli finansmana erişim (%5) ve sermaye piyasalarına erişim (%5).

### 2.1.4.2.3. Hermes

Ülke riskini analiz eden uluslararası kuruluşlardan bir diğeri olan Hermes 'in ülke riski derecelendirmesi, ekonomik dengesizlikler, iş ortamının kalitesi ve siyasi tehlikelerin ihtimali üzerinden en yüksek "AA", en düşük "D" puanları verilmek üzere altı seviye göstergesinde yapılmaktadır<sup>291</sup>.

Aşağıdaki tabloda Hermes 'in Haziran 2014 tarihli ülke risk İncelemesinden seçilen 7 Avrupa ülkesinin risk durumları gösterilmektedir. Bu araştırmaya göre Türkiye'nin ülke risk puanı hassas seviyeyi gösteren "C" seviyesindedir.

**Tablo 2.3. (14) Hermes Haziran 2014 Ülke Riski İncelemesi (6 Avrupa Ülkesi)**

Ülke	Orta Vade Puanı (Ülke Sınıflandırması)	Kısa Dönem Puanı (Ülke Risk Seviyesi)
Türkiye	C	Hassas
Almanya	AA	Düşük
Yunanistan	B	Hassas
Polonya	BB	Düşük
Fransa	AA	Düşük
Macaristan	B	Orta
İtalya	A	Orta

**Kaynak:** Euler Hermes, **Euler Hermes Country Risk Ratings**, June, 2014, p.2-3-4-5, p.1-5, [http://www.eulerhermes.dk/economic-research/Documents/Country%20Risk%20Ratings%20Overview\\_june%202014.pdf](http://www.eulerhermes.dk/economic-research/Documents/Country%20Risk%20Ratings%20Overview_june%202014.pdf), (Erişim Tarihi: 29 Eylül 2014)

Hermes 'in Türkiye hakkındaki risk değerlendirmesine daha yakından bakıldığında ülkenin notunun 29 Eylül 2014 tarihi itibariyle "C3" olduğu görülmektedir<sup>292</sup>. Kuruluşun bu puanın verilmesindeki nedenlere bakmakta fayda vardır.

<sup>291</sup>(Euler Hermes) <http://www.eulerhermes.com/economic-research/our-methodologies/Pages/methodologies.aspx>, (Erişim Tarihi: 29 Eylül 2014)

<sup>292</sup>(Euler Hermes) <http://www.eulerhermes.com/economic-research/country-reports/Pages/Turkey.aspx>, (Erişim Tarihi: 29 Eylül 2014)

Söz konusu değerlendirmede ülkenin güçlü yönleri olarak, kamu maliyesi, yeterli iş ortamı, genelde sağlam olan finansal bankacılık sektörü ile iyi eğitilmiş işgücü ve rekabetçi ekonomi gibi faktörler gösterilirken, zayıf yönleri olarak, hızlı ve devamlı bir şekilde özel sektör kredi büyümesi, iç ve dış şoklara karşı döviz kuru açığı ve iç meseleler gösterilmektedir<sup>293</sup>.

#### 2.1.4.2.4. Institutional Investor

Institutional Investor kredi derecelendirmeleri, 0-100 arasında (100 maksimum kredibilitiyi temsil etmektedir) bir skala üstünden her bir ülke oranının sorulması yoluyla, önde gelen uluslararası bankacıların anketine dayanır<sup>294</sup>.

#### 2.1.4.2.5. Economist Intelligence Unit (EIU)

Economist Intelligence Unit, aylık ülke raporları, beş yıllık ülke ekonomik tahminleri, ülke riski servis raporları ve sanayi raporları gibi araştırma ve analiz yoluyla tahmin ve danışmalık hizmetleri sağlayarak The Economist Group bünyesindeki bağımsız bir kuruluştur<sup>295</sup>.

100 gelişmekte olan piyasa ve 20 OECD ülkesi için hizmet veren kuruluşun risk puanları, "AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C, D" olmak üzere 0-100 arasında ölçülmektedir<sup>296</sup>. Bu derecelendirmede ülke riskleri 0'dan 100'e doğru artış göstermektedir.

Kuruluşun ülke risk değerlendirmesinde verdiği puanların detaylı açıklaması aşağıdaki gibidir<sup>297</sup>:

➤ AAA: borçlarını ödemede kapasite ve yükümlülüğü hiçbir öngörülebilir koşul altında söz konusu değildir.

<sup>293</sup>(EulerHermes)<http://www.eulerhermes.com/economic-research/country-reports/Pages/Turkey.aspx>, (Erişim Tarihi: 29 Eylül 2014)

<sup>294</sup>Claude B. Erb, Campbell R. Harvey, Tadas E. Viskanta, " Political Risk, Economic Risk, and Financial Risk ", **Social Science Research Network**, Fuqua School of Business Working Paper No: 9606, May 6, 1996, p. 6

<sup>295</sup> (Wikipedia) [http://en.wikipedia.org/wiki/Economist\\_Intelligence\\_Unit](http://en.wikipedia.org/wiki/Economist_Intelligence_Unit), (Erişim Tarihi: 30 Eylül 2014)

<sup>296</sup> (The Economist) <http://store.eiu.com/article.aspx?productid=730000273&articleid=87293393>, (Erişim Tarihi: 30 Eylül 2014)

<sup>297</sup> Economist Intelligence Unit, "**Country Risk Service-Sovereign risk Ratings and Analysis for 120 Countries**", p.2, pp.1-2, [https://www.schwab.wallst.com/retail/research/resources/pdf/EIUCountryRiskServiceOverview.pdf?YY Y101\\_z5K6INmijHnPw1uFe+r9iOiBj1Gw2PL0WddmiiL4hRwLHJnavg7xTQaSii4zR1rH](https://www.schwab.wallst.com/retail/research/resources/pdf/EIUCountryRiskServiceOverview.pdf?YY Y101_z5K6INmijHnPw1uFe+r9iOiBj1Gw2PL0WddmiiL4hRwLHJnavg7xTQaSii4zR1rH), (Erişim Tarihi:17 Kasım 2014)

- AA: borçlarını ödemede kapasite ve yükümlülüğü söz konusu değildir.
- A: Borçlarını ödemede kapasite ve yükümlülüğü güçlüdür.
- BBB: Halen, borçlarını ödemede kapasite ve yükümlülüğü ekonomi iklimindeki değişikliklere biraz duyarlıdır.
- BB: Halen, borçlarını ödemede kapasite ve yükümlülüğü ekonomi iklimindeki değişikliklere duyarlıdır.
- B: Halen, borçlarını ödemede kapasite ve yükümlülüğü ekonomi iklimindeki değişikliklere çok duyarlıdır.
- CCC: Borçlarını ödemede tartışılabilir kapasite ve yükümlülük. Düzensiz ödeme kaydı vardır.
- CC: borçlarını ödemede biraz zayıf kapasite ve yükümlülük. Düzensiz ödeme kaydı ve bir kısım borçlarında temerrütte düşme ihtimali vardır.
- C: borçlarını ödemede zayıf kapasite ve yükümlülük. Düzensiz ödeme kaydı ve borçlarının önemli bir kısmının ödenmesi noktasında temerrütte düşme ihtimali vardır.
- D: borçlarını ödemede çok zayıf kapasite ve yükümlülük. Kötü ödeme kaydı ve borçlarının önemli bir kısmının ödenmesi noktasında şu sıralarda temerrütte düşmüş durumdadır.

**Tablo 2.4. (15) EIU Türkiye Genel Risk Görünümü (Haziran 2014)**

Egemenlik R	Döviz R.	Banka Sektörü R.	Politik R.	Yapısal Ekonomik R.	Ülke R.
BB	<b>B</b>	<b>BB</b>	<b>BB</b>	<b>BB</b>	<b>BB</b>

**Kaynak:**EIU,

<http://country.eiu.com/article.aspx?articleid=1822271366&Country=Turkey&topic=Risk&subtopic=Credit+risk&subsubtopic=Overview>, (Erişim Tarihi: 2 Ekim 2014)

Tablo 2.4’de EIU’nun Haziran 2014 tarihi itibariyle Türkiye için genel risk değerlendirme puanları görülmektedir. Yine aşağıdaki tablo 2.5.’de 30 Eylül 2014 tarihi itibariyle ülke risk görünümü puanları gösterilmektedir.

**Tablo 2.5. (16) EIU Türkiye Risk Görünümü (30 Eylül 2014)**

Risk Değerleri	Güncel Değerlendirme	Güncel Puan	Önceki Değerlendirme	Önceki Puan
Genel değerlendirme	C	47	C	47
Güvenlik riski	C	46	C	46
Siyasi istikrar riski	C	55	C	55
Hükümetin etkinliği riski	D	64	D	64
Hukuk ve mevzuat riski	C	48	C	48
Makroekonomik risk	C	50	C	50
Dış ticaret ve ödemeler riski	B	29	B	29
Finansal Risk	C	46	C	46
Vergi politikası riski	B	38	B	38
İşgücü piyasa riski	C	54	C	54
Altyapı riski	C	44	C	44

**Kaynak:**EIU, [http://viewswire.eiu.com/index.asp?layout=RKcountryVW3&country\\_id=1450000145](http://viewswire.eiu.com/index.asp?layout=RKcountryVW3&country_id=1450000145),

(Erişim Tarihi: 30 Eylül 2014)

\* (Not: En riskli Puan: E;100)

#### 2.1.4.2.6. International Country Risk Guide (ICRG)

ICRG Ocak 1984 bu yana aylık bazda 90 ülke için politik, ekonomik, finansal ve karma risk derecelendirmeleri derlemektedir<sup>298</sup>. ICGR derecelendirmesi, politik, ekonomik ve finansal olmak üzere üç alt kategoride 22 değişkeni içermektedir<sup>299</sup>.

#### 2.2. Kredi Türevleri

Kredi türevlerinin son yılların en önemli ve en başarılı finansal yeniliği olduğu iddia edilebilir.<sup>300</sup> Taşındığı bütün risklere karşın kredi türevleri finansal sektörün çok hızlı bir biçimde büyümesine katkı sağlamaktadır<sup>301</sup>.

Yalın bir ifadeyle kredi türevleri, tahvil ya da kredi gibi varlıkların kredi risklerini ayırmada kullanılır<sup>302</sup>. Daha geniş bir tanımla ise kredi türevleri, çift

<sup>298</sup> Hoti, a.g.e., p. 2

<sup>299</sup> International Country Risk Guide, “**International Country Risk Guide Methodology**”, p.1, pp.1-17, <http://www.prsgroup.com/wp-content/uploads/2012/11/icrgmethodology.pdf>, (Erişim Tarihi: 28 Eylül 2014)

<sup>300</sup> Viral V. Acharya and Timothy C. Johnson, “Insider Trading in Credit Derivatives”, **Journal of Financial Economics**, 84, 2007, p. 111, pp. 110–141

<sup>301</sup> Azize Demet Vardareri ve Gülten Dursun, “Finansal Kriz, Yansımaları ve Değişimin Zorunluluğu”, **Econ Anadolu 2009: Anadolu International Conference in Economics**, June 17-19, Eskişehir, 2009, s. 12, ss. 1-37

tarafli sözleşmeler vasıtasıyla, iki taraf arasında, bir referans varlık üzerinden, kredi riskinin transfer edilmesini sağlayan finansal araçlardır<sup>303</sup>. Bu finansal araçların ödemeleri hisse senedi çıkartan işletme ve ya işletmelerin, kredi kalitesindeki bir değişikliğe, bir şekilde tabidir<sup>304</sup>.

Kredi türev pazarları yatırım bankaları ve geniş para merkezli ticari bankalar tarafından 1990'ların başlarında geliştirilmiştir<sup>305</sup>. Bu pazarların dünya çapındaki gelişimine bakıldığında olağanüstü bir büyüme performansı kaydettikleri görülmektedir<sup>306</sup>. Kredi türev pazarların küresel ölçekte en aktif olduğu merkezler arasında New York ve Londra'yı göstermek mümkündür<sup>307</sup>.

Bu iki önemli uluslararası finans merkeziyle birlikte dünyanın geri kalan finansal merkezlerindeki kredi türev pazarlarında Basel Antlaşması çerçevesinde sermaye ihtiyaçlarını yönetme ve riski çeşitlendirmek ile dağıtmak ve de ek kazanç elde etme dürtüsüyle kendi aralarında kredi riski ticareti yapan, sigorta işletmeleri ve bankalar hâkimdir<sup>308</sup>.

### 2.2.1. Kredi Türev Araçları

Kredi türevlerinin iki önemli kategorisi bulunmaktadır<sup>309</sup>; Teminatlandırılmış borç yükümlülükleri (CDO) ve kredi temerrüt swaplarıdır (CDS).

<sup>302</sup> (Ed) Mathias Dewatripont, Xavier Freixas and Richard Portes, **Macro Economic Stability and Financial Regulation: Key Issues for the G 20**, Hendrik Hakenes and Isabel Schnabel, "The Regulation of Credit Derivative Markets.", London: Center for Economic Policy Research, 2009, p. 114, pp. 113-128.

<sup>303</sup> Xinhua Hu and Zhongxing Ye, "Valuing Credit Derivatives in a Jump-Diffusion Model", **Applied Mathematics and Computation**, 190, 2007, p. 627, pp. 627-632.

<sup>304</sup> Roxana Angela Calistru, "The Credit derivatives market a Threat to Financial Stability?", **Procedia - Social and Behavioral Sciences**, 58, 2012, p. 552, pp. 552 - 559.

<sup>305</sup> Gregory R. Duffee and Chunsheng Zhou, "Credit derivatives in Banking: Useful Tools for Managing Risk?", **Journal of Monetary Economics**, 48, 2001, p. 26, pp. 25-54.

<sup>306</sup> M. J. Muir, A. Chase, P. S. Coleman, P. Cooper, G. S. Finkelstein, P. Fulcher, C. Harvey, F. R. Pereira, A. Shamash and T. J. D. Wilkins, "Credit Derivatives. Prepared by the Derivatives Working Party of the Faculty and Institute of Actuaries", **British Actuarial Journal**, Volume: 13, Issue: 02, July, 2007, p.186, pp. 185 - 236.

<sup>307</sup> Pascal Francois and Georges Hübner, "Credit Derivatives with Multiple Debt Issues", **Journal of Banking & Finance**, 28, 2004, p.998, pp. 997-1021

<sup>308</sup> Mark C. Freeman, Paul R. Cox and Brian Wright, "Credit risk Managment -The Use of Credit Derivatives by non-financial Corporations", **Managerial Finance**, Vol: 32 No: 9, 2006, p.762, pp. 761-773

<sup>309</sup> Calistru, a.g.e., p. 552



### 2.2.1.1. CDO

Teminatlandırılmış borç yükümlülükleri (CDO), ticareti son yıllarda uluslararası kredi pazarlarındaki en önemli gelişmelerden birisidir<sup>310</sup>. CDO'ların küresel pazarına göz atıldığında bu araçların küresel ihraç stokunun 1997-2006 yılları arasında 300 milyon Amerikan dolarından, yaklaşık 2 trilyon Amerikan dolarına çıkarak olağanüstü bir büyüme kaydettiği görülmektedir<sup>311</sup>.

CDO tanım olarak, ortak bir havuz altında olan, geleneksel bir menkul ürün arasından, varlıkların tipik olarak daha küçük bir miktarını içeren, menkul kıymetleştirilebilecek, yapılandırılmış finansal araçların belli bir türüdür<sup>312</sup>.

Tipik bir CDO yapısı, transferi mümkün kılmak için özel olarak oluşturulan özel amaçlı bir şirkete (SPV), kaynak kurumdan belli başlı bir varlık havuzuyla ilişkilendirilmiş kredi riskinin transferini içermektedir<sup>313</sup>.

### 2.2.1.2. CDS

İlerleyen kısımlarda kredi temerrüt swapları (CDS) daha detaylı inceleneceğinden, bu kısımda kısaca tanıtılacaktır. 1997 yılında JP Morgan tarafından piyasaya sürülen CDS'ler<sup>314</sup> en önemli ve en yaygın kullanılan tek varlığa dayalı kredi türevleridir<sup>315</sup>.

CDS'ler tanımlanacak olunursa, borç yükümlülükleri üzerindeki bir borçlu temerrüdü olayında alacaklılar tarafından maruz kalınan kayıplara karşı bir sigorta sözleşmesidir<sup>316</sup>. Daha geniş bir tanımla CDS'ler, bir koruma alıcısının, bir koruma satıcısından bir referans yükümlülüğünün ya da belirtilen başka bir kredi olayının temerrüttü üzerinden koşullu bir ödeme koruması için, ona periyodik bir ücret

<sup>310</sup> Daniel Rösch and Harald Scheule, "Credit Rating Impact on CDO Evaluation", **Global Finance Journal**, 19, 2009, p. 235, pp. 235–251.

<sup>311</sup> Yongheng Deng, Stuart A. Gabriel and Anthony B. Sanders, "CDO Market Implosion and the Pricing of Subprime Mortgage-Backed Securities", **Journal of Housing Economics**, 20, 2011, p.68, pp.68–80

<sup>312</sup> Hans N.E. Byström "The Microfinance Collateralized Debt Obligation: A Modern Robin Hood?", **World Development**, Vol: 36, No: 11, 2008, p.2112, pp. 2109–2126

<sup>313</sup> Moorad Choudhry, **Fixed-Income Securities and Derivatives Handbook**, Second Edition, New Jersey: Bloomberg Press, 2010, <http://proquestcombo.safaribooksonline.com/book/personal-investing/9780470911112/part-two-selected-cash-and-derivative-instruments/toc101?uicode=karade>, (Erişim Tarihi: 11 Ekim 2014)

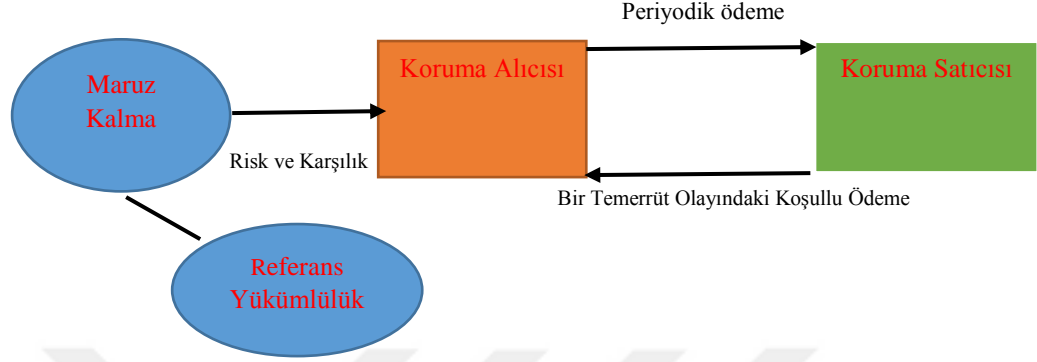
<sup>314</sup> Calistru, a.g.e., p. 553

<sup>315</sup> Xinhua Hu and Zhongxing Ye, a.g.e., p. 628

<sup>316</sup> Patrick Bolton and Martin Oehmke, "Strategic Conduct in Credit Derivative Markets", **International Journal of Industrial Organization**, 31, 2013, p. 652, pp. 652-658

ödemesi suretiyle, iki karşı taraf arasında gerçekleşen, ikili taraflı bir sözleşmedir<sup>317</sup>.

**Şekil 2.1. (1) Kredi Temerrüt Swapları (CDS)**



**Kaynak:** Paul Van der Maas, "Active Loan Portfolio Management through the Use of Credit Derivatives", **Balance Sheet**, Vol: 9 Iss: 1, 2001, p.48, pp. 47 - 52

Bu yönüyle CDS'ler, taraflar arasındaki iki ödemenin takasını içermektedir. Bir tarafta CDS ödemesi, diğer tarafta sadece kredi temerrüdünün meydana gelmesi durumunda gerçekleşecek ödemedir<sup>318</sup>.

Genel olarak koruma satıcısı bir kredi olayının meydana geldiği tarihi izleyen piyasa değeri ile borcun nominal değeri arasındaki farkı alıcıya telafi etmektedir<sup>319</sup>.

### 2.3. Kredi Riski

Kredi riski finansal pazarlardaki riskin en eski formudur<sup>320</sup>. Bu risk tanım olarak, kısmen ya da tamamen bir borcun ödenmesi noktasında karşı tarafın kusurundan dolayı yaşanan zarar riskidir<sup>321</sup>. Başka bir ifadeyle kredi riski verilen

<sup>317</sup> Paul Van der Maas, "Active Loan Portfolio Management through the Use of Credit Derivatives", **Balance Sheet**, Vol: 9 Iss: 1, 2001, p. 47, pp. 47 - 52

<sup>318</sup> (Ed) Mehmet Kahraman, **Avrasya Etütleri**, Nihat Işık, Tuba Tünen, "Türev Ürünlerinin 2008 Küresel Krizindeki Rolü", Ankara: T.C. Başbakanlık Türk İşbirliği ve Kalkınma İdaresi Başkanlığı, 2011, s. 25, ss. 7-48.

<sup>319</sup> Fathi Abid and Nader Naifar, "Credit Default Swap Rates and Equity Volatility: a Nonlinear Relationship", **The Journal of Risk Finance**, Vol: 7, Iss: 4, 2006, p. 351, pp. 348 - 371

<sup>320</sup> John B. Caouette, Edward I. Altman, Paul Narayanan and Robert Nimmo, **Managing Credit Risk**, Second Edition, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2008, p. XV

<sup>321</sup> Peter Christoffersen, **Elements of Financial Risk Management**, Oxford: Academic Press November, 2011, <http://proquestcombo.safaribooksonline.com/book/finance/9780123744487/12dot-credit-risk-management/navpoint-b978-106106?unicode=karade>, (Erişim Tarihi: 12 Ekim 2014)

kredi için kabul şartları gereğince kredi ödemelerine borçlunun gücünün yetmemesi olasılığıdır<sup>322</sup>.

Aynı zamanda Kredi riski, borçlunun kredi puanı dönüşümünün ve performans kabiliyeti değişikliklerinin neden olduğu borçların piyasa değeri dalgalanmalarından kaynaklanan kayıpların olasılığını da içermektedir<sup>323</sup>.

Bu tanımlardan yola çıkılarak kredi riskinin temelinde borçların geri ödenmemesi probleminin olduğu ileri sürülebilir. Yani borç alanların borçlarını geri ödemeye gücünün yetmemesi ya da bu yöndeki isteksiz davranışları kredi riskini ortaya çıkarmaktadır.

### 2.3.1. Kredi Risk Yönetimi

Kredi risk yönetimi, kredi riskinin tanınması, ölçülmesi, izlenmesi ile kontrolüne dönük yazılı politika ve süreçlerin meydana getirilmesi ve bunların uygulanması aşamalarından vücut bulan bir yapıdır<sup>324</sup>. Bu yapı, risk yönetimi, riski önleme ve risk ölçümünü içermektedir<sup>325</sup>.

Bu kavramlardan ilki olan risk yönetimi, yaşanan ve ya ileride yaşanabilecek risklerin belirlenerek ortadan kaldırılması ve şayet kaldırılamıyorsa azaltılması ya da telafi edilmesi üstüne bina edilmiş bir teknik ile bu tekniğin ulaştığı sanat olarak ifade edilebilir<sup>326</sup>. Risk yönetimin amacı riskleri kontrol etmektir ki, bu kontrol var olan risklerin niceliksel ve niteliksel değerlendirmeleri yapıldığında mümkün olabilmektedir<sup>327</sup>.

<sup>322</sup> Marwan M. Shammot, Mohamed Mohamed Atta, "The Proposed Criteria for Egyptian Commercial Credit Risk Management and Description of a model for Measuring These Risks", **Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research in Business**, May, Vol:3, No:1, 2011, p. 42, pp. 40-63.

<sup>323</sup> Mu Zhanga, Ying Hea, Zong-fang Zhou, "Study on the Influence Factors of High-tech Enterprise Credit Risk: Empirical Evidence from China's Listed Companies", **Procedia Computer Science**, 17, 2013, p. 902, pp. 901 – 910.

<sup>324</sup> Turgay Geçer, "Kredi Sistemi ve Kredi Garanti Programları", İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 11, 21, Bahar 2012 / 1, 2012, s. 219, ss. 215-228

<sup>325</sup> Viorica Ioan, "Credit Risk Management", **International Conference "Risk in Contemporary Economy"**, XIIIth Edition, Galati, Romania, 2012, p. 385, pp. 385-390

<sup>326</sup> Özlem Kırarç, "İMKB Hisse Senetleri Piyasası Kredi Riskinin Farklı Bir Ölçümü", **Yayımlanmamış Doktora Tezi**, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Sayısal Yönetmeler Bilim Dalı, İstanbul, 2011, s. 17

<sup>327</sup> Joël Bessis, **Risk Management In Banking**, Third Edition, West Sussex: John Wiley & Sons Ltd., 2010, p. 37

Kredi risk yönetiminin bir diğer unsuru olan risk önleme ise, risklerin dağıtılması ya da yayılması olarak ifade edilebilecek riski bölme (risk dividing) ile emniyet oluşturmak olmak üzere iki gruba ayrılabilir<sup>328</sup>.

Kredi risk yönetiminin son unsuru risk ölçümüdür. Kredi riskinin ölçülmesinin temelinde ihtimal verilmeyen kayıplara karşı kredilerin bir portföy yaklaşımı ile yönetilmesi ve kredi fiyatlamasının riskleri kapsayacak biçimde düzenlenmesi yatmaktadır<sup>329</sup>.

#### 2.4. CDS

Küresel finans piyasalarında likidite ve ürün çeşitliliğinin artmasına paralel olarak yatırımcıların riskten korunmak için başka finansal araçlara yönelme ihtiyaçları arttığı görülmektedir<sup>330</sup>. Bu noktada bütün kredi türevlerinin yarısından fazlasının oluşturan<sup>331</sup> CDS'ler ön plana çıkmaktadırlar. Zira, CDS'ler, temerrüt riskinin likit ve son derece bilgilendirici araçları olma aşamasında önemli bir gelişme kat etmişlerdir<sup>332</sup>. Bu sözleşmeler aynı zamanda, etkili bir biçimde borçlunun kredi kalitesinin piyasa değerlendirmesini içerdiğinden dolayı dikkatleri oldukça fazla üzerlerine çekmeyi başarmışlardır<sup>333</sup>.

CDS'ler; işletmelerin, finansal kurumların ve ülkelerin karşılaştığı riskler karşısında, ekonomik ve finansal istikrarını gözler önüne koymasından önemli araçlardır. Örneğin, bir bankanın sağlığını, CDS spreadlarına göre ölçülen temerrüt olasılığı ile test ederek, değerlendirmek mümkündür<sup>334</sup>. Benzer şekilde, CDS'ler bir

<sup>328</sup> Ioan, a.g.e., p. 385

<sup>329</sup> Altan Postalıcı, "Kredi Riski ve Türk Bankacılık Sektörünün Kredi Riski Görünümü", **Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Kütahya, 2010, s. 69

<sup>330</sup> Bora Çevik, **Kredi Notları ve CDS İlişkisi Sona mı erdi?**, İş Bankası A.Ş. , İktisadi Araştırmalar Bölümü, 2011, s. 5

<sup>331</sup> Kyle Brandon and Frank A. Fernandez, "Financial Innovation and Risk Management: An Introduction to Credit Derivatives", **Journal Of Applied Finance**, Spring/Summer, 2005, p. 53, pp. 52-63.

<sup>332</sup> Salih Neftci, Andre Oliveira Santos and Yinqiu Lu, "Credit Default Swaps and Financial Crisis Prediction", **National Centre of Competence in Research Financial Valuation and Risk Management**, Working Paper Series, No: 114, 2003, p. 2, pp. 1-17

<sup>333</sup> Chung-Hua Shen and Alex YiHou Huang, " Sovereign Credit Default Swaps vs. Credit Ratings: Evidence from Error Correction Model", **The 2010 Taiwan Econometric Society Annual Meeting**, Howard International House, September 8, 2010, p. 2, pp. 1-30

<sup>334</sup>(Ed) Klaus Düllmann, Heinz Herrmann and Christoph Memmel, **Discussion Paper**, Sebastian Keiler and Armin Eder "CDS Spreads and Systemic Risk - a Spatial Econometric Approach", No: 01, Frankfurt: Deutsche Bundesbank, 2013, p. 1, pp. 1-33.

ülkenin ekonomik sağlığının önemli bir göstergesi olarak da görülebilir<sup>335</sup>. Şöyle ki bu araçlar, finansal piyasalarda, gelişmekte olan ülkelerin risk primi göstergeleri olarak, yaygın olarak kullanılmaktadır<sup>336</sup>. Piyasalarda küresel ekonomi ve ülke ile alakalı belirsizliklerdeki artış; borç senetlerinin üstünden yazılan, yaygın bir biçimde tahvillerin, CDS primlerini de yansıtmaktadır.

#### 2.4.1. CDS Pazarının Fonksiyonu ve Kapasitesi

CDS pazarının ilk ortaya çıktığı 1990'ların başından, bugüne kadarki gelişimine göz atıldığında, muazzam bir büyüme performansı kat ettiğine şahit olunmaktadır. Şöyle ki, bu sözleşmelerin 1997 yılındaki nominal tutarı 180 milyar Amerikan doları iken, 2005 yılına gelindiğinde bu tutar 17 trilyon dolar, 2006 yılında ise 26 trilyon dolar olmuştur<sup>337</sup>. 2007 yılına gelindiğinde CDS pazarının işlem hacmi 62 trilyon dolar gibi zirve bir rakamla dünya GSYH'sinin yaklaşık 1,1 katı büyüklüğe ulaşmıştır<sup>338</sup>.

Bu hızlı büyümenin sebebi olarak, CDS'lerin, piyasa katılımcıları açısından kredi riskini yönetmede bir araç vazifesi görmesi ve kredi türevlerinin ticaretinde likit bir pazar yaratması bakımından işletme tahvillerine göre avantajlı olması gibi faktörler ileri sürülebilir<sup>339</sup>.

Sonraki yıllarda CDS'lerin işlem hacmine göz atıldığında, 2008 küresel krizinin olduğu dönemde, bir düşüş yaşamasına karşın, 40 trilyon dolar olarak gerçekleştiği görülmektedir<sup>340</sup>.

<sup>335</sup> (Ed) Klaus Düllmann, Heinz Herrmann and Christoph Memmel, **Discussion Paper**, Yalın Gündüz and Orçun Kaya, "Sovereign Default Swap Market Efficiency and Country Risk in the Eurozone", No: 08, Frankfurt: Deutsche Bundesbank, 2013, p. 1, pp. 1-40,

<sup>336</sup> Kurmaş Akdoğan, Meltem Gülenay Chadwick, "CDS-Bono Farkı ve Düzeltme Hareketi", **Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası**, Ekonomi Notları, Sayı:01, 12 Ocak, 2012, s. 1, ss. 1-9.

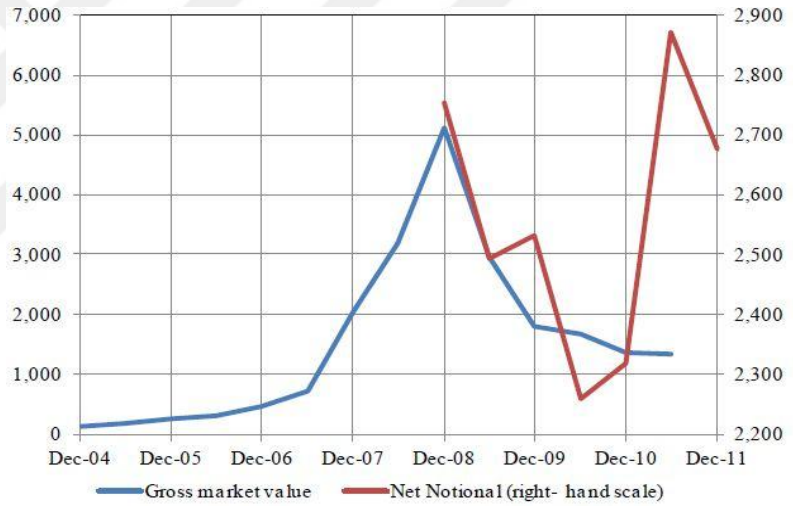
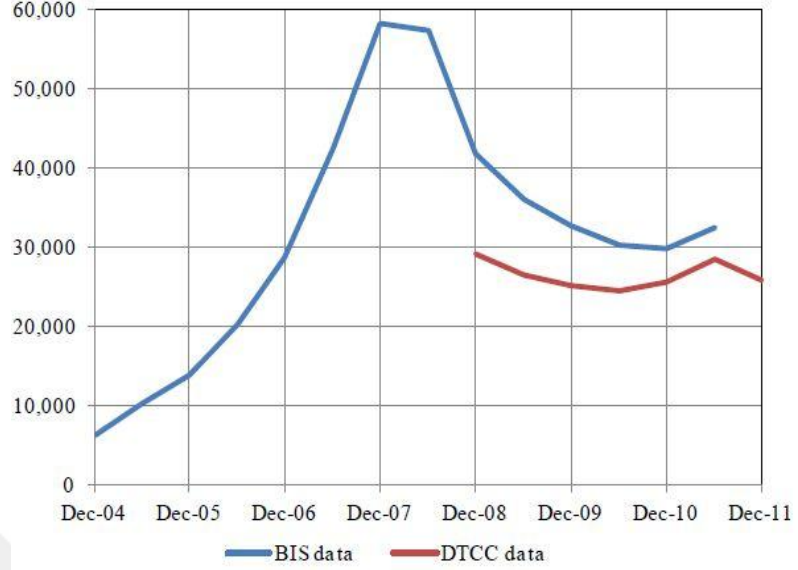
<sup>337</sup> Michael Jacobs, Jr. , Ahmet K. Karagözoğlu and Carissa M. Peluso, "Measuring Credit Risk: CDS Spreads vs. Credit Ratings", **Social Science Research Network**, Working Papers Series, February, 2010, p. 2, pp. 1-31.

<sup>338</sup>Çevik, a.g.e., s. 5

<sup>339</sup> Joshua Slive, Jonathan Witmer and Elizabeth Woodman," Liquidity and Central Clearing: Evidence from the CDS Market" **Bank of Canada**, Working Paper, 38, December, 2012, p. 3, pp. 1-34

<sup>340</sup> Stefano Giglio, "Credit Default Swap Spreads and Systemic Financial Risk", **Job Market Paper**, January, 2011, p. 5, pp. 1-69

Şekil 2.2. (2) CDS Brüt Nominal Pazar Verileri (2004-2011)



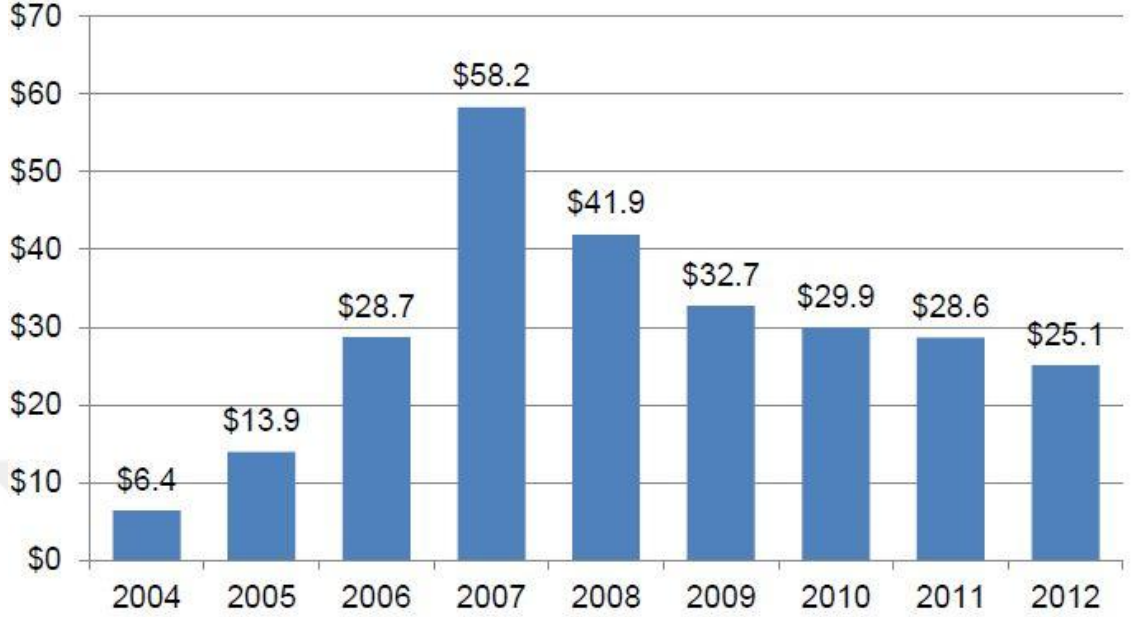
**Kaynak:** OICU-IOSCO, “ **The Credit Default Swap Market Report**”, The Board Of The International Organization Of Securities Commissions, FR05/12, 2012, p.5

2011 yılının sonu itibariyle CDS’lerin brüt nominal tutarının %12,5 ile 25,9 trilyon dolar olarak gerçekleştiğine şahit olunmaktadır<sup>341</sup>. CDS pazarındaki düşüşün 2012 yılında da % 12,7 ile sürdüğü görünmektedir. Bu dönemde CDS’lerin nominal tutarı 22,6 trilyon dolar olarak gerçekleşmiştir<sup>342</sup>.

<sup>341</sup> International Swaps and Derivatives Association, Inc. , “**OTC Derivatives Market Analysis Year-end 2011**”, June, 2012, p. 2, pp. 1-12

<sup>342</sup> International Swaps and Derivatives Association, Inc. , “**OTC Derivatives Market Analysis Year-end 2012**”, June, 2013, p. 3, pp. 1-11

**Şekil 2.3. (3) Çıkarılmış CDS Türevlerinin Yıllık Tutarı (\$tn)**



**Kaynak:** ISDA, “ CDS Market Summary: Market Risk Transaction Activity”, **Research Notes**, October, 2013, p.2, pp.1-7

CDS’lerin üç önemli ekonomik fonksiyonu olduğu ileri sürülebilir<sup>343</sup>:

- Riskten korunma ve kredi riskinin ticareti; CDS’ler, en üst derecedeki riskleri yönetmede çok etkili bir rol oynamaktadır.
- Portföy çeşitlendirmesi; CDS’ler, sektör ya da coğrafi bölgeler arasında yoğunlaşmayı (concentration) azaltma/önlemede kullanılabilir.
- Pazar tamamlanması.

#### 2.4.2. CDS’lerin Yapısı ve İşleyişi

CDS’ler; bankalar, hedge fonları ya da varlık yöneticileri arasındaki kredi riskini basit bir şekilde aktarmak için tasarlanmıştır<sup>344</sup>. CDS’lerin karmaşık yapısı özünde çok yönlü metotları garanti etmektedir<sup>345</sup>. Bir CDS’nin temeli incelendiğinde, bunu bir kredi olayında sözleşmenin son bulması hususunda iki

<sup>343</sup> Sorin Gabriel Anton, “ The Local Determinants Of Emerging Market Sovereign CDS Spreads In The Context Of The Debt Crisis. **An Explanatory Study**”, **Scientific Annals of the Alexandru Ioan Cuza University of Iasi: Economic Sciences Series**, Vol. 2011, Issue LVIII, 2011, p. 43, pp. 41-52.

<sup>344</sup> Gündüz and Kaya, a.g.e., p. 1

<sup>345</sup> Jacobs, Karagözoğlu and Peluso, a.g.e., p. 2

tarafında hemfikir olması konseptinin oluşturduğu görülmektedir<sup>346</sup>. Bu sözleşmeler aynı zamanda temerrüt durumunda tek seferlik bir ödeme için bir ücret değişimini de içermektedir<sup>347</sup>. Açık bir şekilde ifade etmek gerekirse, koruma alıcısı yaşanabilecek bir kredi olayında, koruma satıcısı tarafından yapılacak bir ödemenin karşılığı olarak periyodik bir ön ödeme yapmayı kabul etmektedir<sup>348</sup>. Tanımlanmış bir kredi olayının yaşanması durumunda ise, onu takiben, koruma alıcısı yatırım kaybına karşı telafi olarak bir ödeme almaktadır<sup>349</sup>. Bu şekilde koruma alıcısı kendini güvence altına almış olmaktadır.

Temerrüt ödemeleri, tipik bir borç referans varlığının temerrüdü üzerine oluşacak kayıpların yerine yapılandırılmıştır<sup>350</sup>. Burada geçen referans varlık kavramı, korunacak varlık olarak bilinmektedir<sup>351</sup>. CDS'ler ya belirli bir referans varlıkla (tek imzalı CDS) ya da referans varlıkların portföyü (indeks ya da sepet CDS) ile bağlantılıdır<sup>352</sup>. Bu sözleşmeler tipik bir biçimde beş yıllık vade yapısına sahiptirler<sup>353</sup>.

<sup>346</sup> Wayne Fang, Jordane Giuly, Xin Qiu, Xiaoli Yan, Daoyuan Zhou and Yujia Zhu (2012). "Credit Risk Modeling and CDS Valuation", June 13, p.5, pp.1-29. [https://web.stanford.edu/class/msande444/2012/MS&E444\\_2012\\_Group4.pdf](https://web.stanford.edu/class/msande444/2012/MS&E444_2012_Group4.pdf) (Erişim Tarihi: 26 Kasım 2014)

<sup>347</sup> Andrew Kimber, **Credit Risk-From Transaction to Portfolio Management**, New York: Elsevier Finance, Securities Institute, 2004, p. 143

<sup>348</sup> European Central Bank, **Credit Default Swaps And Counterparty Risk**, Eurosystem, Frankfurt, August, 2009, p. 9

<sup>349</sup> Neil Barve and Michael W. Lee, "Credit Default Swaps in CMBS: An Introduction", **CMBS World**, 2006, p. 22, pp. 22-78.

<sup>350</sup> Kenneth N. Daniels and Malene Shin Jensen, "The Effect of Credit Ratings on Credit Default Swap Spreads and Credit Spreads", **The Journal of Fixed Income**, December, Vol: 15, No: 3, 2005, p. 16, pp. 16-33

<sup>351</sup> Andrew M. Chisholm, **Derivatives Demystified- A Step-by-Step Guide to Forwards, Futures, Swaps and Options**, West Sussex, England: John Wiley & Sons Ltd., 2004, , p. 64

<sup>352</sup> The Board Of The International Organization Of Securities Commissions, " **The Credit Default Swap Market Report**", FR05, June, 2012, p. 3

<sup>353</sup> Marco Avellaneda and Rama Cont, "Transparency in Credit Default Swap Markets", **Finance-Concepts**, July, 2010, p. 8, pp. 1-23

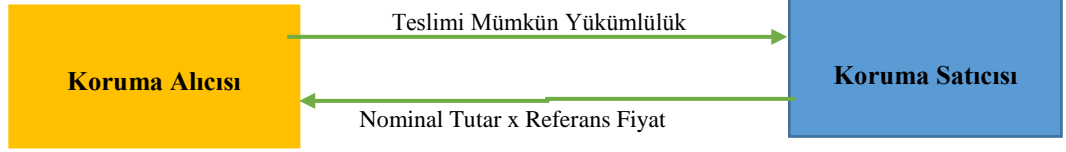


### Şekil 2.4. (4) Bir Kredi Olayında CDS

Bir Kredi Olayı Öncesinde CDS' ye Bağlı Periyodik Ödemeler



Bir Kredi Olayı Sonrasında Bir CDS'nin Fiziksel Ödemesi



Bir Kredi Olayı Sonrasında Bir CDS'nin Nakit Ödemesi



**Kaynak:** Martin Bartlam and Karin Artmann, "Loan-Only Credit Default Swaps", **Orrick**, 2006, p.6, pp.1-32

Burada dikkat edilmesi gereken CDS'yi tetikleyen faktörün bir kredi olayının meydana gelmesidir. En sık rastlanılan kredi olayları, borcun ödenememesi, tanımama ya da moratoryum ve yeniden yapılandırma<sup>354</sup>.

<sup>354</sup>International Swaps and Derivatives Association, "CDS on US Sovereign Debt - FAQ", October 9, 2013, p. 1, pp. 1-3

**Tablo 2.6.( 17) . Standart Bir CDS Sözleşmesi İçin Kredi Olaylarının Uygulanması**

	İflas	Ödeyememe	Yeniden Yapılandırma	Ret/Erteleme	Yükümlülük/Hızlandırma
North American Corporate	X	X	X		
European Corporate	X	X	X		
Subordinated European Insurance Corporate	X	X	X		
Emerging European Corporate	X	X	X	X	X
Latin America Corporate	X	X	X	X	X
Australia Corporate	X	X	X		
New Zealand Corporate	X	X	X		
Japan Corporate	X	X	X		
Asia Corporate		X	X		
Western European Sovereign		X	X	X	
Latin America Sovereign		X	X	X	X
Emerging European & Middle Eastern Sovereign		X	X	X	X
Australia Sovereign		X	X	X	
New Zealand Sovereign		X	X	X	
Japan Sovereign		X	X	X	
Asia Sovereign		x	x	x	

**Kaynak:** Helen Haworth, *A guide to Credit Events and Auctions*, Credit Suisse, January 12, 2011, p. 6

CDS'ler, belirli bir işletme ya da egemen varlık tarafından maruz kalınan temerrüt riskine karşı bir bakıma sigorta görevi yürütmektedirler<sup>355</sup>. Lakin sigorta politikalarının geri düzenleyicileri tarafından mecbur tutulan rezerv seviyelerinden kaçınılmak amacıyla, sigortadan ziyade, "swap" terimi kullanılmaktadır. Ama ne

<sup>355</sup>John Hull, Mirela Predescu, and Alan White, "The Relationship Between Credit Default Swap Spreads, Bond Yields, And Credit Rating Announcements", *Social Science Research Network*, Working Papers Series, January 9, 2004, p. 3, pp. 1-38.

olursa olsun bunun böyle kullanılması CDS'lerin sigorta olduğu gerçeğini değiştirmemektedir<sup>356</sup>.

#### 2.4.3. CDS Temellerinin Arkasındaki Faktörler

CDS temellerinin (esaslarının) arkasında teknik ve pazar olmak üzere iki ana faktör bulunmaktadır<sup>357</sup>:

➤ Çeşitli piyasalarda temel ya da sözleşme faktörleri olarak adlandırılan teknik faktörler, CDS sözleşmelerinin ve referans varlıkların açıklanması ya da tanımlanması ile ilgili konuları içerir. Söz konusu faktörler; CDS primlerinin sıfırın üstünde olması, CDS sözleşmelerinin daha büyük koruma düzeyi ile tahvil kimliği ve teslim seçeneğidir.

➤ Market faktörleri, pazar talebi, likidite primi ve nakit varlıkların eksikliği, yapılandırılmış finansal pazar ile yeni pazar ihracıdır.

#### 2.4.4. CDS Çeşitleri

CDS'lerin üç ana türü bulunmaktadır. Bunlar aşağıdaki gibidir<sup>358</sup>:

➤ Birincisi, tek imzalı CDS'lerdir (single-name CDS). Tek imzalı CDS'ler tek bir işletme ya da egemen varlık için koruma sağlamaktadır.

➤ İkincisi, CDS indeksleridir. Bu sözleşmeler tek imzalı CDS'lerin ortak bir havuzunu içermektedir. CDS İndekslerinde her varlık indeks içinde nominal tutar bakımından eşit paya sahiptir.

➤ Üçüncüsü ise, Basket CDS'lerdir. Bu sözleşmeler referans varlıkların portföyü ile ilgili olarak indekslere benzerlerdir. Basket CDS'ler, genellikle 3 ile 100'e kadar olmak üzere, birden fazla referans varlık içermektedir.

#### 2.4.5. CDS'leri Etkileyen Makroekonomik Değişkenler

Ülkelerin CDS spreadlarını etkileyen makroekonomik değişkenleri, ülkeye özgü makroekonomik değişkenler ve küresel makroekonomik değişkenler olarak ikiye ayırmak mümkündür. Kimi araştırmalarda bir ülkenin CDS spreadları

<sup>356</sup> Harry M. Markowitz, "Proposals Concerning the Current Financial Crisis", **Financial Analysts Journal**, January/February, Vol: 65, No:1, 2009, p.27, pp.25-27.

<sup>357</sup> Choudhry, a.g.e., p. 65-72.

<sup>358</sup>European Central Bank, a.g.e., p. 9-10

üzerinde ülkeye özgü makroekonomik değişkenlerin yanı sıra küresel makroekonomik değişkenlerin önemli etkisi olduğu görülürken, kimi araştırmalarda ise, salt küresel makroekonomik değişkenlerin etkili olduğu gözlemlenmektedir.

CDS spreadlarına etki eden makroekonomik değişkenlerin neler olduğu konusuna ve bu konuda yapılmış araştırmalara Yöntem kısmında daha detaylı değinilecektir.



## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### 3. YÖNTEM

#### 3.1. Problem Durumu

Türkiye'nin CDS spreadlarına etki eden makroekonomik değişkenlerin neler olduğunun incelenmesi noktasında ülkemizde yapılan araştırmalar incelendiğinde çok az sayıda çalışma yapıldığı görülmektedir. Benzer biçimde Dünya literatürü incelendiğinde, sınırlı sayıda araştırma yapıldığı gözlemlenmektedir. Ancak küresel krizin başlangıcından itibaren birçok araştırmacı ülke tahvillerinin yanı sıra ülke riskinin önemli bir göstergesi olarak CDS primlerini göz önünde bulundurmaya başlamıştır<sup>359</sup>. Bu bağlamda son yıllarda ülkelerin CDS spreadlarını etkileyen makroekonomik değişkenlerin neler olduğu konusuna ilginin arttığı gözlemlenmektedir. Özellikle ülkemizin de içinde bulunduğu gelişmekte olan ülkelerin CDS spreadlarına etki eden makroekonomik değişkenlerin neler olduğu sorusu birçok araştırmacının kafasını kurcalamaya başladığı görülmektedir.

Bu çalışmanın amacı Türkiye ile birlikte seçilen 9 ülkenin (Rusya, Brezilya, Çin, Güney Afrika, Meksika, Tayland, Güney Kore ve Polonya ile Malezya) CDS spreadları üzerinde etkili olan makroekonomik değişkenlerin neler olduğunun tespitidir. Yani araştırmada saptanmak istenen seçilen ülkelere ait olarak çeşitli makroekonomik değişkenlerin, ülkelerin CDS spreadları üzerinde ne derecede etkili olduğunun tespit edilmesidir.

#### 3.2. Konunun Önemi

CDS spreadları ülkelerin veya ülkelerdeki kurum ve işletmelerin kullandıkları kredilerin (borçlunun) alacaklılarına ödeme kabiliyeti hususunda bilgi sağlamaktadır<sup>360</sup>. Dolayısıyla CDS spread oranları takip edilerek, yatırımcıların gelecek tahminleri hususundaki belirsizlik ve risklere nasıl baktıkları konusunda

<sup>359</sup> Anton, a.g.e., p. 41

<sup>360</sup>Güven Sayılğan, “ Kredi Temerrüt Swapı Puanları ile Kredi Derecelendirme Notlarının Karşılaştırılması”, 2014, s. 2 ss. 1-4, <http://www.guvenaysilgan.com/wp-content/uploads/2014/09/Kredi-Temerr%C3%BCt-Swaplar%C4%B1-ve-Kredi-Dereceleri.pdf>, (Erişim Tarihi: 27 Şubat 2015)

bilgi sahibi olunabilmektedir<sup>361</sup>. Buradan hareketle CDS spreadlarının ülkeler, kurumlar ve işletmeler açısından ne kadar önemli bir konu olduğu görülebilmektedir. Bu bağlamda Türkiye ile birlikte seçilen 9 ülkenin CDS spreadlarına etki eden makroekonomik değişkenlerin ortaya konulması, bu değişkenlerin etkilerinin, CDS spreadlarıyla ilişkisinin boyutunun ve yönünün açık bir şekilde ortaya konması, otoriteler ile benzer çalışma yürüten araştırmacıların faydalanması açısından önemli olabilir.

### 3.3. Araştırmanın Amacı

Bu araştırmanın amacı Türkiye'ye ve araştırma kapsamında seçilen 9 ülkeye ait seçilen çeşitli makroekonomik değişkenlerin, söz konusu ülkelerin CDS spreadları üzerindeki etkisinin incelenmesidir. Dolayısıyla araştırmada seçilen makroekonomik değişkenlerin, ülkelerin CDS spreadları üzerinde ne derece etkili olduğunun görülmesi amaçlanmıştır. Bunun yanı sıra araştırmanın bulgularının, yetkili otoritelere ve ileride yapılacak araştırmalar ile literatüre katkı sağlaması amaçlanmıştır.

### 3.4. Beklenen Yararlar

Bu araştırmanın beklenen yararları aşağıdaki şekilde sıralanabilir:

- Araştırmanın bulguları ileride yapılacak araştırma ve araştırmacılara yardımcı olabilir.
- Araştırmanın bulguları bu konuyla ilgili olarak literatüre katkı sağlayabilir.
- Ülkelere ilişkin seçilen makroekonomik değişkenlerin, onların CDS spreadları üzerinde ne derece etkili olduğunu görülebilmeleri ve bu konuda gerekli politikaları geliştirebilmeleri noktasında otoritelere yararlı olabilir.
- Bu araştırma ülkenin CDS spreadlarına etki eden makroekonomik değişkenlerin incelenmesi noktasında bu konuya daha fazla ilgi gösterilmesi noktasında yararlı olabilir.

<sup>361</sup> Sermet Doğan (GCMForex), <http://www.gcmforex.com/egitim/makale-cds-kredi-riski> (Erişim Tarihi: 27 Şubat 2015)

### 3.5. Araştırmanın Varsayımları

Bu araştırmanın varsayımları aşağıdaki şekilde sıralanabilir:

- Araştırmada seçilen makroekonomik değişkenlerin Türkiye'nin ve seçilen 9 ülkenin CDS spreadları üzerinde etkili olan değişkenler olduğu varsayılmıştır.
- Araştırmada kullanılan model ve analizlerin, araştırmanın amacına doğru hizmet ettiği varsayılmıştır.

### 3.6. Araştırmanın Sınırlılıkları

Bu araştırmada öncelik olarak salt Türkiye'nin CDS spreadlarına etki eden makroekonomik değişkenlerin neler olduğunun incelenmesi amaçlanmasına karşın, yeterli zaman verisine ulaşılamamasından dolayı Türkiye'ye benzer nitelikteki ülkeler örneklem içerisine alınarak incelenmiştir. Zira zaman serileri için minimum 30 yıllık CDS verilerine ihtiyaç duyulduğundan ve bu durumun mümkün olmamasından kaynaklanan zorluklardan ötürü çalışmanın örneklem kütle Türkiye ve benzer ülkelere yönlendirilmiştir. Bu bağlamda seçilen örneklem külesine ait analizler için zaman serisi yerine panel veri yöntemi kullanılmıştır.

Bunun yanı sıra araştırmaya dâhil edilmek istenen çeşitli ülkelere ait yeterli verilere ulaşılamadığından, araştırma dışında bırakılmışlardır. Aynı zamanda seçilen çeşitli makroekonomik değişkenlerin aylık verilerine ve çeşitli yıllardaki verilere ulaşılamadığından çeyrek veriler kullanılmıştır.

### 3.7. Araştırmanın Modeli

Ekonomik araştırmalarda çeşitli veri türleri kullanıldığından, bunlar ancak yapılarına uygun modeller ile analiz edilebilmektedir<sup>362</sup>. Bu araştırmada Türkiye ve seçilmiş 9 ülkenin CDS spreadlarına etki eden makroekonomik değişkenlerin neler olduğu konusu dinamik bir nitelik taşıması hasebiyle, dinamik panel veri yöntemlerinden **Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM)** tahminci yöntemi ve bir diğer analiz yöntemi olan **Kalıtsal Doğrusal Regresyon Modeli** yöntemi kullanılmıştır.

<sup>362</sup> M. Vedat Pazarlıoğlu, Özlem Kiren Gürler, "Telekomünikasyon Yatırımları ve Ekonomik Büyüme: Panel Veri Yaklaşımı", **Finans Politik& Ekonomik Yorumlar**, Cilt: 44, Sayı:508, 2007, s. 37, ss. 35-43.

**Panel veri analizi**, zaman boyutuna sahip kesit serilerin kullanılması sonucunda ekonomik ilişkilerin tahmin edilmesi yöntemidir<sup>363</sup>. Birim ve zaman boyutlarını içeren panel veri analizi, serbestlik derecesinin artmasına, çoklu doğrusal bağlantı probleminin azalmasına sebep olmaktadır<sup>364</sup>. Gözlem sayısında yaşanan artışlar, ölçülen ilişkiye daha fazla değişkenlik katmasının yanı sıra, çoklu doğrusal bağlantı problemini de bertaraf etmektedir<sup>365</sup>. İlaveten panel veri analizi salt gözlenebilen etkilerin bağımlı değişken üstündeki etkisini nazara almayıp, bunun yanında gözlenemeyen veya ölçülemeyen etkilerin bağımlı değişken üzerindeki etkisini de analiz eder<sup>366</sup>. Panel veri analizinde dışlanmış değişkenlerin modelde yer alması kesit veri ile zaman serisine kıyasla daha kapsamlı modellerin kurulmasına olanak tanıyarak, daha fazla bilgi sağlanabilmektedir<sup>367</sup>.

**GMM yöntemi** ilk olarak Hansen (1982), tarafından zaman koşullarının genel olarak zayıf varsayımlar altında tutarlı bir biçimde parametre tahminlerinde uygulanabileceğini ortaya koyduğu araştırmasıyla meydana çıkmıştır<sup>368</sup>. GMM yöntemi sayesinde modelde, değişkenler arasındaki ilişki incelenirken, çıkabilecek muhtemel otokorelasyon ve heteroskedasite sorunları ortadan kaldırılabilmektedir<sup>369</sup>. Zira GMM yöntemi bağımsız değişkenlerin hata terimiyle korelasyonlu olması durumunda tutarlı tahminler sağlamaktadır<sup>370</sup>.

<sup>363</sup> Pazarlıoğlu ve Gürler, a.g.e., s. 37

<sup>364</sup> Ayşe Arı ve Burcu Özcan, “İşçi Gelirleri Ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Dinamik Panel Veri Analizi”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı: 38, Haziran-Aralık, 2011, s. 108, ss. 101-117.

<sup>365</sup> Fatma Zeren ve Suzan Ergun, “AB’ye Doğrudan Yabancı Yatırım Girişlerini Belirleyen Faktörler: Dinamik Panel Veri Analizi”, **İşletme ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi**, Cilt 1, Sayı: 4, 2010, s.76, ss. 67-83.

<sup>366</sup> Filiz Erataş, Hayriye Başçı Nur, Melih Özçalık, “ Feldstein-Horioka Bilmecesinin Gelişmiş Ülke Ekonomileri Açısından Değerlendirilmesi: Panel Veri Analizi”, **Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt 3, Sayı 2, 2013, s. 23, ss. 18-33.

<sup>367</sup> Arı ve Özcan, a.g.e., s. 108

<sup>368</sup> Işıl Tellalbaş, “Finansallaşma Sorunsalı ve İMKB Örneği”, **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi**, Sayı:16, 2012, s. 19, ss. 12-43.

<sup>369</sup> Giray Gozgor ve Ali Piskin, “İşsizlik ve Dış Ticaret: Türkiye’deki Bölgeler İçin Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi-Dinamik Panel Veri Yaklaşımı”, **Business and Economics Research Journal**, Vol:2, No: 3, 2011, p. 130, pp. 121-138.

<sup>370</sup> Niyazi Cangir ve Taner Turan, “Politik İstikrarsızlığın Bütçe Dengesi Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği”, **Maliye Dergisi**, Sayı:166, Ocak-Haziran, 2014, s. 255, ss. 243-267.



Arellano ve Bond (1991), GMM yönetiminin, normal dağılım, değişen varyans ve ölçüm hatalarının olduğu koşullarda öteki yöntemlere kıyasla daha iyi sonuçlar verdiğini vurgulayarak, Fark-GMM tahmin yöntemini önermişlerdir<sup>371</sup>.

GMM yöntemine dayalı bir diğer model tahmincisi de GMM-Sistem tahmini yöntemidir. Blundell ve Bond (1998), GMM-Sistem tahmini yöntemini öteki GMM tahmin edicileri ile kıyaslayarak GMM-Sistem tahminin daha iyi bir tahmin edici olduğu hükmüne varmışlardır<sup>372</sup>. Blundell ve Bond (1998)'in yanı sıra Blundell vd. (2000) fark GMM'in sonlu örnekleme zayıf bir tahmin gücünün olduğunu ve katsayı tahminlerinin sapmalı olduğunu göstererek, GMM-Sistem'in tahmin gücünün daha yüksek olduğunu ortaya koymuşlardır<sup>373</sup>. Bu bağlamda araştırma kapsamında da GMM-Sistem tahmini yönteminin kullanılması uygun bulunmuştur.

Araştırma kapsamında kullanılan bir diğer analiz yöntemi ise **Kalıntılı Doğrusal Regresyon Modeli** çerçevesindeki Sabit Etkiler Modeli'dir (AR(1)). Birim etkilerin varlığında havuzlanan (Balestro ve Nerlove) ve önemli bir varsayımın ihlal edilmesinden ötürü Tesadüfi Etkiler tahmincilerinin dinamik panel veri modellerinde kullanımı uygun görünmemektedir<sup>374</sup>. Dolayısıyla Sabit Etkiler Modeli'nin (AR (1)) kullanımı daha uygun görünmektedir. Söz konusu modelde, örneklem etkileri değerlendirilip, koşullu çıkarsama yapılarak, analiz edilen örneklemin belli bir kısmı için yorumlar yapılmaktadır<sup>375</sup>.

### 3.8. Evren ve Örneklem

Bu araştırmanın evreni ve örnekleme aynı olup, Türkiye, Rusya, Brezilya, Çin, Güney Afrika, Meksika, Tayland, Güney Kore ve Polonya ile Malezya'yı kapsamaktadır.

<sup>371</sup> Ender Coşkun ve Dündar Kök , “ Çalışma Sermayesi Politikalarının Karlılık Üzerine Etkisi: Dinamik Panel Uygulaması”, **Ege Akademik Bakış**, Cilt: 11, Özel Sayı, 2011, s. 79-80, ss. 75-85

<sup>372</sup> Ozan Bahar, Kurtuluş Bozkurt, “Gelişmekte Olan Ülkelerde Turizm-Ekonomik Büyüme İlişkisi: Dinamik Panel Veri Analizi”, **Anatolia: Turizm Araştırmaları Dergisi**, Cilt: 21, Sayı: 2, Güz, 2010, s.262, ss. 255-265

<sup>373</sup> Gökhan Dökmen, “Yolsuzlukların Vergi Gelirleri Üzerindeki Etkisi: Dinamik Panel Veri Analizi”, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, 13 (1) 2012, s. 46, ss. 41-51.

<sup>374</sup> Ferda Yerdelen Tatoğlu, **İleri Panel Veri Analizi-Stata Uygulamalı**, İstanbul: Beta Basım A.Ş. , 2012, s. 70.

<sup>375</sup>Erginbay Uğurlu, İnternet Notları, [https://www.academia.edu/4384473/Panel\\_Veri\\_Ekonometrisi\\_%C3%9Czerine\\_Genel\\_Bak%C4%B1%C5%9F](https://www.academia.edu/4384473/Panel_Veri_Ekonometrisi_%C3%9Czerine_Genel_Bak%C4%B1%C5%9F) (Erişim Tarihi: 9 Mart 2015)

### 3.9. Veri Toplama Araçları ve Yöntem

Bu araştırma dört bölümden oluşmaktadır. Birinci ve ikinci bölüm araştırma ile ilgili kavramsal çerçeveden meydana gelmektedir. Üçüncü bölümü ise araştırmanın modeli ve literatürünü içermektedir. Araştırmanın son bölümünü ise, uygulama kısmının yer aldığı analiz ve bulgular bölümüdür.

Bu araştırma kapsamında ülkelerin 5 yıllık CDS verileri, Longstaff vd. (2011) araştırmasından<sup>376</sup> (2003-2010) ve S & P Capital IQ kuruluşunun 2013 yılını kapsayan 4 ayrı “Global Sovereign Debt Credit Risk Report ” çalışmalarından<sup>377</sup> ve 2014 yılına ait 4 farklı “Global Sovereign Debt a Market Driven Perspective ” çalışmalarından alınmıştır<sup>378</sup>. Ünelere ait makroekonomik değişkenler ise Dünya Bankası’ndan temin edilmiştir<sup>379</sup>.

Araştırmada kullanılan tanımlayıcı istatistikleri aşağıdaki şekilde açıklamak mümkündür:

➤ **5 Yıllık CDS Spreadları:** ülkelere ait olan 5 yıllık CDS spreadları, kredi ve ülke riskinin önemli bir göstergesidir. 5 yıllık CDS spreadları aynı zamanda ülkelerin borçlanma maliyetleri hakkında fikir sahibi olunabilmesine yardımcı olabilmektedir.

**Cari İşlemler Dengesi (GSYH’nın %):** Cari işlemler dengesi bir ülkenin makroekonomik verimliliğini gösteren en önemli parametrelerden birisi olduğundan, ülke ekonomisinin durumuna ilişkin önemli bilgiler verebilmektedir<sup>380</sup>. Tanım olarak cari işlemler dengesi (cari denge), bir ülkeye ait yurt içi tasarrufların (özel ve kamu), o ülkenin yatırımlarını (özel ve kamu) ne ölçüde karşılayabildiğini göstermektedir<sup>381</sup>. Yani bu denge, ödemeler dengesi bilançosunun dış ticaret (ihracat-ithalat dengesi), hizmetler (hizmet alımları-hizmet satımları), yatırım (net faktör) gelirleri (dış yatırım gelirleri-dış yatırım giderleri) ve cari transferler

<sup>376</sup> Longstaff et al. , a.g.e.

<sup>377</sup> S & P Capital IQ, “Global Sovereign Debt Credit Risk Report”, 2013, 1th, 2 th, 3 th and 4 th Quarter.

<sup>378</sup> S & P Capital IQ, “Global Sovereign Debt a Market Driven Perspective”, 2014, 1th, 2 th, 3 th and 4 th Quarter.

<sup>379</sup> (World Bank), <http://data.worldbank.org/country> (Erişim Tarihi: 27 Şubat 2015)

<sup>380</sup> Kemal Yaman, “Cari Açık Probleminin Türkiye Ekonomisi Açısından Değerlendirilmesi –Riskler ve Sonuçlar”, **Ekonomik Yaklaşım Kongreler Dizisi**, VII, 22-23 Aralık, 2011, s. 2, ss. 1-11.

<sup>381</sup> (Bildigin Ekonomi) <http://bildiginekonomi.net/2014/04/cari-islemler-dengesi/> (Erişim Tarihi: 10 Mart 2015)

(karşılıksız olarak elde edilen dış gelirler-karşılıksız olarak yapılan dış giderler) toplamını kapsamaktadır<sup>382</sup>.

Araştırma kapsamında modellere dâhil edilen cari işlemler dengesine (CID) ait veriler, mal ve hizmetlerin net ihracat toplamları, net birincil ve ikincil gelirlerden oluşup, ABD Doları cinsindedir<sup>383</sup>. Analizlerde yıllık CID verilerinin GSYH' oranları kullanılmıştır. Bu araştırma kapsamında diğer koşullar sabitken cari işlemler dengesinde yaşanabilecek artışların CDS spreadlarını artıracığı beklenmektedir.

➤ **S&P Küresel Sermaye Endeksleri (yıllık % değişim):** Küresel olarak en fazla izlenen hisse senedi endeksi S&P500'de dâhil olmak üzere 1,25 trilyon ABD Doları tutarındaki büyüklüğü ile S&P endeks ailesine dâhil lider endeks sağlayıcıdır<sup>384</sup>. Bu araştırma kapsamında diğer koşullar sabitken S&P Sermaye Küresel Endeksleri (SPKSE) dengesinde yaşanabilecek artışların CDS spreadlarını azaltacağı beklenmektedir.

➤ **Enflasyon, Tüketici Fiyatları (Yıllık %):** Araştırma kapsamında modellere seçilmiş ülkelerde gerçekleşen enflasyon verilerine ait tüketici fiyatlarının (ETF) yıllık değişimleri dâhil edilmiştir. Bu araştırma kapsamında diğer koşullar sabitken enflasyon dengesinde yaşanabilecek artışların CDS spreadlarını artıracığı beklenmektedir.

➤ **GSYH Büyümesi (Yıllık %):** Araştırmada seçilmiş ülkelerin gayri safi yurt içi hasılasının (GSYH) yıllık büyüme oranları modellere dâhil edilmiştir. Bu araştırma kapsamında diğer koşullar sabitken GSYH'de yaşanabilecek artışların CDS spreadlarını artıracığı beklenmektedir.

➤ **Borç Verme Faiz Oranı (%):** Araştırmada seçilmiş ülkelerin yıllık borç verme faiz oranları (BVFO) modellere dâhil edilmiştir. Bu araştırma kapsamında diğer koşullar sabitken BVFO'da yaşanabilecek artışların CDS spreadlarını artıracığı beklenmektedir.

<sup>382</sup> (BankacılıkBolumu.com) <http://www.bankacilikbolumu.com/haber/238-cari-denge-nedir-cari-dengenin-tanimi-cari-islemle.html> (Erişim Tarihi: 11 Mayıs 2015)

<sup>383</sup> (World Bank) <http://data.worldbank.org/indicator/BN.CAB.XOKA.CD> (Erişim Tarihi: 12 Mart 2015)

<sup>384</sup> (TURSP) <http://www.tur-sp.com.tr/s-p-ifci-endeksi> (Erişim Tarihi: 10 Mart 2015)

➤ **Reel Faiz Oranı (%):** Reel faiz oranı (RFO), nominal faiz oranından, beklenen enflasyon oranının çıkarılması sonucunda elde edilir<sup>385</sup>. Araştırmada modellere, ülkelere ait borçlanma faiz oranlarının yanı sıra yıllık reel faiz oranları da dâhil edilmiştir. Bu araştırma kapsamında diğer koşullar sabitken RFO'da yaşanabilecek artışların CDS spreadlarını artıracığı beklenmektedir.

➤ **Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Net Girişler (GSYH'nın %):**

Araştırmada seçilmiş ülkelere yapılan doğrudan yabancı yatırımlara ait yıllık net giriş verilerinin (DYYNG) yüzde olarak, GSYH 'ya oranları kullanılmıştır. Bu araştırma kapsamında diğer koşullar sabitken DYYNG'de yaşanabilecek artışların CDS spreadlarını artıracığı beklenmektedir

➤ **Toplam Merkezi Hükümet Borcu (GSYH'nın %):** Araştırma kapsamında seçilmiş ülkelere ait olarak seçilen son değişken ülkelere ait yıllık toplam merkezi hükümet borçlarının (TMHB) GSYH 'ya yüzde olarak oranları alınmıştır. Bu araştırma kapsamında diğer koşullar sabitken TMHB'de yaşanabilecek artışların CDS spreadlarını artıracığı beklenmektedir.

### 3.10. Literatür

Abid ve Naifar (2006), kredi temerrüt swap oranlarının belirleyicileri üzerine yaptıkları araştırmalarında, Kredi reytinglerinin CDS oranları üzerindeki en önemli belirleyici olduğu sonucuna ulaşmışlardır<sup>386</sup>.

Verileri analiz etmek için doğrusal regresyon analizi kullanıldığı araştırmada bağımlı değişken olarak, CDS fiyatları kullanılmıştır. Açıklayıcı değişkenler olarak ise, kredi derecelendirme şirketleri tarafından verilen reytingler, hisse senetlerinin volatilitesi, getiri eğrilerinin eğimi, faiz oranları ve vadeye kalan süre kullanılmıştır. Regresyon analizinde seçilen ülkeler; Belçika, Almanya, Fransa, İtalya, Hollanda, Polonya, İsveç, İsviçre, İspanya, Portekiz ve İngiltere'dir.

Baklacı ve Arslan (2006), Türkiye'nin CDS'lerini farklı açılardan inceledikleri araştırmalarında, 10 yıllık swap spreadlarının aşırı değerli olduğunu bulmuşlardır. Araştırmada bunun temel nedeni olarak, CDS piyasasının yeterli

<sup>385</sup> (MuhasebeTürk) <http://muhasebeturk.org/ecopedia/402-r/1719-reel-faiz-orani-nedir-ne-demek-anlami-tanimi.html> (Erişim Tarihi: 11 Mayıs 2015)

<sup>386</sup> Fathi Abid and Nader Naifar, "The Determinants Of Credit Default Swap Rates: An Explanatory Study", **International Journal of Theoretical and Applied Finance**, Vol: 9, No: 1, 2005, pp. 23–42.

ölçüde likit olmaması gösterilmiştir. Bunun yanı sıra Türkiye'nin mevcut borçlarına ilişkin temerrüde düşme olasılığı tahminlerinin vade yapısı incelenerek, ülke açısından ileriki 5 yıllık sürede temerrüde düşme olasılığının düşük olduğu ileri sürülmüştür<sup>387</sup>.

Regresyon analizinin kullanıldığı araştırmada, alt örneklem dönemi olarak (Ekim 2000-2005) ve farklı vadeler için Türkiye'nin günlük CDS verileri tanımlayıcı istatistikler olarak kullanılmıştır.

Longstaff vd. (2007), Türkiye dâhil 26 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkenin CDS spreadlarının kapsamlı bir örneğini kullanarak, ülkelerin kredi risklerinin doğasını inceledikleri araştırmalarında, ülke kredisinde yatırım faaliyetlerinden kalan fazla getirilerin, küresel risk taşıdığı için genellikle karşılandığı (tanzim edildiği) ve ülkelere özgü kredi risk priminin az olduğu ya da hiç olmadığı bulgusuna ulaşmışlardır<sup>388</sup>.

Regresyon, kümelenme ve bölgesel seviye analizlerinin uygulandığı araştırmada kullanılan açıklayıcı değişkenler: yerel değişkenler, küresel finans piyasası değişkenleri, küresel risk primleri, küresel yatırım akışı değişkenleri ve diğer ülkelerin CDS spreadlarıdır<sup>389</sup>.

Ersan ve Günay (2009), Türkiye'de CDS spreadlarını etkileyen değişkenler ile Türkiye CDS spreadları arasındaki ilişkinin yanı sıra iktidar partisine açılan kapatma davasının, ülkenin risk primine etkisinin ölçüldüğü araştırmalarında, kapatma davasının Türkiye'nin CDS spreadları üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığı bulgusuna ulaşılmıştır. Bunun yanı sıra, ülke CDS spreadları üzerinde etkili olan değişkenlerin, Türkiye'ye ilişkin yurtiçi değişkenlerden ziyade yurtdışında işlem gören Eurobond getirileri ve Dow Jones Endeksi getirisi değişkenleri olduğu tespit edilmiştir<sup>390</sup>.

Araştırmada zaman serisi analizi yapılmıştır. Kullanılan değişkenler; Türkiye'nin 5 Yıllık CDS verileri, Dow Jones Endeksi, 2030 vadeli Türkiye

<sup>387</sup> Hasan Baklacı, İlker Arslan, "An Empirical Analysis Of Turkish Credit Default Swaps", **Ekonomik Yaklaşım**, Cilt:17, Sayı:60-61, 2006, pp. 111-121.

<sup>388</sup> Francis A. Longstaff, Jun Pan, Lasse H. Pedersen and Kenneth J. Singleton, "How Sovereign is Sovereign Credit Risk?", **National Bureau Of Economic Research**, Working Paper 13658, 2007, pp.1-29.

<sup>389</sup> Longstaff et al, a.g.e., p. 9-12

<sup>390</sup> İhsan Ersan ve Samet Günay, "Kredi Riski Göstergesi Olarak Kredi Temerrüt Swapları (CDSs) ve Kapatma Davasının Türkiye Riski Üzerine Etkisine Dair Bir Uygulama", **Bankacılar Dergisi**, Sayı 71, 2009, ss. 3-22.

gösterge eurobondunun faizi, Türkiye yurtiçi gösterge faizi, İMKB 100 Endeksi Volatilitesi ve 14 Mart 2008 tarihinde açılan ve 30 Temmuz 2008 tarihinde karara bağlanan iktidar partisine açılan kapatma davası için kullanılan kukla değişkendir<sup>391</sup>.

Ismailescu ve Kazemi (2010), seçilen ülkelerin (event countries) CDS spreadları üzerindeki ülke kredi notu değişim bildirimlerinin etkilerini ve diğer gelişmekte olan ülkelerin CDS primleri üzerindeki yayılma etkilerini inceledikleri araştırmalarında, CDS piyasalarındaki olumlu olayların (positive events), gelişmelerin yaşandığı iki günlük dönemde CDS piyasaları üzerinde büyük bir etkiye sahip olduğu bulgusuna ulaşmışlardır. Aynı zamanda bu olumlu olayların diğer gelişmekte olan ülkelere yayılma olasılığının daha yüksek olduğunu tespit etmişlerdir. Bundan farklı olarak, CDS piyasasına ilişkin olumsuz olay tahminlerinin (anticipate negative events) ve CDS primlerindeki önceki değişikliklerin, yaşanabilecek olumsuz bir kredi olayının tahmininde kullanılabileceği bulgusuna ulaşmışlardır<sup>392</sup>.

Araştırmada geçen olumlu olaylardan kasıt, S&P kredi derecelendirme kuruluşu tarafından ülkelere verilen kredi notlarının yükseltilmesi ya da yukarı yönlü revizyonlardır. Negatif olaylar ise, ülke kredi notlarının düşürülmesi ya da aşağı yönlü revizyon edilmesidir<sup>393</sup>.

Araştırmada seçilen ülkeler: Türkiye, Çin, Arjantin, Brezilya, Kore ve İsrail’inde içinde bulunduğu 22 gelişmekte olan ülkedir. Araştırmanın birincil veri setini, Londra merkezli bir distritörün kredi fiyatlandırma verileri ve Markit Grup Limited’in günlük olarak gözlem sonucunda elde edilmiş CDS spreadlarından sağlanmıştır<sup>394</sup>. Aynı zamanda 22 ülkeye ait kredi notları S&P tarafından raporlanmış (1 Ocak 2001-22 Nisan 2009) 161 kredi notu değişimi araştırmada kullanılmıştır. Araştırmada kullanılan tanımlayıcı değişkenler, CDS spreadları ve spreadların yüzde değişim oranlarıdır. Araştırmada regresyon analiz yöntemi kullanılmıştır.

<sup>391</sup> Ersan ve Günay, a.g.e., s. 11.

<sup>392</sup> Iuliana Ismailescu and Hossein Kazemi, “The Reaction of Emerging market Credit Defaults Swap spreads to sovereign Credit Rating Changes”, **Journal of Banking & Finance**, 34, 2010, pp. 2861–2873.

<sup>393</sup> Ismailescu and Kazemi, a.g.e., p. 2863

<sup>394</sup> Ismailescu and Kazemi, a.g.e., p. 2863

Brandorf ve Holmberg (2010), PIIGS ülkelerinin (Portekiz, İspanya, İtalya, Yunanistan ve İrlanda) CDS spreadları üzerindeki makroekonomik değişkenlerdeki değişimlerin etkilerini inceledikleri araştırmalarında, işsizlik oranlarının CDS spreadlarının en önemli ve sık görülen belirleyici olabileceği bulgusuna ulaşmıştır. CDS spreadları üzerinde enflasyonun en az önemli belirleyici olduğu tespit edilirken, GSYH büyüme oranlarının bir belirleyici olma noktasında, değişik bulgulara ulaşmıştır<sup>395</sup>.

Araştırmada Almanya ölçüt alınarak tüm ülkelere regresyon analizi uygulanmıştır. Mart 2004 ile Eylül 2009 tarihleri arasında seçilen değişkenler: ülke CDS spreadları, GSYH büyüme hızı, ülkelerin brüt borcu, enflasyon ve işsizlik oranlarıdır<sup>396</sup>.

Anton (2011), Avrupa borç krizi sırasında (2008-2010) gelişmekte olan piyasaların CDS spreadlarının belirleyicilerini açıklamaya çalıştığı araştırmasında, Orta ve Doğu Avrupa ülkelerinin CDS spreadlarındaki değişimlerin, yatırımcıların risk iştahı, ekonomik esaslar, yayılma etkisi ve kredi notu düşüklüğü tarafından belirlendiği bulgusuna ulaşmıştır<sup>397</sup>.

Regresyon analizinin uygulandığı araştırmada seçilen ülkeler: Estonya, Macaristan, Çek Cumhuriyeti, Yunanistan, Litvanya, Letonya, Polonya, Slovakya ve Slovenya ile Romanya'dır. Araştırma kapsamında kullanılan bağımsız değişkenler ise, ülkelerin 5 yıllık CDS spreadları (Ekim 2007 ile Aralık 2010), borç/GSYH oranı, reel GSYH büyüme oranı ve genel bütçe açığı/GSYH 'dir<sup>398</sup>.

Aizenman vd. (2011), finansal krizin öncesi ve sonrasında Avrupa'nın içerisindeki ve dışarısındaki ülkelerin mali alan ve diğer ekonomik esaslara dayalı, çok sayıda ülke riski fiyatlandırmasını tahmin etmeye dönük yaptıkları araştırmada, PIIGS ülkelerindeki (Portekiz, İspanya, İtalya, Yunanistan ve İrlanda) temerrüt riskinin, eşleştirilen ülkelere göre çok daha yüksek fiyatlarda olduğu bulgusuna

<sup>395</sup> Christoffer Brandorf and Johan Holmberg, "Determinants of Sovereign Credit Default Swap spreads for PIIGS - A macroeconomic approach", **Bachelor Thesis**, Lund University School of Economics and Management, Department of Economics, Spring, 2010.

<sup>396</sup> Brandorf and Holmberg, a.g.e., p.16-17

<sup>397</sup>Anton, a.g.e.

<sup>398</sup> Anton, a.g.e., p. 46

ulaşmışlardır<sup>399</sup>. Bunun yanı sıra araştırmada CDS spreadları ile ölçülen ülke borçlarının piyasa fiyatı riski, mali alan ve diğer ekonomik belirleyiciler tarafından kısmen açıklandığını tespit etmişlerdir<sup>400</sup>.

Araştırmada ülke borçlarına göre CDS spreadları üzerinden hükümet borç temerrüt riskleri ölçülmeye çalışılmıştır<sup>401</sup>. 121 ülkeye ait CDS spreadları (3, 5 ve 10 yıllık), Devlet borcu/vergi geliri, Maliye açığı/vergi geliri ve Nominal amortisman (nominal Depreciation) değişkenleri kullanılarak panel regresyon analizi ile ölçülmüştür.

Haksal (2013), araştırmasında Türkiye ve AB ekonomilerinin (Portekiz, İspanya ve Yunanistan) CDS spreadları üzerinden temerrüde düşme olasılığını karşılaştırmalı olarak incelemiştir. Haksal çalışmasında, sabit getirili nicel araştırmalarda yaygın olarak kullanılan formüller yoluyla oluşturduğu bir CDS fiyatlandırma mekanizması sunmuştur<sup>402</sup>.

Araştırmada seçilen ülkelerin 2009'un son çeyreği ile 2010'un üçüncü çeyreğine kadar (3.çeyrek dâhil) olan CDS verileri kullanılmıştır. Sonuç olarak, Türkiye'nin temerrüde düşme olasılığı çoğu AB ekonomisine kıyasla düşük olduğu gözlemlenmiştir. Bununla birlikte Türkiye'deki nominal faiz oranları çoğu AB ekonomisine kıyasla yüksek olduğu bulunmuştur. Bu durumun ülkeye kısa vadeli sermaye girişlerinin yönelmesine neden olduğu tespit edilmiştir.

Araştırmanın diğer bir sonucu olarak, gelişen piyasalardaki finansal krizlerin arkasındaki tanınmış dinamikler tekrar ortaya konulmuştur: sürdürülemez cari açığa yol açan aşırı değerli para birimi ve sürdürülemez cari işlemler açığının yol açtığı yüksek risk<sup>403</sup>.

Eyssel vd. (2013), Çin'in ülke CDS değişimlerini (2001-2010) ve belirleyicilerini tespit etmeye yönelik yaptıkları araştırmalarında, ülkeye özgü faktörler (reel faiz oranı, Çin Borsa Endeksi vb.) ve küresel faktörlerin (ABD S&P

<sup>399</sup> Joshua Aizenman, Michael Hutchison and Yothin Jinjark, "What is the risk of European Sovereign Debt Defaults? Fiscal Space, CDS Spreads and Market Mispricing of Risk", **National Bureau of Economic Research**, No:17407, September, 2011, pp. 1-19.

<sup>400</sup> Aizenman et al, a.g.e., p. 17

<sup>401</sup> Aizenman et al, a.g.e., p. 4

<sup>402</sup> Haluk Haksal, "Estimating Sovereign Probability of Default from CDS Spreads: Turkey vs a sample of EU Economies", June, 2013, pp.1-13, [https://www.researchgate.net/publication/259148060\\_Estimating\\_Sovereign\\_Probability\\_of\\_Default\\_from\\_CDS\\_Spreads\\_Turkey\\_vs\\_a\\_sample\\_of\\_EU\\_Economies](https://www.researchgate.net/publication/259148060_Estimating_Sovereign_Probability_of_Default_from_CDS_Spreads_Turkey_vs_a_sample_of_EU_Economies) (Erişim Tarihi: 24 Mart 2015)

<sup>403</sup> Haksal, a.g.e., p. 11.



hisse senedi opsiyon volatilitesi, temerrüt spreadları, Kuzey Amerikalı olmayan küresel borsa faktörleri ) CDS değişimleri ve seviyeleri üzerinde önemli bir açıklayıcılık gücüne sahip oldukları bulgusuna ulaşmışlardır<sup>404</sup>.

Araştırmada bulguları analiz etmek için VAR modeli regresyon analizi kullanılmıştır. Analizinde kullanılan değişkenler ise; CDS seviyeleri, Çin CDS spreadlarının aylık değişimi, ay sonu Şangay Menkul Kıymetler Borsası endeksi seviyesi, Şangay Menkul Kıymetler Borsası endeksinden hesaplanmış aylık borsa getirileri, önceki ay içerisinde günlük getiriler üzerinden temel alınan Çin borsası günlük getiri volatilitesi, Fisher etkisindeki enflasyon oranı ve Çin'in aylık 1 yıl vadeli nominal mevduat faiz oranı uygulanarak hesaplanan Çin reel faiz oranı, GSYH' ine Çin dış borçlarının oranı, GSYH'ine Çin rezervlerinin oranı, S&P 500 endeks opsiyonu için zımnî volatilité, 10 yıllık ABD hazine getirisi ve 3 aylık ABD hazine tahvil oranları, "Aaa" ve "Baa" puanlı ABD şirket tahvilleri üzerinden getiriler arasındaki fark, MSCI endeksinden Kuzey Amerikalı olmayan borsalar için aylık karlar, eğer Eylül 2008'den sonraki dönemde ise 1'e eşit olan, aksi halde 0 olan kukla değişken ve CDS spreadlarının fiyatlarını (quotes) temin eden sağlayıcıların sayısıdır.

Gündüz ve Kaya (2013), Euro Bölgesi'ndeki ülke riskini ve ülke temerrüt swap piyasası etkinliğini inceledikleri araştırmalarında, finansal kriz sırasında uzun bellek davranışının (long memory behavior) kanıt testi olarak 10 Euro bölgesi ülkesinin (Avusturya, Belçika, Fransa, İspanya, İtalya, Portekiz, Almanya, Yunanistan, İrlanda ve Hollanda) CDS'lerine parametrik ve yarı-parametrik modeller uygulamışlardır. Ülke risklerinin kalıcılığının ve piyasalarının bilgi etkinliği açısından vekil olarak ülkelerin volatilitesi ve CDS spread değişimlerinin kullanıldığı araştırmada CDS spread değişiklikleri açısından uzun bellek kanıtına ulaşamamıştır<sup>405</sup>.

Keten vd. (2013), Türkiye için CDS primlerini etkileyen küresel faktörleri analiz etmeye dönük araştırmalarında, belirlenen değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişki tespit edilmiştir. Değişkenler arasındaki Granger nedensellik testi

<sup>404</sup> Thomas Eyssell, Hung-Gay Fung, Gaiyan Zhang, "Determinants and Price Discovery of China Sovereign Credit Default Swaps", **China Economic Review**, 24, 2013, pp. 1-15.

<sup>405</sup> (Ed) Klaus Düllmann, Heinz Herrmann and Christoph Memmel, **Discussion Paper**, Yalin Gündüz and Orcun Kaya, "Sovereign Default Swap Market Efficiency and Country Risk in the Eurozone", No:08, Frankfurt: Deutsche Bundesbank, 2013, pp. 1-48.

sonuçlarına göre ise, salt ABD uzun dönem faiz oranlarından Türkiye'nin 5 yıllık CDS primine doğru tek yönlü olmak üzere bir nedensellik bulgusuna ulaşılmıştır<sup>406</sup>.

Değişkenler arasındaki ilişkinin VAR modeli ile tahmin edilmeye çalışıldığı araştırmada, kullanılan değişkenler; Türkiye'nin 5 yıllık CDS primi ile birlikte Brent petrol fiyatı, Dow Jones Borsa Endeksi, ABD kısa dönem ve uzun dönem faiz oranlarıdır

Annaert vd.(2013), Euro Bölgesi'ndeki 32 bankanın CDS spreadlarındaki değişimlerin bir bölümünü çeşitli risk etmenlerine göre açıklamaya dönük yaptıkları araştırmada, kredi risk etmenlerinin seçimi noktasında "Merton Modeli" 'inden esinlenilmiştir. Araştırma sonucunda, CDS likiditesi ve diğer piyasa ve iş değişkenleri, Merton modelinin bütünü ( ve ya modeli tamamlayacak biçimde) desteklediği tespit edilmiştir. Aynı zamanda söz konusu değişkenlerin, açıklanan kredi spread değişkenlerinde önemli bir rol oynadığı ortaya konulmuştur. Bunun yanı sıra, kredi, likidite ve konjonktür ile geniş piyasa bileşenlerindeki yüksek oranda görülen değişim dinamiklerini gözler önüne serilmiştir<sup>407</sup>.

Araştırma kapsamında kullanılan panel tahmin modeli ve keşfedici tek değişkenli regresyon analizlerinde açıklayıcı değişkenler olarak; kredi risk değişkenleri, pazarlanabilirlik, geniş piyasa faktörleri ve Tanımlayıcı istatistikler (risksiz kur, borcun öz sermayeye oranı, öz kaynak volatilitesi, alım-satım fiyat farkları, vade yapısı eğimi, Swap spreadları, işletme tahvil spreadları, piyasa getirisi ve piyasa volatilitesi ) kullanılmıştır.

Heinz ve Sun (2014), Orta, Doğu ve Güneydoğu Avrupa ülkelerinin CDS spreadlarının Ocak 2007 ile Aralık 2012 tarihleri arasındaki hareketlerinin arkasında ne olduğunu tespit etmeye dönük yaptıkları araştırmada, Avrupa ülkelerinin CDS spreadları, CDS piyasasındaki küresel yatırımcı duyarlılığı, makroekonomik esaslar ve likidite koşulları tarafından büyük ölçüde yönetildiği bulgusuna ulaşmışlardır<sup>408</sup>.

Panel tekniğinin (panel GLS error correction framework) kullanıldığı araştırmada seçilen ülkeler; Türkiye, Almanya, Fransa, İngiltere, İtalya, Polonya,

<sup>406</sup> Murat Keten, Çağatay Başarır, Yunus Kılıç, "Kredi Temerrüt Takası İle Makroekonomik Ve Finansal Değişkenler Arasındaki İlişkinin İncelenmesi", 17. **Finans Sempozyumu**, 2013, ss. 377-385.

<sup>407</sup> Annaert et al, a.g.e.

<sup>408</sup> Frigyes Ferdinand Heinz and Yan Sun, "Sovereign CDS Spreads in Europe—The Role of Global Risk Aversion, Economic Fundamentals, Liquidity, and Spillovers", IMF Working Paper, 17, January, 2014.

Avusturya, Belçika, Bulgaristan, Çek Cumhuriyeti, İspanya, Estonya, Yunanistan, Hırvatistan, Macaristan, İrlanda, Litvanya, Letonya, Romanya, Hollanda, Portekiz, Rusya, Slovakya, Slovenya ve Ukrayna'dır. Araştırmada kullanılan açıklayıcı değişkenler üç grupta ele alınmıştır. Bunlar sırasıyla; VIX tarafından yetkilendirilmiş olarak küresel yatırımcı duyarlılığı, CDS fiyatlarının alım-satım fiyatları farkı tarafından yetkilendirilmiş olarak (as proxied by) CDS piyasalarındaki likidite koşulları ve makroekonomik esaslardır.

Kargı (2014), Türkiye'nin seçilmiş makroekonomik verileri (GSYH, faiz oranları) ile CDS spreadları arasındaki ilişkiyi incelediği araştırmasında, GSYH ile CDS spreadları arasında uzun dönemde dahi güçlü bir ilişkinin olmadığı bulgusuna ulaşmıştır. Bunun yanı sıra CDS spreadları için en etkili değişken olarak faiz oranları tespit edilmiştir. Söz konusu faiz oranları içinde CDS spreadları üzerinde en etkili olanın ise, piyasa faiz oranlarının olduğu ortaya konulmuştur<sup>409</sup>.

Araştırma için yapılan analizde dört temel zaman serisi testi kullanmıştır. Söz konusu testler; ADF ve PP Birim Kök Testi, Engle-Granger Eş-Bütünleşme Testi, Johansen-Juselius Eş-Bütünleşme Testi ve Granger Nedensellik Testi'dir<sup>410</sup>. Araştırmada kullanılan değişkenler; piyasa faiz oranı, politika faizi, CDS çeyrek verileri (Ocak 2005 ile Mart 2013 arasındaki üç aylık verilerin aritmetik ortalaması hesaplanmıştır) ve GSYH (Mevsimsellikten arındırılmış ABD doları cinsinden çeyrek veriler alınmıştır) verileridir<sup>411</sup>.

Ho (2014), Gelişmekte olan 8 ülkenin CDS spreadlarının (2008.Ç1-2013.Ç2) uzun dönemli belirleyicilerini incelediği araştırmasında, CDS spreadlarının belirleyicisi olarak üç makroekonomik değişken kullanılmıştır. Bunlar; cari hesap, dış borç ve uluslararası rezervlerdir. Panel eş-bütünleşme analizinin uygulandığı araştırma sonucunda söz konusu değişkenler arasında eş bütünleşmenin varlığına dair bulgulara ulaşılmıştır. Bunun yanı sıra, cari hesap katsayıları, dış borç ve uluslararası rezervlerin bütün ülkeler için uzun dönemde

<sup>409</sup> Bilal Kargı, "Credit Default Swap (CDS) Spreads: The Analysis of Time Series for The Integration with The Interest Rates and The Growth in Turkish Economy", Montenegrin Journal of Economics, Vol:10, No:1, July, 2014, p. 64-65, pp. 59-66.

<sup>410</sup> Kargı, a.g.e., p. 62-64.

<sup>411</sup> Kargı, a.g.e., p. 62.

önemli olduğu tespit edilmiştir. Ancak kısa dönemde sadece dış bor ve uluslararası rezervler için önemli iken, cari hesap için önemli olmadığı gözlemlenmiştir<sup>412</sup>.

**Tablo 3.1. (18) Değişkenler, Beklenen İşaretler ve İlgili Araştırmalar**

Değişkenler	Tanımı	Beklenen İşareti	Araştırmalar
<b>CDS</b>	Ülkelerin 5 yıllık CDS verileri (2003-2014)		Baklacı ve Arslan (2009), Abid ve Naifar (2006), Longstaff vd. (2007), Ersan ve Günay (2009), Ismailescu ve Kazemi (2010), Brandorf ve Holmberg (2010), Anton (2011), Aizenman vd. (2011), Haksal (2013), Eysell vd. (2013), Gündüz ve Kaya (2013), Keten vd. (2013)
<b>CID</b>	Cari İşlemler Dengesi (GSYH %)	-	Ho (2014)
<b>ETF</b>	Enflasyon, Tüketici Fiyatları (Yıllık %)	-	Brandorf ve Holmberg (2010)
<b>GSYHB</b>	GSYH Büyümesi (yıllık %)		Brandorf ve Holmberg (2010), Anton (2011), Kargı (2014)
<b>SPKSE</b>	S&P Küresel Sermaye Endeksleri (yıllık % değişim)	+	Eysell vd. (2013)
<b>BVFO</b>	Borç Verme Faiz Oranı (%)		
<b>RFO</b>	Reel Faiz Oranı (%)	-	Abid ve Naifar (2006), Ersan ve Günay (2009), Eysell vd. (2013), Keten vd. (2013), Kargı (2014)
<b>DYYNG</b>	Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Net Girişler (GSYH%)		
<b>TMHB</b>	Toplam Merkezi Hükümet Borcu (GSYH%)		

<sup>412</sup> Hoa HO, “Long-Run Determinant of the Sovereign CDS Spread in Emerging Countries”, **CEPN (CNRS-UMR 7234)**, 2014, pp. 1-10.

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### 4. VERİLERİN ANALİZİ VE YORUM

Bu bölümde araştırma verilerinin analiz sonuçları ve tartışma kısmı yer almaktadır. Ayrıca araştırmanın sonuç kısmında öneriler de yer almaktadır. dinamik panel veri yöntemlerinden GMM-Sistem tahminci yöntemi ile kalıntısız doğrusal regresyon modeli yöntemine ait bulgulara geçilmeden önce, araştırma kapsamında kullanılan bağımsız değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikleri verileri tablo 4.1.'de gösterilmektedir.

**Tablo 4.1. (19) Tanımlayıcı İstatistikler**

Gelişmekte Olan Ülkeler					
Değişkenler	Gözlem	Ortalama	S. Sapma	Min.	Max.
CDS	90	141.8378	140.963	13.88	880.784
CID	90	1.034645	5.9822728	-9.691074	16.84688
ETF	110	5.025164	3.762569	-8.457161	25.29637
GSYHB	110	4.601467	3.425428	-7.820885	14.16239
SPKSE	109	21.90515	41.53578	-73.43062	147.18
BVFO	104	12.74136	13.05856	4.248333	67.08334
RFO	103	6.355012	11.32649	-7.349732	46.91683
DYYNG	110	2.679737	1.388006	-8.720853	6.267277
TMHB	30	32.12121	16.53094	6.495297	54.01662

Araştırma kapsamında kullanılan bağımsız değişkenlerinin birbiriyle olan ilişkisinin görülebileceği korelasyon matrisi anlamlılık verileri tablo 4.2'de verilmiştir.

**Tablo 4.2. (20) Korelasyon Matrisi Anlamlılık Tablosu**

	CDS	CID	ETF	GSYHB	SPKSE	BVFO	RFO	DYYNG	TMHB
CDS	1.0000								
CID	-0.4106	1.0000							
ETF	0.4999	-0.3051	1.0000						
GSYHB	-0.7511	0.2909	0.0725	1.0000					
SPKSE	-0.0195	0.1507	-0.1777	-0.4024	1.0000				
BVFO	0.7470	-0.5202	0.7699	-0.3144	-0.0600	1.0000			
RFO	0.4907	-0.2795	-0.2783	-0.8003	0.2802	0.2286	1.0000		
DYYNG	-0.4160	-0.0769	0.1377	0.6165	-0.3084	-0.0696	-0.3909	1.0000	
TMHB	-0.0264	0.1416	-0.5954	-0.2764	0.0042	-0.2446	0.3743	-0.4393	1.0000

Tablo incelendiğinde, CDS değişkeninin istatistiki olarak CID, GSYHB, SPKSE ve DYYNG ile TMMHB değişkenleri ile arasında negatif ilişkili olduğu görülürken, ETF, BVFO ve RFO değişkeniyle arasında pozitif ilişkili olduğunu göstermektedir. Bir diğer değişken olan CID değişkeninin istatistiki olarak ETF, BVFO, RFO ve DYYNG değişkenleriyle arasında negatif ilişkili olduğu

görülürken, GSYHB, SPKSE ve TMHB değişkenleriyle arasında pozitif bir ilişki olduğu görülmektedir. ETF değişkeninin istatistiki olarak GSYHB, BVFO ve DYYNG değişkenleriyle arasında pozitif ilişki görülürken, SPKSE, RFO ve TMHB arasında negatif ilişki olduğu görülmektedir. Bir diğer değişken olan GSYHB'nin istatistiki olarak SPKSE, BVFO ve TMHB değişkenleriyle arasında negatif ilişki olduğu görülürken, DYYNG değişkeni ile arasında pozitif bir ilişki olduğu görülmektedir. SPKSE değişkeninin istatistiki olarak BVFO ve DYYNG değişkenleriyle arasında negatif bir ilişki görülürken, TMHB değişkeniyle arasında pozitif bir ilişki görülmektedir. BVFO değişkeninin istatistiki olarak RFO değişkeni ile arasında pozitif bir ilişki olduğu görülürken, DYYNG ve TMHB değişkenleriyle arasında negatif bir ilişki olduğu görülmektedir. RFO değişkeninin istatistiki olarak DYYNG ile arasında negatif ilişki olduğu görülürken, TMHB değişkeniyle arasında pozitif bir ilişki olduğu görülmektedir. Son değişken olan DYYNG ile TMHB arasında ise istatistiki olarak negatif bir ilişki olduğu görülmektedir.

#### 4.1. GMM-Sistem Analizi Bulguları

Araştırma kapsamında seçilen değişkenlerin CDS spreadları üzerindeki etkilerini ölçebilmek amacıyla GMM-Sistem tahmini modeli kullanılmıştır. GMM tahmin sonuçları tablo 4.3. 'de verilmiştir.

Analiz sonuçları incelendiğinde ilk bağımsız değişken olan CID değişkeninin CDS değişkenini “*Model-1*” de %5, “*Model-2*” ve “*Model-3*” te ise %1 oranlarında istatistiksel olarak önemli düzeyde pozitif etkilediği görülmektedir. İkinci değişken olan ETF değişkeninin CDS değişkenini “*Model-1*” ve “*Model-2*”de %1 , “*Model-3*”te ise %5 oranlarında istatistiksel olarak önemli düzeyde pozitif etkilediği görülmektedir. Üçüncü değişken olan GSYHB değişkeninin CDS değişkenini “*Model-1*”, “*Model-2*” ve “*Model-3*”te %1 oranlarında istatistiksel olarak önemli düzeyde negatif etkilediği görülmektedir. Dördüncü değişken olan RFO değişkeninin CDS değişkeni üzerinde istatistiksel olarak güçlü bir etkisi olmadığı görülmektedir. Benzer şekilde DYYNG olarak ifade edilen doğrudan yabancı yatırımlar (net girişler) ile TMHB olarak ifade edilen toplam merkezi hükümet borçlarının CDS primleri değişkeni üzerinde istatistiki olarak güçlü bir etkisi tespit edilmemiştir. Diğer bir bağımsız değişken olan SPKSE değişkeninin “*model-3*”te görüldüğü üzere

CDS değişkenini %1 oranda istatistiki olarak önemli düzeyde negatif etkilediği görülmektedir. Son değişken olan BVFO değişkenin CDS değişkeni üzerinde istatistiki olarak güçlü bir etkisi tespit edilmemiştir.

Yapılan analizler sonucunda “*model-1*”, “*model-2*” ve “*model-3*”e ait Sargan Testi sonuçları sırasıyla; 0.5281, 0.5306 ve 0.4507 olarak bulunmuştur. Sargan testi, araç değişkenlerin içsellik problemi taşıyıp taşımadığını ortaya koymaktadır<sup>413</sup>. Bir başka ifadeyle Sargan Testi, model dâhilinde kullanılan araç değişkenlerin geçerli olup olmadığını göstermektedir<sup>414</sup>. Kullanılan araç değişkenleri gerçek anlamda dışsalsalar, kalıntıların açıklayıcı değişkenler ile korelasyonsuz olduğu söylenebilir<sup>415</sup>. Bu araştırma kapsamında yapılan GMM-sistem analizleri sonucunda modellere dâhil edilen araç değişkenlerinin geçerli olduğu görülmektedir.

Yine Arellano-Bond Order test sonuçlarının sırasıyla; 0.9544, 0.8660 ve 0.9548 bulunmuştur. Arellano-Bond Order testi sayesinde GMM-Sistem analizlerindeki modellerin otokorelasyon probleminin var olup olmadığını göstermektedir<sup>416</sup>. Bu araştırma kapsamında yapılan Arellano-Bond Order testi sonuçlarına göre modellerde otokorelasyon problemi olmadığı görülmektedir.

Araştırmada “*model-1*” için Wald Chi2 Testi sonucu 180.85 olarak bulunmuştur. Aynı testin sonuçları “*model-2*” ve “*model-3*” için sırasıyla, 174.38 ve 333.46 olarak bulunmuştur. Wald Chi2 Testi, modelde kullanılan tüm bağımsız değişkenlerin, bağımlı değişkeni açıklamada anlamlı olup olmadığını göstermektedir<sup>417</sup>. Bu araştırma kapsamında yapılan GMM-sistem analizleri sonucunda Wald Chi2 testi sonuçlarının anlamlı olduğu görülmektedir.

Son olarak modellerin içerdiği gözlem sayısının 13 olduğu görülmektedir. Modellere ait grup sayısı ise, 4’tür.

<sup>413</sup> Arı ve Özcan, a.g.e., s. 112

<sup>414</sup> Dökmen, a.g.e., s. 48

<sup>415</sup> Tatoğlu, a.g.e., s. 99

<sup>416</sup> Dökmen, a.g.e., s. 48

<sup>417</sup> Burcu Özcan ve Ayşe Arı, “Doğrudan Yabancı Yatırımların Belirleyicileri Üzerine Bir Analiz: OECD Örneği”, *Ekonometri ve İstatistik*, Sayı:12, 2010, s. 83, ss. 65–88.

**Tablo 4.3. (21) GMM-Sistem Tahmini Bulguları**

<i>Bağımlı Değişken: CDS</i>	<i>Dinamik Model -1</i>	<i>Dinamik Model- 2</i>	<i>Dinamik Model- 3</i>
<i>CDS L-1</i>	-1.261703 (.3696578) 0.001***	-1.380772 (.3603201) 0.000***	-.50166 (.4336164) 0.247
<i>CID</i>	7.295393 (2.93761) 0.013**	9.053916 (2.657498) 0.001***	6.546222 (2.167152) 0.003***
<i>ETF</i>	18.1698 (3.911061) 0.000***	19.40048 (3.727466) 0.000***	9.2142 (4.678266) 0.049**
<i>GSYHB</i>	-32.64934 (5.342492) 0.000***	-34.61949 (4.24265) 0.000***	-27.14252 (4.151081) 0.000***
<i>RFO</i>	-.9203604 (2.155617) 0.669	-	-
<i>DYYNG</i>	-13.13502 (9.65875) 0.174	-	-
<i>TMHB</i>	.5570358 (4.261669) 0.896	4.386268 (3.315009) 0.186	.048998 (3.525732) 0.989
<i>SPKSE</i>			-.6194089 (.2298079) 0.007***
<i>BVFO</i>			-.5572697 (4.203305) 0.895
<i>Sargan Test (P-Value)</i>	0.5281	0.5306	0.4507
<i>Arellano-Bond Order</i>	0.9544	0.8660	0.9548
<i>Wald Chi2</i>	180.85	174.38	333.46
<i>Gözlem</i>	13	13	13
<i>Grup</i>	4	4	4

\*:%10 Düzeyinde Anlamlı

\*\*:%5 Düzeyinde Anlamlı

\*\*\*: %1 Düzeyinde Anlamlı

(Köşeli parantez içindeki veriler ise, standart sapmaları göstermektedir.)

**4.2. Sabit Etkiler Modeli (AR(1)) Bulguları**

Araştırma kapsamında kullanılan bir diğer analiz Kalıntısız Regresyon Modeli Analizi 'dir. Bu analiz doğrultusunda gerçekleştirilen sabit etkiler modeli (AR(1)) ait bulgular tablo 4.7'de gösterilmektedir. Söz konusu tablodaki bulguların verilmesine geçmeden önce tablo 4.5'te Hausman ve tablo 4.6'da otokorelasyon testlerine ait sonuçları gösterilmektedir.



**Tablo 4.5. (22) Hausman Testi Bulguları**

	Model-1	Model-2
<b>Chi2 (5)</b>	11.66	13.69
<b>Prob&gt;Chi2</b>	0.397	0.0333

Gerçekleştirilen testler sonucunda birim ve /veya zaman etkilerinin olduğu görülürse, bu etkilerin sabit mi tesadüfi mi olduğunu tespit etmek amacıyla, tanımlama hatasını sınamak için geliştirilen Hausman (1978) spesifikasyon testi, panel veri modellerinde tahminciler arasında seçim yapmak amacıyla kullanılır<sup>418</sup>. Yani bu test, gruba ilişkin spesifik etkinin tesadüfi olduğunu varsayarak modelin açıklayıcı değişkenleri ile modele ait spesifik etkiler arasında korelasyon olup olmadığını gösterir<sup>419</sup>. Bu araştırmada yapılan Hausman Testi'nde P istatistiği 0.05'ten küçük bulunduğu için ( $p < 0.05$ ) sabit etkiler modeli tercih edilerek yorumlanmıştır.

**Tablo 4.6. (23) OtoKorelasyon Testine Ait Bulgular**

	Model-1	Model-2
<b>Durbin-Watson</b>	1.4053761	1.4016472
<b>Baltagi-Wu LBI</b>	2.069680	2.0670861
<b>Prob</b>	0.5298	0.2716

Kalıntılı Doğrusal Regresyon Modeli (AR(1)) süreci modelde otokorelasyon testi Baltagi-Wu ve Durbin-Watson test istatistikleri yorumlanmıştır. Literatür incelendiğinde herhangi kritik bir değere rastlanmamasına karşın uygulamada 2 ve üstü bulunan değerler otokorelasyonun olmadığı olarak kabul görmektedir. Yukarıdaki tablo incelendiğinde Baltagi-Wu testi sonuçlarından 2'nin üzerinde bir değer elde edildiği görülmektedir. Bu bağlamda Baltagi-Wu testi sonuçlarından hareketle modellerde otokorelasyon problemi olmadığı söylenebilir.

<sup>418</sup> Osman Uluyol ve Veysel Eren Türk, "Finansal Rasyoların Firma Değerine Etkisi: Borsa İstanbul (BİST)'da Bir Uygulama", **Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi**, C: XV, S: II, 2013, s. 377, ss. 365-384.

<sup>419</sup> Fazlı Yıldız, "Telekomünikasyon Yatırımlarının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: OECD Ülkeleri Üzerine Ampirik Bir Çalışma", **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, C:17, S:3, 2012, s. 247, ss. 233-258.

**Tablo 4.7. (24) Sabit Etkiler Modeli (AR(1))**

Bağımlı Değişken: CDS		Model-1	Model-2
<b>CID</b>		-4.96273, (2.814128)	-7.88437 (3.152764)
		0.088*	0.018**
<b>ETF</b>		9.539865 (4.278355)	4.611634 (4.947986)
		0.033**	0.359
<b>GSYHB</b>		-17.35568 (2.149586)	-20.25836 (2.624718)
		0.000***	0.000***
<b>SPKSE</b>		-.3343271 (.153357)	-.2758411 (.1511759)
		0.037**	0.078*
<b>BVFO</b>		-2.233243 (3.564853)	5.359285 (5.395114)
		0.536	0.328
<b>CONS</b>		210.6202 (31.30556)	195.3023 (30.55835)
		0.000***	0.000***
<b>RFO</b>		-	-6.005945 (3.281732)
			0.077*
<b>Model-1</b>			
R-sq:	Within: 0.7301	Gözlem: 46	F Değeri: 16.77
	Between: 0.4631	Grup:10	Prob. Değeri: 0.0000
<b>Model-2</b>			
R-sq:	Within: 0.7560	Gözlem: 46	F Değeri: 15.49
	Between: 0.6048	Grup:10	Prob. Değeri: 0.0000

\*:%10 Düzeyinde Anlamlı

\*\*: %5 Düzeyinde Anlamlı

\*\*\*: %1 Düzeyinde Anlamlı

(Köşeli parantez içindeki veriler ise, standart sapmaları göstermektedir.)

Sabit etkiler Modeli (AR(1)) çerçevesinde gerçekleştirilen modeller arasındaki temel fark, “model-1”de faiz göstergesi olarak borç verme faiz oranı alınmış iken, “model-2”de faiz göstergesi olarak, reel faizler alınmıştır.

Gerçekleştirilen analizler sonucunda CID değişkeninin CDS bağımlı değişkenini “model-1”de %10 ve “model-2”de %5 oranlarında istatistiki olarak önemli düzeyde negatif etkilediği görülmektedir. Bir diğer bağımsız değişken olan ETF değişkeninin CDS değişkenini “model-1”de %5 oranında istatistiki olarak

önemli düzeyde pozitif etkilediği görülürken, “model-2”de güçlü oranda bir etkisi gözlemlenmemektedir.

GSYHB değişkenin CDS bağımlı değişkenini “model-1” ve “model-2”de %1 oranında istatistiki olarak önemli düzeyde negatif etkilediği görülmektedir. Bir diğer değişken olan SPKSE değişkeninin CDS bağımlı değişkenini “model-1”de %5 ve “model-2”de %10 oranlarında istatistiki olarak önemli düzeyde negatif etkilediği görülmektedir. BVFO değişkeninin CDS değişkeni üzerinde “model-1” ve “model-2”de görüldüğü üzerinde önemli bir etkisi gözlemlenmemektedir. Sabit bir değişken olan CONS değişkeninin CDS bağımlı değişkenini “model-1” ve “model-2”de %1 oranında istatistiki olarak önemli düzeyde pozitif etkilediği görülmektedir. Son bağımsız değişken olan RFO değişkenin CDS değişkenini “model-2” de %10 oranında istatistiki olarak önemli düzeyde negatif etkilediği görülmektedir.

“Model-1” ve “model-2”nin t R-sq değerlerinin Within değerleri sırasıyla; 0.7301 ve 0.7560 olarak bulunmuştur. Between değerleri ise, 0.4631 ve 0.6048 olarak bulunmuştur. “Model-1” ve “model-2”nin gözlem sayıları 46 olup, grup sayıları 10’dur. Modellerin F değerleri sırasıyla; 16.77 ve 15.49 olarak bulunmuştur. Yine modellere ait Prob değerleri 0.000 olarak bulunmuştur.

### 4.3. Tartışma

Bu araştırmada seçilmiş Türkiye ile birlikte seçilen ülkelerin 2003-2014 yılları arasındaki CDS spreadlarına etki eden makroekonomik değişkenlerin neler olduğunun saptanması amacıyla panel veri analizi kapsamında GMM- Sistem tahmini ve Sabit Etkiler Modeli (AR(1)) analizleri uygulanmıştır.

Araştırma kapsamında ilk uygulanan analiz yöntemi olan GMM-Sistem tahmini analiz bulguları incelenecek olunursa, birinci değişken olan CID değişkenin CDS değişkenini “Model-1” de %5, “Model-2” ve “Model-3” te ise %1 oranlarında istatistiksel olarak önemli düzeyde pozitif etkilediği görülmektedir. Bu bulgudan hareketle, CID’de yaşanan artışların CDS spreadların doğrudan bir artışa neden olduğu ileri sürülebilir.

Cari işlemler hesabında, gelirlerin giderleri aştığı, diğer bir ifadeyle, farkın artı olduğu durum cari işlemler fazlası (cari fazla) olarak adlandırılırken; giderlerin

gelirleri aştığı, diğer bir ifadeyle, farkın eksi olduğu durum ise cari işlemler açığı (cari açık) olarak adlandırılmaktadır<sup>420</sup>. Cari fazlanın yaşandığı bir durumda ekonomik sistemde belli başlı olumsuzluklar yaşanabilmektedir. Zira bir ülkenin cari fazlasının GSYH'ye oranı arttıkça, söz konusu ülke dışarıda yaşanabilecek dinamiklere ve dalgalanmalara daha bağımlı, etkileşimlere karşı daha duyarlı ve de bundan ötürü daha kırılgan bir duruma düşebilir<sup>421</sup>. Bu bağlamda araştırmaya dâhil ülkeler arasında; Rusya, Çin, Malezya, Kore ve kimi yıllarda Brezilya ve Tayland'ın araştırmaya konu olan zaman aralığında cari fazla verdikleri görülmektedir. Özellikle araştırmanın kapsadığı tüm yıllar içerisinde cari fazla veren Rusya, Çin, Malezya ve Kore açısından cari işlemler dengesinde yaşanan artışların makroekonomik sorunlara yol açma riskini artırdığından CDS spreadlarında artışa sebep olduğu ileri sürülebilir.

Bu bulgular, benzer bir başka araştırma olan Ho (2014)'un çalışması ile örtüşmemektedir. Zira araştırmacı çalışmasında cari hesap katsayılarının seçilmiş bütün ülkeler için uzun dönemde CDS spreadları üzerinde önemli düzeyde negatif bir etkisi olduğunu, ancak kısa dönemde ise güçlü bir etkisi olmadığını tespit etmiştir<sup>422</sup>. Ho, bu bulguyu seçilmiş ülkelerin cari hesaplarında yaşanabilecek iyileşmelerde, hükümetlerin kredi borçlarını ödemek için daha fazla paraya sahip olacaklarından, CDS spreadlarının düşmesi gerekeceği şeklinde yorumlamaktadır<sup>423</sup>.

İkinci değişken olan ETF değişkeninin CDS değişkenini “Model-1” ve “Model-2”de %1 , “Model-3”te ise %5 ile istatistiksel olarak önemli düzeyde pozitif etkilediği görülmektedir. Bu bulgudan hareketle seçilmiş ülkelerde yaşanan enflasyon (tüfe) artışlarının CDS spreadlarını artıracığı ileri sürülebilir. Bu beklenen bir bulgudur. Zira başta gelişmekte olan ülkeler olmak üzere birçok ülkenin yıllardır mücadele etmeye çalıştığı enflasyonun ekonomik, sosyal ve siyasi bakımdan temel olarak etkileri ve neticeleri olumsuz olan, istenmeyen bir iktisadi

<sup>420</sup> (Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası) Terimler Sözlüğü, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Bottom+Menu/Egitim-Akademik/Finansal+Egitim/Terimler+Sozlugu#42> (Erişim Tarihi: 16 Mayıs 2015)

<sup>421</sup>(Bilgiekonomi) <http://bildiginekonomi.net/2014/04/cari-islemler-dengesi/> (Erişim Tarihi: 12 Mart 2015)

<sup>422</sup> Ho, a.g.e.

<sup>423</sup> Ho, a.g.e., p. 7

oluşum olduğu ileri sürülebilir<sup>424</sup>. Enflasyon sorunun yaşandığı bir ülkede istihdam ve genel fiyatlar seviyesi artmakta, tasarruf hacmi, ticaret ve ödemeler dengesi ile ekonomik kaynakların kullanımı olumsuz etkilenmektedir<sup>425</sup>. Bunun yanı sıra kronik bir hal alan enflasyonun gelecekle ilişkili beklentileri olumsuz etkileyip, uzun vadeli yatırımların yapılmasını güçleştirebilir<sup>426</sup>. Enflasyonun ekonomik büyüme üzerinde de olumsuz etkileri olduğu ileri sürülebilir. Nitekim Türkiye’de yaşanan enflasyon artışları ile ekonomik büyüme ilişkisini araştıran kimi çalışmalar incelendiğinde enflasyon ile ekonomik büyüme arasında negatif ilişki tespit edildiği görülmektedir<sup>427</sup>. Bu bağlamda söz konusu ülkelerde yaşanan enflasyon artışlarının makroekonomide olumsuz etkilere yol açtığından dolayı, ülkelerin CDS spreadlarında artış görüldüğü ileri sürülebilir.

Araştırmada enflasyonun CDS spreadları üzerindeki etkilerine yönelik elde edilen bulgular benzer bir çalışma olan Brandorf ve Holmberg (2010)’un araştırmasıyla örtüşmemektedir. Zira söz konusu araştırmacılar çalışmalarında enflasyon oranlarında yaşanacak bir artışın CDS spreadlarını düşüreceği bulgusuna ulaşmışlardır<sup>428</sup>. Ancak söz konusu araştırma daha detaylı incelendiğinde seçilen ülkeler arasında sadece İrlanda’da yaşanan enflasyon artışlarının, ülkenin CDS spreadlarını azalttığı görülmektedir<sup>429</sup>. İrlanda’nın enflasyon verileri, araştırmanın kapsadığı yıllar (2004Ç1-2009Ç3) dâhil edilerek incelendiğinde, 2004 yılında %2’nin altında gerçekleşen enflasyon oranının, 2010 yılına kadar -6’nın altına düştüğüne şahit olunmaktadır<sup>430</sup>. Bu verilerden hareketle ülkenin söz konusu yıllar aralığında deflasyon riski yaşamış olduğu ileri sürülebilir. Nitekim deflasyonun yaşandığı bir ülkede, paranın değeri yükseleceğinden, yatırımlara

<sup>424</sup> Suat Oktar ve Levent Dalyancı, “ Türkiye Ekonomisinde Para Politikası ve Enflasyon Arasındaki İlişkinin Analizi”, **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt XXXI, Sayı: II, 2011, s.2, ss.1-20.

<sup>425</sup> (Ekodialog.com) [http://www.ekodialog.com/Konular/enflasyonun\\_etkileri.html](http://www.ekodialog.com/Konular/enflasyonun_etkileri.html) (Erişim Tarihi: 16 Mayıs 2015)

<sup>426</sup> Oktar ve Dalyancı, a.g.e., s. 2

<sup>427</sup> Zeynep Karaçor, Hüseyin Özer ve Taha Bahadır Saraç, “ Enflasyon ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Ekonomisi Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama (1988-2007)”, **Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt: 4, Sayı: 2, 2011, ss.29-44; Metin Berber ve Seyfettin Artan, “Enflasyon ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği”, **Turkish Economic Association**, Discussion Paper, 2004/21, October, 2004, ss.1-14.

<sup>428</sup> Brandorf and Holmberg, a.g.e., p. 22-23

<sup>429</sup> Brandorf and Holmberg, a.g.e., p. 21-23

<sup>430</sup> (Trading Economics) <http://tr.tradingeconomics.com/ireland/inflation-cpi> (Erişim Tarihi: 15 Mayıs 2015)

yönlendirmektense elde tutmak daha karlı olacaktır<sup>431</sup>. Böyle bir durumda makroekonomide ciddi sıkıntılar baş gösterebilmektedir. Bunlar arasında; talebin daha sonraki dönem fiyatları üzerinde aşağı yönlü baskı kurarak azalması, kamusal ve özel borçlar nominal olduğundan, düşen fiyatların borcun asıl yükünü artırıyor olması ve benzeri olumsuz etkiler gösterilebilir<sup>432</sup>. Bu bağlamda İrlanda'da enflasyonun, söz konusu yıllar içinde, artması makroekonomiği olumlu etkileyeceğinden, bu artışın CDS spreadlarında düşüşe sebep olduğu ileri sürülebilir.

Bu araştırma kapsamında yapılan GMM-Sistem tahmini analizi içerisindeki ülkelere ait söz konusu makroekonomik değişkenler arasında CDS spreadları üzerinde istatistiki olarak anlamlı etkisi olan en güçlü değişkenin GSYHB olduğu görülmektedir. Zira dördüncü değişken olan GSYHB değişkeninin CDS değişkenini “Model-1”, “Model-2” ve “Model-3”te %1 oranında istatistiksel olarak önemli düzeyde negatif etkilediği görülmektedir. Bu bulgudan hareketle ülkelerin GSYH büyüme oranlarının artmasının, CDS spreadlarını düşürdüğü ileri sürülebilir.

GSYHB oranları ülke ekonomileri açısından önemlidir. Zira GSYH oranlarındaki değişim büyümeyi ve yahut daralmayı en bariz biçimde ortaya koyan makroekonomik değişkenlerdendir<sup>433</sup>. Bunun yanı sıra Türkiye dâhil gelişmekte olan ülkeler için GSYH oranlarının artması, bu ülkelerin kalkınmaları açısından çok önemli olduğu gözlemlenmektedir. Bu bağlamda seçilen ülkelerde görülen GSYHB oranlarındaki pozitif artışların makroekonomik açıdan olumlu bir gelişme olarak algılandığından, CDS spreadlarını düşürdüğü ileri sürülebilir.

Bu noktada benzer araştırmalara göz atıldığında Brandorf ve Holmberg (2010), Anton (2011) ve Kargı (2014)'ün çalışmaları göze çarpmaktadır. Bu araştırmacılar Brandorf ve Holmberg (2010) çalışmalarında, benzer şekilde GSYH oranlarındaki artışların CDS spreadları üzerinde değişik etkileri olduğunu tespit ederlerken<sup>434</sup>, Kargı (2014), çalışmasında GSYH ile CDS spreadları arasında

<sup>431</sup> (Kobitek) [http://kobitek.com/enflasyonun\\_sonuclari](http://kobitek.com/enflasyonun_sonuclari) (Erişim Tarihi: 15 Mayıs 2015)

<sup>432</sup> Paul De Grauwe, “Deflation in Euro Zone,” **The Economist**, 16 Ocak 2014'deki söyleşi; Aktaran: (Dinamik Gazete) <http://www.dinamikgazete.com/avrupada-deflasyonu-anlamak-2/> (Erişim Tarihi: 15 Mayıs 2015)

<sup>433</sup>(Destek Menkul) [http://destekmenkul.com/forex-icerik/forex\\_analizleri/temel\\_analiz/gayri\\_safi\\_yurtici\\_hasila](http://destekmenkul.com/forex-icerik/forex_analizleri/temel_analiz/gayri_safi_yurtici_hasila) (Erişim Tarihi: 18 Mart 2015)

<sup>434</sup> Brandorf and Holmberg, a.g.e.

uzun dönemde dahi güçlü bir ilişkinin olmadığı bulgusuna ulaşmıştır<sup>435</sup>. Anton (2011), ise geçiş ekonomileri ülkeleri ile ilgili yaptığı çalışmada Reel GSYİH ile CDS spreadları arasında bazı ülkeler için pozitif bir ilişki bulurken bazı ülkeler için ise negatif ilişki tespit etmiştir<sup>436</sup>.

GMM-Sistem tahmini analizi kapsamında CDS spreadları üzerinde güçlü bir etkisi tespit edilen son değişken SPKSE değişkenidir. Söz konusu değişkenin “model-3”te görüldüğü üzere CDS değişkenini %1 oranda istatistiki olarak önemli düzeyde negatif etkilediği görülmektedir. Bu bulgudan hareketle SPKSE’de yıllık olarak gerçekleşen pozitif değişimlerin CDS spreadlarını düşürdüğü ileri sürülebilir.

Araştırmanın bulgusu bu konuda benzer bir araştırma olan Eyssell vd. (2013), çalışmalarıyla örtüşmemektedir. S&P endeksi opsiyonu için zımnî volatilitenin değişken olarak alındığı araştırmalarında, söz konusu değişkenin CDS spreadları üzerinde önemli düzeyde pozitif bir etkisi olduğu görülmektedir<sup>437</sup>.

Araştırma kapsamında gerçekleştirilen ikinci analiz yöntemi Sabit Etkiler Modeli’dir (AR(1)). Modelin bulguları değerlendirilecek olunursa, CID değişkeninin CDS bağımlı değişkenini “model-1”de %10 ve “model-2”de %5 oranlarında istatistiki olarak önemli düzeyde negatif etkilediği görülmektedir. Bu bulgu önceki GMM-Sistem tahmini analizi bulgularıyla zıt, ancak benzer bir başka araştırma olan Ho (2014)’un çalışması ile paraleldir<sup>438</sup>.

Araştırmanın kapsadığı ülkeler içerisinde, Türkiye, Meksika, Güney Afrika, Polonya, Brezilya ve Tayland’ın araştırmaya konu olan zaman aralığında cari açık sorunu yaşadıkları görülmektedir. Bilindiği üzere cari açık dünyada birçok ülke açısından ciddi problemler taşımaktadır. Özellikle gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde cari açığın dinamikleri farklı olduğu gibi cari açığı belirleyen faktörler de farklı olabilmektedir<sup>439</sup>. Ancak temelde cari açık yurtiçi tasarrufların yetersizliğinden kaynaklanmaktadır<sup>440</sup>. Genel olarak cari açığın GSYH’ye oranı,

<sup>435</sup> Kargı, a.g.e.

<sup>436</sup> Anton, a.g.e.

<sup>437</sup> Eyssell et al, a.g.e.

<sup>438</sup> Ho, a.g.e.

<sup>439</sup> Necati Çiftçi, “Türkiye’de Cari Açık, Reel Döviz Kuru ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkiler: Eş Bütünleşme Analizi”, *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt:14, Sayı:1, Mart, 2014, s. 130, ss. 129-142.

<sup>440</sup> Mehmet Cural, “Gelişmekte Olan Ülkelerde Cari İşlemler Dengesinin 1980 Sonrası Dönemde Gelişimi ve Finansmanı”, *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi*, Cilt: XXIX, Sayı: II, 2010, s. 174, ss. 173-195.

ülkenin dış kaynak ihtiyaç oranını başka bir ifadeyle ülkenin yabancı sermayeye bağımlılığının göstergesi olarak kabul edilir<sup>441</sup>. Dolayısıyla cari açığın süresi ve büyüklüğüne bağlı olarak ülkelerin dış borcu artmaktadır<sup>442</sup>. Bu bağlamda yukarıda sayılan ülkelerin CID’inde yaşanan olumlu artışlardan dolayı cari açığın GSYH’ye oranının azalması, ülkelerin makroekonomik parametrelerine olum etki ettiğinden, CDS spreadlarında düşüş görüldüğü ileri sürülebilir.

İkinci değişken olan ETF değişkeninin CDS değişkenini “model-1”de %5 oranında istatistiki olarak önemli düzeyde pozitif etkilediği görülürken, “model-2”de güçlü oranda bir etkisi gözlemlenmemektedir. “Model-1” üzerinden değerlendirme yapmak gerekirse bulunan bulgular önceki model olan GMM-Sistem tahmini analizi bulgularıyla örtüşmektedir.

Üçüncü değişken olan GSYHB değişkeninin CDS bağımlı değişkenini “model-1” ve “model-2”de %1 oranında istatistiki olarak önemli düzeyde negatif etkilediği görülmektedir. Bulunan bulgular önceki model olan GMM-Sistem tahmini analizi bulgularıyla örtüşmektedir.

Bir diğer değişken olan SPKSE değişkeninin CDS bağımlı değişkenini “model-1”de %5 ve “model-2”de %10 oranlarında istatistiki olarak önemli düzeyde negatif etkilediği görülmektedir. Bulunan bulgular önceki model olan GMM-Sistem tahmini analizi bulgularıyla örtüşmektedir.

Son bağımsız değişken olan RFO değişkeninin CDS değişkenini “model-2”de %10 oranında istatistiki olarak önemli düzeyde negatif etkilediği görülmektedir. Bu bulgudan hareketle seçilmiş ülkelerin reel faiz oranlarında yaşanan artışların CDS spreadlarını düşürdüğü ileri sürülebilir. Bu bağlamda faiz oranlarında yaşanacak artışların seçilmiş ülkelerin risk algılarına olumlu yansıtacağı söylenebilir. Bunun temel nedeni olarak ta yüksek faiz oranlarının döviz girişlerini yükseltmesine paralel olarak kurun düşmesi ve paralelinde riskin azalması olduğu ifade edilebilir<sup>443</sup>.

<sup>441</sup> Ömer Yalçınkaya ve Fatma Temelli, “Ekonomik Büyüme İle Cari İşlemler Dengesi Arasındaki İlişki: BRICS ve MINT (1992-2013)”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 19, Sayı:4, 2014, s. 205, ss. 201-224.

<sup>442</sup> Yaman, a.g.e., s.2.

<sup>443</sup> Mahfi Eğilmez, <http://www.mahfiegilmez.com/2014/05/faiz-kur-ve-risk-iliskisi.html> (Erişim Tarihi: 19 Mart 2)



Araştırmanın bulguları ile Abid ve Naifar (2006), çalışma bulguları örtüşmektedir. Zira benzer bir çalışma yürüten araştırmacılar risksiz faiz oranları ile CDS spreadları arasında negatif bir ilişki tespit etmişlerdir<sup>444</sup>. Bu konuda benzer diğer araştırmalar; Ersan ve Günay (2009), Eyssell vd. (2013), Keten vd. (2013), Kargı (2014)'ün çalışmalarıdır. Ersan ve Günay (2009), çalışmalarında 2030 vadeli Türkiye gösterge Eurobond faiz oranlarının CDS spreadları üzerinde önemli etkili olduğunu bulmalarına rağmen, yurtiçi gösterge faiz oranlarının önemli etkisinin olmadığını tespit etmişlerdir<sup>445</sup>. Keten vd. (2013) araştırmalarında, kısa dönem için CDS ile sadece 30 yıllık faiz oranları arasında bir ilişki tespit ederlerken, yapılan Granger nedensellik testinin sonuçlarına göre ise yalnızca ABD uzun dönem faiz oranlarından Türkiye'nin 5 yıllık CDS primine doğru tek yönlü nedensellik bulmuşlardır<sup>446</sup>. Araştırmada ayrıca söz konusu faiz oranlarının uzun dönemde CDS ile ilişkili olduğu tespit edilmiştir<sup>447</sup>. Eyssell vd. (2013), araştırmalarında reel faiz oranlarının CDS spreadları üzerinde önemli etkisi olduğu bulgusuna ulaşmıştır<sup>448</sup>. Araştırmanın bulgularına benzer bulgular tespit eden son araştırma Kargı (2014) 'ün çalışmasıdır. Söz konusu araştırmacı çalışmasında daha öncede ifade edildiği üzere CDS spreadları için en etkili değişken olarak faiz oranları tespit edilmiştir. Söz konusu faiz oranları içinde CDS spreadları üzerinde en etkili olanın ise, piyasa faiz oranlarının olduğu tespit edilmiştir<sup>449</sup>.

#### 4.4. Sonuç ve Öneriler

Ülkelerin sahip oldukları risk durumunun ve temerrüde düşme olasılığının yatırımcılar, para otoriteleri ve akademik çevreler tarafından etkin ve doğru bir şekilde tahmin edilmesi bakımından CDS'ler çok önemli bir görev üstlenmektedir. Her ne kadar bu finansal araçların güvenilirliği son küresel finans krizinde yara almış olsa da halen birçok ekonomist ve fon yatırımcısı tarafından ülke ve kredi risklerini ölçülebilmesi açısından İskenderiye Feneri<sup>450</sup> görevi görmektedir. Görülen şu ki, bu

<sup>444</sup> Abid ve Naifar, a.g.e., p. 36

<sup>445</sup> Ersan ve Günay, a.g.e.

<sup>446</sup> Keten vd. , a.g.e., s. 385

<sup>447</sup> Keten vd. , a.g.e.

<sup>448</sup> Eyssell et al, a.g.e.

<sup>449</sup> Kargı, a.g.e.

<sup>450</sup> İlk çağlarda dünyanın 7 harikası içerisinde anılan ve gemilere yol gösteren deniz feneri

fenerin etkisinin ve itibarının önümüzdeki yıllarda da süreceği ve hatta daha da aratacağı konusunda birçok kimsenin hemfikir olduğudur.

Dolayısıyla ülkeler açısından CDS spreadlarına etki eden makroekonomik değişkenlerin neler olduğu konusu gerek borçlanma maliyetleri gerekse de ekonomik ve finansal istikrarları açısından önemli durum arz etmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin finansal kırılganlıkları göz önüne alındığında söz konusu makroekonomik değişkenlerin neler olduğunun ortaya konulmasının çok önemli bir problem olduğu ileri sürülebilir.

Bu araştırmada seçilmiş ülkelerin CDS spreadlarına etki eden makroekonomik değişkenlerin neler olduğu merceğe altına yatırılmıştır. Bu bağlamda seçilmiş makroekonomik değişkenlerin CDS spreadları üzerindeki etkileri GMM-Sistem tahmini ve Sabit Etkiler Modeli (AR(1)) yöntemleri ile analiz edilmiştir. İlk analiz yöntemi olan GMM-Sistem tahmini sonucunda, seçilen ülkelerin CDS spreadlarına etki eden makroekonomik değişkenler; cari işlem dengesi, enflasyon, GSYH büyüme oranları ve S&P Küresel Sermaye Endeksleri'dir. Analiz sonucunda cari işlemler dengesinin CDS spreadlarını istatistiki olarak önemli düzeyde pozitif etkilediği tespit edilmiştir. Bu bulgunun temel sebebi olarak, cari fazla veren Rusya, Çin, Malezya ve Kore açısından cari işlemler dengesinde yaşanan artışların makroekonomik sorunlara yol açma riskini artırdığı gösterilebilir. GMM-Sistem tahmininde yer alan ikinci makroekonomik değişken olan enflasyonun CDS spreadlarını istatistiki olarak önemli düzeyde pozitif etkilediği tespit edilmiştir. Bu bulgudan görüldüğü üzere araştırmaya dâhil edilen ülkeler açısından enflasyonun ciddi bir sorun olduğu ve ülkelerin CDS spreadlarını artıran önemli bir faktör olduğu ileri sürülebilir. GMM-Sistem tahmininde yer alan üçüncü makroekonomik değişken olan GSYH, diğer makroekonomik değişkenlere kıyasla CDS spreadları üzerinde en fazla etkili olan değişkendir. GSYH büyüme oranlarının CDS spreadlarını istatistiki olarak önemli düzeyde negatif etkilediği tespit edilmiştir. GSYH büyüme oranları bir ekonominin makroekonomik istikrarının ve sağlığının görülmesi noktasında en başat aktör olarak gösterilebilir. Araştırmanın söz konusu bulgusuna göre bir ülkenin GSYH büyüme oranlarının artması, ülkelerin risk algısını azaltacağından CDS spreadlarını düşürmede en etkin aktör olarak belirmektedir. GMM-Sistem tahmininde yer alan

S&P Küresel Sermaye Endeksleri'nin CDS spreadlarını istatistiki olarak önemli düzeyde negatif etkilediği tespit edilmiştir. S&P Küresel Sermaye Endeksleri diğer makroekonomik değişkenlerin aksine ülkeye dışı olan tek faktördür. Bu endeksler daha öncede ifade edildiği üzere küresel çapta en fazla takip edilen hisse senedi endeksi S&P500'de dâhil olmak üzere 1,25 trilyon ABD Doları tutarındaki büyüklüğü ile bir dünya devidir. Analiz bulguları, bu endekslerdeki artışların seçilen ülkelerin risk göstergelerine (CDS) ve dolayısıyla borçlanma maliyetlerine olumlu etki ettiğini göstermektedir.

Araştırma kapsamında kullanılan ikinci analiz yöntemi olan Sabit Etkiler Modeli (AR(1)) tahmini sonuçlarına göre CDS spreadları üzerinde etkili olan makroekonomik değişkenlerden enflasyon, GSYH büyüme oranları ve S&P Küresel Sermaye Endeksleri'nin CDS spreadları üzerindeki etkileri GMM-Sistem tahmini sonuçları ile örtüşmektedir. Ancak analizde kullanılan cari işlemler dengesinin CDS spreadları üzerindeki etkisine dair bulgu GMM-Sistem tahmini bulgusunun tersidir. Bu bulgunun temel sebebi olarak, cari açık veren Türkiye, Meksika, Güney Afrika, Polonya, Brezilya ve Tayland'ın cari işlemler dengesinde yaşanan artışların, cari açıklarının GSYH'ye oranını düşüreceğinden ve dış borç bağımlılıklarına olumlu yansıtacağından CDS spreadlarını düşürdüğü ileri sürülebilir. Sabit Etkiler Modeli (AR(1)) tahmininde reel faiz oranlarının CDS spreadlarını istatistiki olarak önemli düzeyde negatif etkilediği tespit edilmiştir. Bu bağlamda faiz oranlarında yaşanan artışların seçilmiş ülkelerin risk algularına olumlu yansıdığı görülmektedir. Çünkü söz konusu ülkeler açısından dış dünyadan yabancı fonları çekebilmek için faiz oranlarını artırmak döviz girişlerini olumlu yansıtmaktadır. Dolayısıyla döviz artışları kurun düşmesini sağlayarak, ülkenin sahip olduğu risk düzeyini azaltabilmektedir.

Sonuç olarak seçilmiş ülkelere ait cari işlemler dengesindeki artışlar, reel faiz oranları, GSYH büyüme oranları, enflasyon oranları ve S & P Küresel Sermaye Endeksi'nde yıllık olarak gerçekleşen pozitif değişimlerin CDS spreadları üzerinde önemli düzeyde etkileri olduğu tespit edilmiştir. Bu değişkenler içerisinde GSYH'nin CDS spreadları üzerinde en fazla etkili olan değişken olduğu görülmüştür.

Bu araştırmanın ileride yapılacak araştırmalara ve yetkili otoritelere önerileri aşağıdaki şekilde sıralanabilir:

➤ Bu araştırmanın kısıtlar bölümünde de ifade edildiği üzere öncelik olarak salt Türkiye'nin CDS spreadlarına etki eden makroekonomik değişkenlerin neler olduğunun incelenmesi hedeflenmesine karşın, CDS'lere ait zaman serisi verilerinin kısıtlı olmasından ötürü araştırma mümkün olmamıştır. Dolayısıyla ileride yapılacak olan araştırmalar açısından yeterli zaman serisi verisine ulaşılması halinde bu konuda daha detaylı çalışmaların yapılması mümkün olabilir.

➤ Bu çalışmada CDS spreadları üzerindeki etkisi olan makroekonomik değişkenlerin neler olduğunun ortaya konulması, Türkiye ve söz konusu ülkelerdeki yetkili otoriteler tarafından görülebilmeye ve bu doğrultuda politikalar geliştirilmesine yardımcı olabilir.

➤ Araştırmada seçilen ülkelere ait CDS spreadları üzerinde etkili olan makroekonomik değişkenlerin neler olduğunun ortaya konulması bu konuda çalışan araştırmacılar açısından, söz konusu değişkenler ile CDS spreadları üzerindeki etkinin boyutunun görülüp, incelenmesine yardımcı olabilir.

➤ Araştırmada görüldüğü üzere gelişmekte olan ülkelerin CDS spreadlarına etki eden en önemli faktör GSYH 'dir. Araştırmanın sonucuna göre, seçilen ülkelerde GSYH'nin sağlıklı bir şekilde büyümesine dönük politikalar geliştirilmesi ve sürdürülebilir iyi bir GSYH büyüme oranının yakalanması CDS spreadlarını düşürmede en etkili yöntemlerden birisi olarak görülebilir.

➤ Araştırmada enflasyonun CDS spreadları üzerinde önemli bir etkisi olduğu tespit edilmiştir. Bu bağlamda seçilen ülkelerin CDS spreadlarını etkileyen makroekonomik değişkenler dikkate alınırken bu faktörü göz ardı edilmemelidir. Dolayısıyla ülke riskinin azaltılması noktasında enflasyonla mücadelede önem verilmelidir.

## KAYNAKÇA

Abid, Fathi and Naifar, Nader (2005), “The Determinants Of Credit Default Swap Rates: An Explanatory Study”, **International Journal of Theoretical and Applied Finance**, Vol: 9, No: 1, pp. 23–42.

Abid, Fathi and Naifar, Nader (2006), “Credit Default Swap Rates and Equity Volatility: a Nonlinear Relationship”, **The Journal of Risk Finance**, Vol: 7, Iss: 4, pp. 348 – 371.

(ABOUT MONEY) <http://bizfinance.about.com/od/businessloans/qt/short-term-small-business-loans.htm> (Erişim Tarihi: 18 Mayıs 2014)

Acharya, Viral V. And Johnson Timothy C. (2007), “Insider Trading in Credit Derivatives”, **Journal of Financial Economics**, 84, pp.110–141.

Aklan, Nejla Adanur ve Nargeleşkenler Mehmet (2012), “Hisse Senedi Piyasasında Para Politikalarının Rolü: Türkiye Örneği”, **Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt: XXXIII, Sayı:2, ss.103-128.

Adıyaman, Ahmet Turan (2006), “Dış Borçlarımız Ve Ekonomik Etkileri”, **Sayıştay Dergisi**, Sayı: 62, Temmuz- Eylül, ss.21-45.

Ailincă, Alina ve diğerleri (2012), “Some Considerations regarding the International Monetary Fund’s Reform”, **Economic Insights – Trends and Challenges**, Vol. I (LXIV), No:4, pp.113-120.

Aizenman, Joshua ve diğerleri (2011), “What is the risk of European Sovereign Debt Defaults? Fiscal Space, CDS Spreads and Market Mispricing of Risk”, **National Bureau of Economic Research**, No:17407, September, pp.1-19.

Akdoğan, Kurmaş, Chadwick, Meltem Gülenay (2012), “CDS-Bono Farkı ve Düzeltme Hareketi”, **Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası**, Ekonomi Notları, Sayı:01, 12 Ocak, ss.1-9.

Akduman, Şen Demirer (1989), “Finansal Kiralama (Leasing) ve teknoloji Transferi”, **TMMOB Makina Mühendisleri Odası**, Bursa: Sanayi Kongresi Bildirileri, ss.395-398

Akkuş, Bilge (2008), **Paraya Hükmetmenin Sırrı Finans Yönetimi**, 1. Baskı, İstanbul: Kum Saati Yayın Dağıtım Tic. Ltd. Şti.

Akçayır, Ömer (2013), “Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Güvenirliklerinin Sorgulanması: Türkiye’nin Kredi Derecelendirme Geçmişi ve

Bugünü (1992-2012)”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi SBE.

Akyol, Hikmet ve Baltacı, Nuri (2015), “Uluslararası Bir Finans Merkezi Olarak İstanbul’un Değerlendirilmesi”, **Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Elektronik Dergisi**, Sayı:12, Ocak, ss.1-37.

Annaert, Jan ve diğerleri (2013), “What Determines Euro Area Bank CDS Spreads?” , **Journal of International Money and Finance**, 32, pp. 444–461.

Anton, Sorin Gabriel (2011), “ The Local Determinants Of Emerging Market Sovereign CDS Spreads In The Context Of The Debt Crisis. **An Explanatory Study**”, **Scientific Annals of the Alexandru Ioan Cuza University of Iasi: Economic Sciences Series**, Vol. 2011, Issue LVIII, pp.41-52.

Apak, Sudi ve Uyar, Metin (2010), “IMF-Türkiye İlişkileri ve Bankacılık Sektörü”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı:47, Temmuz, ss.41-57.

Arı, Ayşe ve Özcan, Burcu (2011), “İşçi Gelirleri Ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Dinamik Panel Veri Analizi”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı: 38, Haziran-Aralık, ss. 101-117

Arslan, İbrahim ve diğerleri (2011), “**Kayıt Dışı İstihdamın Gaziantep Ekonomisi Üzerindeki Etkilerinin Değerlendirilmesi**”, Gaziantep, Gaziantep Ticaret Odası.

Ataç, Beyhan (2009), **Maliye Politikası**, Sekizinci Baskı, Ankara: Turhan Kitapevi, Temmuz.

Avellaneda, Marco and Cont, Rama (2010), “Transparency in Credit Default Swap Markets”, **Finance-Concepts**, July, pp.1-23.

Aydemir, Oğuzhan ve diğerleri (2012), “ Hisse Senetleri Fiyatlarının Belirlenmesinde Finansal Oranların Rolü”, **Celal Bayar Üniversitesi İİBF Yönetim Ve Ekonomi**, Cilt:19, Sayı:2, ss.277-288.

Aydın, Eren Gül (2013), “Türkiye’de Kayıt Dışı İstihdam Konusu Üzerine Teorik ve Ampirik Bir Çalışma”, **International Conference On Eurasian Economies**, Session 6C: Bölgesel Konular, ss.783-790

Bahar, Ozan ve Bozkurt, Kurtuluş (2010), “Gelişmekte Olan Ülkelerde Turizm-Ekonomik Büyüme İlişkisi: Dinamik Panel Veri Analizi”, **Anatolia: Turizm Araştırmaları Dergisi**, Cilt: 21, Sayı: 2, Güz, ss.255-265.

Bakkal, Süleyman ve Gürdal, Temel (2007), “İç Borçlanmanın Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri”, **Akademik İncelemeler**, Cilt:2 Sayı:2, ss.148-173.

Baklacı, Hasan ve Arslan, İlker (2006), “An Empirical Analysis Of Turkish Credit Default Swaps”, **Ekonomik Yaklaşım**, Cilt:17, Sayı:60-61, pp.111-121.

Bal, Harun ve Özdemir, Pınar (2011), “ İç Borç Yönetimi ve Türkiye”, **Çukurova Üniversitesi İİBF Dergisi**, Sayı:1, Cilt:15, Haziran, ss.38-64.

Bandura, Romina (2008), “**A Survey of Composite Indices Measuring Country Performance: Update 2008**”, New York: A UNDP/ODS Working Paper, United Nations Development Programme, 2008, February, p.17

(BANKACILIK

BOLUMU.COM)

<http://www.bankacilikbolumu.com/haber/250--bankacilik-terimleri-devlet-tahvili-nedir-devlet-tahvilinin-tanimi-hazi.html> (Erişim Tarihi: 19 Mayıs 2014)

(BANKACILIKBOLUMU.COM)

<http://www.bankacilikbolumu.com/haber/238-cari-denge-nedir-cari-dengenin-tanimi-cari-islemle.html> (Erişim Tarihi: 11 Mayıs 2015)

Bank of Jamaica (2005), “**Standards Of Best Practice On Country And Transfer Risk**”, January.

Bank Supervision Department Central Bank Of Barbados (2008), “**Country Risk Management Guideline**”, March.

Bartlam, Martin and Artmann, Karin (2006), “Loan-Only Credit Default Swaps”, **Orrick**, pp.1-32

Barve, Neil and Lee, Michael W. (2006), “Credit Default Swaps in CMBS: An Introduction”, **CMBS World**, p.22-78.

Basu, Sankarshan (2011), “Country Risk Analysis in Emerging Markets: The Indian Example”, **Indian Institute of Management Bangalore**, Working Paper No: 326, pp.1-16.

Bayraktar, Cahide (2011), “ Türkiye’de İç borçlanmanın Yapısı: 1980-2010 Dönemi”, **Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Yıl:4, Sayı:1, Haziran, ss.1-14.

Bayrak, Metin (2005), “Türkiye’de Dış Borçlanma Ve Dış Borçların İktisadi Etkileri (Rasyo Analizleri)”, **Ekev Akademi Dergisi**, Yıl: 9 Sayı: 22, ss.305-324.

Berber, Metin ve Artan, Seyfettin (2004), “Enflasyon ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği”, **Turkish Economic Association**, Discussion Paper, 2004/21, October, ss.1-14.

Berber, Metin (2011), **Büyüme Teorileri ve Kalkınma Ekonomisi**, Trabzon: Derya Kitapevi.

Bessis, Joël (2010), **Risk Management In Banking**, Third Edition, West Sussex: John Wiley & Sons Ltd.

(BİG PARA ) <http://www.bigpara.com/haber-detay/gundem/standard---poorstan-not-aciklamasi/948836/>, (Erişim Tarihi: 12 Eylül 2014)

(BİLGİEKONOMİ) <http://bildiginekonomi.net/2014/04/cari-islemler-dengesi/> (Erişim Tarihi: 12 Mart 2015)

(BİLGESAM) [http://www.bilgesam.org/incele/230/-uluslararası-kredi-derecelendirme-kuruluslari--elestirel-bir-bakis/#.VBKmWfl\\_tmU](http://www.bilgesam.org/incele/230/-uluslararası-kredi-derecelendirme-kuruluslari--elestirel-bir-bakis/#.VBKmWfl_tmU), (Erişim Tarihi: 12 Eylül 2014)

(BİLDİĞİN EKONOMİ) <http://bildiginekonomi.net/2014/04/cari-islemler-dengesi/> (Erişim Tarihi: 10 Mart 2015)

Bilginoğlu, Mehmet Ali ve Aysu, Ahmet (2008), “Dış Borçların Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı: 31, Temmuz-Aralık, ss.1-23.

Bishop, Matthew (2011), **Economics: An A-Z Guide**, London: Profile Books, June 30.

(BKDK) <http://www.kdk.gov.tr/sayilarla/turkiye-imf/18>, (Erişim Tarihi: 4 Eylül 2014)

Bolton, Patrick and Oehmke, Martin (2013), “Strategic Conduct in Credit Derivative Markets”, **International Journal of Industrial Organization**, 31, pp.652-658.

(BORSA İSTANBUL) <http://borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/urunler/borclanma-araclari> (Erişim Tarihi:14 Mayıs 2014)

Broderick, William P. (2013), “Uncertainty Avoidance And Country-Risk Ratings”, Theses, Capella University, School of Business and Technology, Minnesota.



Brandon, Kyle and Fernandez, Frank A. (2005), “Financial Innovation and Risk Management: An Introduction to Credit Derivatives”, **Journal Of Applied Finance**, Spring/Summer, pp.52-63.

Brandorf, Christoffer and Holmberg, Johan (2010), “Determinants of Sovereign Credit Default Swap spreads for PIIGS - A macroeconomic approach”, **Bachelor Thesis**, Lund University School of Economics and Management, Department of Economics, Spring.

Bouchet, Michel Henry ve diğerleri (2003), **Country Risk Assessment A Guide to Global Investment Strategy**, West Sussex: John Wiley & Sons Ltd.

Buehn, Andreas and Schneider, Friedrich (2012), “Size and Development of Tax Evasion in 38 OECD Countries: What do we (not) know?”, **Cesifo Working Paper**, No: 4004, pp.1-21.

Buiter, Willem and Fries, Steven (2001), “What should the Multilateral development banks do?”, **European Bank**, Annual World Bank Conference on Development Economics, June, Working paper No: 74.

Butler, Kirt C. (2012), **Multinational Finance: Evaluating Opportunities, Costs, and Risks of Operations**, 5th Edition, New Jersey: John Wiley & Sons, September 19.

Bülbül, Duran (2003), “Devlet Borçlanmasının Sosyal ve Ekonomik Etkileri”, **Ekonomik Yaklaşım**, ss.122-140.

Byström, Hans N.E. (2008), “The Microfinance Collateralized Debt Obligation: A Modern Robin Hood?”, **World Development**, Vol: 36, No: 11, pp. 2109–2126.

Calistru, Roxana Angela (2012), “The Credit derivatives market a Threat to Financial Stability?”, *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 58, pp.552 – 559.

Candan, Ekrem (2003), “Dünya Bankası Kredilerine İlişkin Genel Esaslar, Proje Kredilerinin Özellikleri, Avantaj ve Dezavantajları”, **Sayıştay Dergisi**, Sayı:58, ss.41-65

Candan, Ekrem (2005), “Türkiye’nin Dünya Bankası’ndan Sağladığı Krediler (1950-2003), Kredi Kullanımının Yıllar İtibariyle Gelişimi ve Toplam Dış Borç Stoku İçindeki Yeri”, **Maliye Dergisi**, Sayı:148, Ocak-Nisan, ss.82-121.

Cangir, Niyazi ve Turan, Taner (2014), “Politik İstikrarsızlığın Bütçe Dengesi Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği”, **Maliye Dergisi**, Sayı:166, Ocak-Haziran, ss.243-267.

Canoğlu, Mehmet Ali (2006), “Hisse Senetleri”, **Lebib Yalkın Mevzuat Dergisi**, Eylül, ss.1-5.

Caprio, Gerard (2012), **Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure**, Boston: Academic Press, December 17.

Caouette, John B. ve diğerleri (2008), **Managing Credit Risk**”, Second Edition, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Ceyhan, M. Said (2005), “Türkiye’de Kamu Borçlarının Boyutları ve Karşılaştırılması ile Kamu Borçlanma Gereğinin Temel Nedenleri”, **AÜEFHFD**, C:IX, S:1-2, ss.636-664.

Ceylan, Ali ve Korkmaz, Turhan (2008), **İşletmelerde Finansal Yönetim**”, Gözden Geçirilmiş 10. Baskı, Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım, Star Ajans Ltd. Şti.

Christoffersen, Peter (2011), **Elements of Financial Risk Management**, Oxford: Academic Press November.

Chircop, Justin ve diğerleri (2012), ” Should Repurchase Transactions be Accounted for as Sales or Loans?”, **Accounting Horizons**, Vol:26, No:4, pp.657–679.

Chisholm, Andrew M. (2004), **Derivatives Demystified- A Step-by-Step Guide to Forwards, Futures, Swaps and Options**”, West Sussex, England: John Wiley & Sons Ltd.

Christoffersen, Peter F. (2012), **Elements of Financial Risk Management**, London: Elsevier, Inc.

Choudhry, Moorad (2006), **Credit Default Swap Basis**, New York: Bloomberg Press.

Choudhry, Moorad (2010), **Fixed-Income Securities and Derivatives Handbook**, Second Edition, New Jersey: Bloomberg Press.

(CNBC-E) <http://www.cnbc.com/yorum-ve-analiz/gungor-uras/ozel-sektorun-dis-kredi-stoku> (Erişim Tarihi:20Mayıs 2014)

(CNN TÜRK) <http://www.cnnturk.com/haber/ekonomi/turkiye/moodys-turkiyenin-not-gorunumunu-dusurdu>, (Erişim Tarihi: 12 Eylül 2014)

(COFACE) <http://www.coface.com/Economic-Studies-and-Country-Risks>, (Erişim Tarihi: 28 Eylül 2014)

(COFACE) <http://www.coface.com/Economic-Studies-and-Country-Risks/Turkey>, (Erişim Tarihi: 28 Eylül 2014)

Collister, Keith R. (2007), **A new approach to development banking in Jamaica**, Development Studies Unit Economic Development Division, Naciones Unidas, CEPAL, Santiago: United Nations Publication.

Coşkun, Yener (2010), “Özel Sektör Borçlanma Araçları Piyasasının Gelişmesinde Düzenlemelerin Etkisi”, **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, Cilt: 65, Sayı: 4, ss.1-40.

Coşkun, Ender ve Kök, Dünder (2011), “Çalışma Sermayesi Politikalarının Karlılık Üzerine Etkisi: Dinamik Panel Uygulaması”, **Ege Akademik Bakış**, Cilt: 11, Özel Sayı, ss. 75-85.

Cural, Mehmet (2010), “Gelişmekte Olan Ülkelerde Cari İşlemler Dengesinin 1980 Sonrası Dönemde Gelişimi ve Finansmanı”, **Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt: XXIX, Sayı: II, ss.173-195.

Cristina, Ciomas ve diğerleri (2009), “Aspects Regarding The Country Risk And Its Rating”, *Economic Science Series*, Vol: 18, Issue: 1, pp.126-132.

Çataloluk, Cuma (2009), “Kamu Borçlanması, Gerçekleşme Biçimi ve Makro Ekonomik Etkileri: Teorik Bir Yaklaşım, Türkiye Örneği”, **Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt: 12, Sayı: 21 Haziran, ss.240-258.

Çelik, Pelin (2004), “Bankaların Risk Derecelendirmesi”, **Uzmanlık Yeterlilik Tezi**, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Kasım, Ankara.

Çelik, Celal Çelik (2005), “Vergi Kaçakçılığı ile Mücadelede Alınması Gereken Önemli Tedbirler”, **Vergi Dünyası**, Nisan, Sayı:284, ss.1-8

Çevik, Bora (2011), “**Kredi Notları ve CDS İlişkisi Sona mı erdi?**”, İş Bankası A.Ş. , İktisadi Araştırmalar Bölümü.

Çiçek, Hüseyin Güçlü ve Erek, Hatice (2012), “Türkiye’de Vergi ve Suç Cezalarının Değerlendirilmesi: Antalya İli Örneği”, **Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt: XXXII, Sayı: I, ss.311-342.

Çiftçi, Necati (2014), “ Türkiye’de Cari Açık, Reel Döviz Kuru ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkiler: Eş Bütünleşme Analizi”, **Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt:14, Sayı:1, Mart, ss.129-142.

Çikot, Özcan (2012), “Borçlanma Araçları”, **Sermaye Piyasasında Gündem**, TSPAKB, Sayı:116, Nisan, 2012.

Çöğürçü, İclal (2012), “ Türkiye’nin İç Borç Genel Yapısı Üzerine Geçmişten Günümüze Bir Değerlendirme”, **Uluslararası Sosyal ve Ekonomik Bilimler Dergisi**, 2, 1, ss.93-104.

Daniels, Kenneth N. and Jensen, Malene Shin (2005), “The Effect of Credit Ratings on Credit Default Swap Spreads and Credit Spreads”, **The Journal of Fixed Income**, December, Vol: 15, No: 3, pp. 16-33.

Darškuvienė, Valdonė (2010), “Financial Markets”, **Education and Culture DG, Lifelong Learning Programme**, Leonardo Da Vinci Transfer of Innovation, Leonardo da Vinci Programme Project.

Demirbaş, Muzaffer (2000), “Türkiye’de Faiz Oranlarının Yatırımlar Üzerindeki Etkisi (1980-1997 Dönemi Örneği)”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:5, Sayı:2, ss.81-92.

Demircan, Esra Siverekli (2003), “Vergilendirmenin Ekonomik Büyüme ve Kalkınmaya Etkisi”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı: 21, Temmuz-Aralık, ss. 97-116.

Deng, Yongheng ve diğerleri (2011), “CDO Market Implosion and the Pricing of Subprime Mortgage-Backed Securities”, **Journal of Housing Economics**, 20, pp.68–80.

(DESTEK MENKUL) [http://destekmenkul.com/forex-icerik/forex\\_analizleri/temel\\_analiz/gayri\\_safi\\_yurtici\\_hasila](http://destekmenkul.com/forex-icerik/forex_analizleri/temel_analiz/gayri_safi_yurtici_hasila) (Erişim Tarihi: 18 Mart 2015)

(Ed) Dewatripont, Mathias ve diğerleri (2009), **Macro Economic Stability and Financial Regulation: Key Issues for the G 20**, Hendrik Hakenes and Isabel

Schnabel ,“The Regulation of Credit Derivative Markets.”, London: Center for Economic Policy Research, pp.113-128.

Dikmen, Ahmet Alpay (1992), “Forfaiting, Risk ve Riskten Kaçınma”, **Anakara Üniversitesi SBF Dergisi**, Cilt:47, Sayı:3, ss.113-122.

(DİNAMİK GAZETE) <http://www.dinamikgazete.com/avrupada-deflasyonu-anlamak-2/> (Erişim Tarihi: 15 Mayıs 2015)

Dinu, Robert-Gabriel and Papa, Mihaela, “The Analysis Of Country Risk By Means Of Alternative Methods”, pp.1429-1437, [Http://Cks.Univnt.Ro/Uploads/Cks\\_2011\\_Articles/Index.Php?Dir=02\\_Economy%2f&Download=Cks\\_2011\\_Economy\\_Art\\_063.Pdf](Http://Cks.Univnt.Ro/Uploads/Cks_2011_Articles/Index.Php?Dir=02_Economy%2f&Download=Cks_2011_Economy_Art_063.Pdf), (Erişim Tarihi: 16 Eylül 2014)

Dittmar, Robert F. and Yuan, Kathy (2008), “Do Sovereign Bonds Benefit Corporate Bonds in Emerging Markets?”, **The Review of Financial Studies**, 21, 5, September, pp.1983-2014.

Doğan, İbrahim (2012), “Borçlanmanın Büyüme Üzerinde Dinamik Etkilerinin Analizi: Teori Ve OECD Panel Data Çalışması”, **Yayımlanmamış Doktora Tezi**, Erciyes Üniversitesi SBE. , Kayseri.

Doğan, Sermet (GCMForex) <http://www.gcmforex.com/egitim/makale-cds-kredi-riski> (Erişim Tarihi: 27 Şubat 2015)

Doğukanlı, Hatice (2008), **Uluslararası Finans**, Seyhan-Ankara: Karahan Kitapevi, Eylül.

Dökmen, Gökhan (2012), “Yolsuzlukların Vergi Gelirleri Üzerindeki Etkisi: Dinamik Panel Veri Analizi”, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, 13, (1), ss.41-51.

Dönek, Ekrem (1995), “Türkiye’nin Dış Borç Sorunu ve 1980 Sonrası Boyutları”, Sayı:1, Cilt:50, ss.173-186.

Duffee, Gregory R. and Zhou, Chunsheng (2001), “Credit derivatives in Banking: Useful Tools for Managing Risk?”, **Journal of Monetary Economics**, 48, pp.25–54.

Durkaya, Mehmet ve Ceylan, Servet (2006), “Vergi Gelirleri ve Ekonomik Büyüme”, **Maliye Dergisi**, Sayı:150, Ocak- Haziran, ss.79-89.

(Ed) Düllmann, Klaus ve diğerleri (2013), **Discussion Paper**, Sebastian Keiler and Armin Eder “CDS Spreads and Systemic Risk - a Spatial Econometric Approach”, No: 01, Frankfurt: Deutsche Bundesbank, pp.1-33.

(Ed) Düllmann, Klaus ve diğerleri (2013), **Discussion Paper**, Yalın Gündüz and Orçun Kaya, “Sovereign Default Swap Market Efficiency and Country Risk in the Eurozone”, No: 08, Frankfurt: Deutsche Bundesbank, pp.1-40.

Economist Intelligence Unit, “**Country Risk Service-Sovereign risk Ratings and Analysis for 120 Countries**”, pp.1-2, Economist Intelligence Unit, <http://country.eiu.com/article.aspx?articleid=1822271366&Country=Turkey&topic=Risk&subtopic=Credit+risk&subsubtopic=Overview>, (Erişim Tarihi: 2 Ekim 2014)

Economist Intelligence Unit, [http://viewswire.eiu.com/index.asp?layout=RKcountryVW3&country\\_id=1450000145](http://viewswire.eiu.com/index.asp?layout=RKcountryVW3&country_id=1450000145), (Erişim Tarihi: 30 Eylül 2014)

“Türkiye’de Kamu Kesimi Borcu”, **Kendime Yazılar**, <http://www.mahfiegilmez.com/2012/01/turkiyede-kamu-kesimi-borcu.html>, (Erişim Tarihi:5 Eylül 2014)

Eğilmez, Mahfi, “Faiz, Kur ve Risk İlişkisi”, **Kendime Yazılar**, <http://www.mahfiegilmez.com/2014/05/faiz-kur-ve-risk-iliskisi.html> (Erişim Tarihi: 19 Mart 2)

Eğilmez, Mahfi, “Reyting Nedir, Ne İşe Yarar?”, **Kendime Yazılar**, <http://www.mahfiegilmez.com/2012/03/rejting-nedir-ne-ise-yarar.html>, (Erişim Tarihi: 12 Eylül 2014)

Eğilmez, Mahfi, “Bir Ekonominin Kredi ve Risk Derecesi”, **Kendime Yazılar**, <http://www.mahfiegilmez.com/2014/04/bir-ekonominin-kredi-ve-risk-derecesi.html>, (Erişim Tarihi:14 Eylül 2014)

Eğilmez, Mahfi ve Kumcu, Ercan (2013), **Ekonomi Politikası**, 18. Basım, İstanbul: Remzi Kitapevi, Kasım.

Eker, Aytaç ve Meriç, Metin (2000), **Devlet Borçları**, üçüncü baskı, İzmir: İzmir Yay.

Eker, Aytaç ve diğerleri (2002), **Maliye Politikası**, Dördüncü Baskı, İzmir: Anadolu Matbaacılık.

(EKODIALOG.COM) <http://www.ekodialog.com/Konular/hisse-senedi-piyasaları.html> (Erişim Tarihi: 21 Mayıs 2014)

(EKODIALOG.COM)

[http://www.ekodialog.com/Konular/enflasyonun\\_etekileri.html](http://www.ekodialog.com/Konular/enflasyonun_etekileri.html) (Erişim Tarihi: 16 Mayıs 2015)

Emilia, Campeanu and Emilian, Miricescu (2008), “Analyzing, The Relationship Between Public And External Debt Sustainability: Case Study Romania”, *Annals of the University of Oradea, Economic Science Series*, Vol:17, Issue: 3, pp.148-153.

Erataş, Filiz ve diğerleri (2013), “ Feldstein-Horioka Bilmecesinin Gelişmiş Ülke Ekonomileri Açısından Değerlendirilmesi: Panel Veri Analizi”, **Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt 3, Sayı 2, ss.18-33.

Erb, Claude B. ve diğerleri (1996), “ Political Risk, Economic Risk, and Financial Risk “, **Social Science Research Network**, Fuqua School of Business Working Paper No: 9606, May 6.

Erb, Claude B. ve diğerleri (1998), **Country Risk in Global Financial Management**, United States of America: The Research Foundation of the Institute of Chartered Financial Analysts, January.

Erdem, Metin (2009), **Devlet Borçları**, 3. Baskı, Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım, Star Ajans Ltd. Şti.

Erkan, Çisil ve diğerleri (2012), “ Türkiye'nin Dış Borçlanma Analizi:1980-2012”, **International Conference On Eurasian Economies**, ss.313-318.

Erdoğan, Engin ve Ener, Meliha (2000), “Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Küresel Boyutlu Finansal Yönelimlerdeki Rolü ve Türkiye Değerlendirmesi”, İnceleme, Araştırma, **ODTÜ Uluslararası Ekonomi Kongresi**, Mart, Ankara, ss.29-39.

Eroğlu, Nadir ve Eroğlu, İlhan (2009), “ IMF –Türkiye İlişkileri ve 20. Stand-By Müzakereleri Üzerine Bir Değerlendirme”, **KMU İİBF Dergisi**, Yıl:11, Sayı:17, Aralık, ss.124-146.

Ersan, İhsan Ersan ve Günay, Samet (2009), “Kredi Riski Göstergesi Olarak Kredi Temerrüt Swapları (CDSs) ve Kapatma Davasının Türkiye Riski Üzerine Etkisine Dair Bir Uygulama”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı 71, ss.3-22.

Esener, Çağrı (2013), **Gelişmekte olan Ülkelerde ve Türkiye’de Dış Borçlanmanın Belirleyicilerinin İncelenmesi:1980-2010**, T.C. Maliye Bakanlığı Strateji Geliştirme Başkanlığı, Ankara: Hermes Matbaacılık.

(EULER HERMES) <http://www.eulerhermes.com/economic-research/our-methodologies/Pages/methodologies.aspx>, (Erişim Tarihi: 29 Eylül 2014)

Euler Hermes (2014), **Euler Hermes Country Risk Ratings**, June, p.1-5, [http://www.eulerhermes.dk/economic-research/Documents/Country%20Risk%20Ratings%20Overview\\_june%202014.pdf](http://www.eulerhermes.dk/economic-research/Documents/Country%20Risk%20Ratings%20Overview_june%202014.pdf), (Erişim Tarihi: 29 Eylül 2014)

(EULER HERMES) <http://www.eulerhermes.com/economic-research/country-reports/Pages/Turkey.aspx>, (Erişim Tarihi: 29 Eylül 2014)

(EUROMONEY) <http://www.euromoney.com/Poll/10683/PollsAndAwards/Country-Risk.html>, (Erişim Tarihi: 28 Eylül 2014)

European Central Bank (2009), **Credit Default Swaps And Counterparty Risk**, Eurosystem, Frankfurt, August.

Eyssel, Thomas ve diğerleri (2013), “Determinants and Price Discovery of China Sovereign Credit Default Swaps”, **China Economic Review**, 24, pp.1-15.

Fang, Wayne ve diğerleri (2012), “Credit Risk Modeling and CDS Valuation”, June 13, pp.1-29, [https://web.stanford.edu/class/msande444/2012/MS&E444\\_2012\\_Group4.pdf](https://web.stanford.edu/class/msande444/2012/MS&E444_2012_Group4.pdf) (Erişim Tarihi: 26 Kasım 2014)

Fernando, A. C. (2011) , **Business Environment**, Delhi: Pearson India, January 27.

(FİNANSRİSK.COM) <http://finansrisk.com/2012/01/15/likidite-riski/> (Erişim Tarihi: 16 Kasım 2014)

Fletcher, Matthew ve diğerleri (2005), **Leasing in Development Lessons from Emerging Economies**, Washington: International Finance Corporation, November.

Francois, Pascal and Hübner, Georges (2004), “Credit Derivatives with Multiple Debt Issues”, **Journal of Banking & Finance**, 28, pp. 997–1021



Freeman, Mark C. ve diğerkleri (2006), “Credit risk Managment -The Use of Credit Derivatives by non-financial Corporations”, **Managerial Finance**, Vol: 32 No: 9, pp. 761-773

Raju G, Raghavender and C. , Prasanth (2011), “Indias External Debt Under the New Economic Policy Regime ”, **Journal of International Economics**, Volume: 2, Issue: 2, July-December, pp.59-72.

Gatti, Stefano (2012), **Project Finance in Theory and Practice, 2nd Edition**, Amsterdam: Academic Press, August 2.

Geçer, Turgay (2012), “Kredi Sistemi ve Kredi Garanti Programları”, İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 11, 21, Bahar 2012 / 1, ss.215-228.

(GELİR İDARESİ BAŞKANLIĞI)

<http://www.gib.gov.tr/fileadmin/HTML/VI/OECD13.htm>, (Erişim Tarihi: 2 Eylül 2014)

Giglio, Stefano (2011), “Credit Default Swap Spreads and Systemic Financial Risk”, **Job Market Paper**, January, pp.1-69.

Gilbert, Christopher ve diğerkleri (1999), “Positioning The World Bank”, **The Economic Journal**, 109, November, Royal Economic Society, Black-Well, pp.598-633

(GLOBAL FINANCE) <http://www.gfmag.com/magazine/february-2014/worlds-best-investment-banks-2014> (Erişim Tarihi: 22Mayıs 2014)

Gozgor, Giray ve Piskin, Ali (2011), “İşsizlik ve Dış Ticaret: Türkiye’deki Bölgeler İçin Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi-Dinamik Panel Veri Yaklaşımı”, **Business and Economics Research Journal**, Vol:2, No: 3, pp. 121-138.

Göçer, İsmet (2013), “Türkiye’de Cari Açığın Nedenleri, Finansman Kalitesi ve Sürdürülebilirliği: Ekonometrik Bir Analiz”, **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi**, 8, 1, Nisan, ss.213-242.

Gümüşkaya, Hayrettin, “Uluslararası Sermaye Akımları İçindeki Karapara”, <http://www.karapara.gen.tr/makale/detay.asp?id=32> , (Erişim Tarihi: 3 Eylül 2014)

Gürçihan, Burcu ve Yılmaz, Erdal (2007), “Türkiye’de Kamu Borç Stokunun Yapısı: Orijinal Günah Göstergeleri ve Risk-Dâhil Kamu Borç Yüğü”,

**Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası**, Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği, No:07/02, ss.1-22

Gürdal, Temel (2008), “Türkiye’de Faiz Dışı Fazla ve Borçların Sürdürülebilirliği (1975-2007 Dönemi)”, **Afyon Kocatepe Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi**, C.X, S II, ss.417-442.

Gürsakar, Sevda (2007), “Hisse Senedi Ve Döviz Piyasası Risklerinin Riske Maruz Değer Yöntemi İle Karşılaştırılması”, **Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi** Cilt: XXVI, Sayı: 2, ss. 61-76.

Gürsel, Seyfettin ve Durmaz, Mine (2014), “Kayıt Dışı İstihdam Son Sekiz Yılda Azaldı”, **Bahçesehir Üniversitesi Ekonomik ve Toplumsal Araştırma Merkezi**, Araştırma Notu:14/171, 29 Ağustos, ss.1-13.

Hacıoğlu, Ümit ve Dinçer, Hasan (2009), **Finansa Giriş**, 1. Basım, İstanbul: Beta Basım A.Ş. , Nisan.

Haksal, Haluk, “Estimating Sovereign Probability of Default from CDS Spreads: Turkey vs a sample of EU Economies”, June, 2013, pp.1-13, [https://www.researchgate.net/publication/259148060\\_Estimating\\_Sovereign\\_Probability\\_of\\_Default\\_from\\_CDS\\_Spreads\\_Turkey\\_vs\\_a\\_sample\\_of\\_EU\\_Economies](https://www.researchgate.net/publication/259148060_Estimating_Sovereign_Probability_of_Default_from_CDS_Spreads_Turkey_vs_a_sample_of_EU_Economies) (Erişim Tarihi: 24 Mart 2015)

Hasbi, Derya Tütüncü (2012), “Kredi Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Yapılan Not Değerlendirmelerinin Ülke Ekonomileri Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği”, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi, SBE. , Aydın.

Hazine Müsteşarlığı (2013), “Basın Duyurusu”, Sayı:221, 31 Aralık, <http://www.hazine.gov.tr/default.aspx?nsw=iqmgQocZByo=-H7deC+LxBI8=&id=5&nm=28#>, ( Erişim Tarihi. 5 Eylül 2014)

(HAZİNE

MÜSTEŞARLIĞI)

<http://www.hazine.gov.tr/default.aspx?nsw=EilDPQez15w=-H7deC+LxBI8=&mid=116&cid=12&nm=632>, (Erişim Tarihi: 5 Eylül 2014)

(HAZİNE

MÜSTEŞARLIĞI)

<http://www.hazine.gov.tr/default.aspx?nsw=4Lohv1LHjN0Zy1E0rFp2oQ==H7deC+LxBI8=> (Erişim Tarihi: 19 Mayıs 2014)

(HAZİNE

MÜSTEŞARLIĞI)

<http://www.hazine.gov.tr/default.aspx?nsw=Gr9i93osrUr1liQiVYj1mA==&nm=495>, (Erişim Tarihi: 5 Eylül 2014)

H7deC+LxBI8=&nm=495, (Erişim Tarihi: 5 Eylül 2014)

Hazine Müsteşarlığı, “Basın Duyurusu”, Sayı:221, 31 Aralık,2013,

<http://www.hazine.gov.tr/default.aspx?nsw=iqmgQocZByo=&id=5&nm=28#>, ( Erişim Tarihi. 5 Eylül 2014)

H7deC+LxBI8=&id=5&nm=28#, ( Erişim Tarihi. 5 Eylül 2014)

(HAZİNE

MÜSTEŞARLIĞI)

<http://www.hazine.gov.tr/default.aspx?nsw=EilDPQez15w=&mid=120&cid=12&nm=634>, (Erişim Tarihi:6 Eylül 2014)

H7deC+LxBI8=&mid=120&cid=12&nm=634, (Erişim Tarihi:6 Eylül 2014)

(HAZİNE

MÜSTEŞARLIĞI)

<http://www.hazine.gov.tr/default.aspx?nsw=EilDPQez15w=&mid=61&cid=12&nm=631>, (Erişim Tarihi: 5 Eylül 2014)

H7deC+LxBI8=&mid=61&cid=12&nm=631, (Erişim Tarihi: 5 Eylül 2014)

(HAZİNE

MÜSTEŞARLIĞI)

<http://www.hazine.gov.tr/default.aspx?nsw=EilDPQez15w=&mid=118&cid=12&nm=633>, (Erişim Tarihi: 5 Eylül 2014)

H7deC+LxBI8=&mid=118&cid=12&nm=633, (Erişim Tarihi: 5 Eylül 2014)

(HAZİNE ORG) “Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun”, <http://www.hazine.org.tr/4749.pdf>, (Erişim Tarihi:6 Eylül 2014)

Haworth, Helen (2011), “**A guide to Credit Events and Auctions**”, **Credit Suisse**, January 12.

Heinz, Frigyes Ferdinand and Sun, Yan (2014), “Sovereign CDS Spreads in Europe—The Role of Global Risk Aversion, Economic Fundamentals, Liquidity, and Spillovers”, **IMF Working Paper**, 17, January.

Keiding, H. , Economics of Banking (Prel.version:August 10), ss.1, <http://www.econ.ku.dk/keiding/Textbooks/EconomicsOfBanking/Bchapter9.pdf> ( Erişim Tarihi: 22 Mayıs 2014)

HO, Hoa (2014), “Long-Run Determinant of the Sovereign CDS Spread in Emerging Countries”, **CEPN (CNRS-UMR 7234)**, pp.1-10.

Horcher, Karen A. (2005), **Essentials Of Financial Risk Management**, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Hoti, Suhejla “ The International Country Risk Guide: An Empirical Evaluation”, pp.1-6,

[http://www.mssanz.org.au/MODSIM03/Volume\\_03/B09/04\\_Hoti\\_International.pdf](http://www.mssanz.org.au/MODSIM03/Volume_03/B09/04_Hoti_International.pdf)  
, (Erişim Tarihi: 28 Eylül 2014)

Hoti, Suhejla and McAleer, Michael (2004), “An Empirical Assessment Of Country Risk Ratings And Associated Models”, **Journal of Economic Surveys**, Volume 18, No:4, , September, pp. 539–588.

Hu, Xinhua and Ye, Zhongxing (2007), “Valuing Credit Derivatives in a Jump-Diffusion Model”, **Applied Mathematics and Computation**, 190, pp.627–632

Hull, John ve diğerleri (2004), “The Relationship Between Credit Default Swap Spreads, Bond Yields, And Credit Rating Announcements”, **Social Science Research Network**, Working Papers Series, January 9, pp.1-38.

Iannotta, Giuliano (2010), **Investment Banking**, New York: Springer Heidelberg.

Ickes, Barry W. , “The Foreign Exchange Market”, **Fall**, Econ 434, 2006, s.1, ss. 1- 51 <http://econ.la.psu.edu/~bickes/forex.pdf> (Erişim Tarihi: 21 Mayıs 2014)

International Capital Market Association (2013), ” **Economic Importance of The Corporate Bond Markets**”, March.

International Country Risk Guide, “**International Country Risk Guide Methodology**”, pp.1-17, <http://www.prsgroup.com/wp-content/uploads/2012/11/icrgmethodology.pdf>, (Erişim Tarihi: 28 Eylül 2014)

International Swaps and Derivatives Association, Inc. , “**OTC Derivatives Market Analysis Year-end 2011**”, June, 2012, p.2, pp.1-12

International Swaps and Derivatives Association, Inc. (2013), “**OTC Derivatives Market Analysis Year-end 2012**”, June, pp.1-11.

International Swaps and Derivatives Association (2013), “ **CDS on US Sovereign Debt - FAQ**”, October 9, pp.1-3.

Ioan, Viorica (2012), “Credit Risk Management”, **International Conference “Risk in Contemporary Economy**”, XIIIth Edition, Galati, Romania, pp.385-390

ISDA (2013), “ CDS Market Summary: Market Risk Transaction Activity”, **Research Notes**, October, pp.1-7.

Ismailescu, Iuliana and Kazemi, Hossein (2010), “The Reaction of Emerging market Credit Defaults Swap spreads to sovereign Credit Rating Changes”, **Journal of Banking & Finance**, 34, pp. 2861–2873.

İleri, Hüseyin (1999), “Ülke Riski Analizi”, **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksek Okulu Dergisi**, Sayı:2, ss.115- 123.

İnan, Emre Alphan (2003), “Kamu Borç Stokunun Sürdürülebilirliği ve Türkiye”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı:46, ss.15-38.

İnce, Macit (2000), **Devlet Borçları ve Türkiye**, 6. Baskı, Ankara: Gazi Kitapevi Tic. Ltd. Şti.

İşleyen, İlker Şadi (2011), “Döviz Kuru Riskini Azaltmanın En Etkin Yolu Forward İşlemleri”, **Mali Çözüm Dergisi**, İstanbul, Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler Odası, Sayı:105, Mayıs- Haziran, ss.177-182.

Jones, Bryce and Presley, Theresa (2013), “Law And Accounting: Did Lehman Brothers Use Of Repo 105 Transactions Violate Accounting And Legal Rules?”, **Journal of Legal, Ethical and Regulatory Issues**, Volume: 16, Number: 2, pp.55-92

Jorion, Philippe (2003), **Financial Risk Manager**, Second Edition, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Jorion, Philippe (2007), **Financial Risk Manager**, Fourth Edition, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Jr. Caprio, Gerard (2012), **Handbook Of Safeguarding Global Financial Stability**, Boston: Academic Press, December 31.

Jr. Moran, John F. (2002), “Forfaiting A User's Guide What It Is, Who Uses It And Why?”, **Credit Research Foundation**, United States of America, pp.1-5.

Jr. Jacobs, Michael ve diğerleri (2010), “Measuring Credit Risk: CDS Spreads vs. Credit Ratings”, **Social Science Research Network**, Working Papers Series, February, pp.1-31.

Kahraman, Mehmet (2011), **Avrasya Etütleri**, Nihat Işık, Tuba Tünen, “Türev Ürünlerinin 2008 Küresel Krizindeki Rolü”, Ankara: T.C. Başbakanlık Türk İşbirliği ve Kalkınma İdaresi Başkanlığı, ss.7-48.

Kapil, Sheeba (2012), **Fundamental of Financial Management**, Delhi: Pearson India, December 20.

Karaçor, Zeynep ve Diğerleri (2011), “ Enflasyon ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Ekonomisi Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama (1988-2007)”, **Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt: 4, Sayı: 2, ss.29-44.

Karagöl, Erdal Tanas (2010), “Geçmişten Günümüze Türkiye’de Dış Borçlar”, **Seta Analiz**, Sayı:26, Ağustos.

Karagöl, Erdal Tanas (2011), “ Cari Açık Tartışmaları Gölgesinde Küresel Ekonomik Kriz Ve Türkiye Ekonomisi”, **siyaset, Ekonomi ve Toplum Araştırmalar Vakfı**, Sayı:45, Kasım.

Karagöl, Erdal Tanas ve Mihçioğur, Ülkü İstiklal (2012), “ **Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Alternatif Arayışlar**”, SETA Rapor, No:7, Eylül.

Karagöz, Kadir (2007), “Türkiye’de Dış Borçlanmanın Nedenleri Ekonometrik Bir Değerlendirme”, **Sayıştay Dergisi**, Sayı:66-67, Temmuz- Aralık, 2007, ss.99-110.

Karaaslan, Erkan (2008), **Kamu Sektörüne Dahil Kamu İdarelerinin Tasnifi Ve Bu Birimlerin Hukuki – Mali Yapıları**, Ankara.

Kargı, Bilal (2014), “Credit Default Swap (CDS) Spreads: The Analysis of Time Series for The Integration with The Interest Rates and The Growth in Turkish Economy”, **Montenegrin Journal of Economics**, Vol:10, No:1, July, pp.59-66.

Kaya, Uğur ve Gerekan, Bilal (2011), “ Faktoring İşletme ve Satıcı İşletme Açısından Faktoring İşlemlerinin Muhasebeleştirilmesi”, **Afyon Kocatepe Üniversitesi, İİBF Dergisi**, C: XIII, S: II, ss.71-101.

(KAYİTDISIEKONOMI.COM)

<http://kayitdisiekonomi.com/makale/detay.asp?id=34> (Erişim Tarihi: 13 Mayıs 2015)

Keten, Murat ve diğerleri (2013), “Kredi Temerrüt Takası İle Makroekonomik Ve Finansal Değişkenler Arasındaki İlişkinin İncelenmesi”, 17. **Finans Sempozyumu**, ss.377-385.

Kıraç, Özlem (2011), “İMKB Hisse Senetleri Piyasası Kredi Riskinin Farklı Bir Ölçümü”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi SBE. , İstanbul.

Kıvrak, Ebru (2009), “Borçlanma Maliyetleri Ve Tms 23: Borçlanma Maliyetleri Standardına Göre Muhasebeleştirilmesi”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Muğla Üniversitesi SBE. , Ekim, Muğla.

(Kİ-KARE FİNANSAL) [http://www.ki-kare.com/?page\\_id=115](http://www.ki-kare.com/?page_id=115) (Erişim Tarihi: 16 Kasım 2014)

Kimber, Andrew (2004), **Credit Risk-From Transaction to Portfolio Management**, New York: Elsevier Finance, Securities Institute.

(KOBİTEK) [http://kobitek.com/enflasyonun\\_sonuclari](http://kobitek.com/enflasyonun_sonuclari) (Erişim Tarihi: 15 Mayıs 2015)

Koçak, Aysun, “Küresel Dönemde Türkiye’nin Borç Yapısındaki Dönüşüm”, **Maliye Dergisi**, Sayı: 157, Temmuz-Aralık, 2009, s.66, ss.65-84.

Kocaoğlu, Feyza (2005), “1990 Sonrası Türkiye’de Dış Borç Sorunu, Dış Borçların Sürdürülebilirliği ve Dış Borç Yönetimi”, **Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Anadolu Üniversitesi SBE, Eylül, Eskişehir.

Korkmaz, Turhan ve Ceylan, Ali (2007), **Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**, Gözden Geçirilmiş 4. Baskı, Ankara: Ekin Yayınevi.

Korkmaz, Esfender, “Borç Yükü Neyi İfade Eder?”, [http://www.iktisatlilar.net/index.php?option=com\\_content&view=article&id=325:ifade](http://www.iktisatlilar.net/index.php?option=com_content&view=article&id=325:ifade), (Erişim Tarihi. 5 Eylül 2014)

Koyuncu, Fatma Turan ve Tekeli, Seda (2010), “1990 Sonrası Dönemde Türkiye’de Dış Borç Stoku Üzerinde Etkili olan Ekonomik Faktörlerin Analizi”, **Ekonomi Bilimleri Dergisi**, Sayı:1, Cilt: 2, ss.123-130.

Krugman, Paul and Wells, Robin (2011), **Makro İktisat**, İkinci Baskıdan Çeviri, (Çev.) Fuat Oğuz, M. Murat Arslan, K. Ali Akkemik, Koray Gürsel, Ankara: Palme Yayıncılık.

Kural, Murat (2013), “Özel Sektörün Borçlanma Araçları”, **Capital, Geniş Açılış**, Nisan.

Lewis, Harold (2012), **Bids, Tenders and Proposals**, 4th Edition, London: Kogan Page, May 3.

(LONDON FORFAİTING) [http://www.lfc.com.tr/kullanim\\_alanlari.html](http://www.lfc.com.tr/kullanim_alanlari.html) (Erişim tarihi: 19 Mayıs 2014)

Longstaff, Francis A. ve diğerleri (2007), “How Sovereign is Sovereign Credit Risk?”, **National Bureau Of Economic Research**, Working Paper 13658, pp.1-29.

(Ed) Lore, Marc and Borodovsky, Lev (2000), **The Professional's Handbook of Financial Risk Management**, Duncan Wilson, "Operational Risk", Oxford: Reed Educational and Professional Publishing LTD.

Maliye Bakanlığı (2013), "Yıllık Ekonomik Rapor", <http://www.sgb.gov.tr/Sayfalar/YillikEkonomikRapor.aspx?RootFolder=%2FRaporlar%20Yeni%2FY%C4%B1l%C4%B1k%20Ekonomik%20Rapor&FolderCTID=0x0120007D286A16B5CE024A9C55FD7AE6076A74>, (Erişim Tarihi: 5 Eylül 2014)

Maliye Bakanlığı Araştırma, Planlama Ve Koordinasyon Kurulu Başkanlığı (2005), "Kredi Derecelendirme Kuruluşları", Rapor No:2, 15 Mart.

Markowitz, Harry M. (2009), "Proposals Concerning the Current Financial Crisis", **Financial Analysts Journal**, January/February, Vol: 65, No:1, pp.25-27.

Merna, Tony and AL-Thani, Faisal (2008), **Corporate Risk Management**, 2nd Edition, West Sussex: John Wiley & Sons, June3.

(MCGRAW HİLL FİNANCİAL) <http://www.mhfi.com/careers/our-brands/sp-ratings#sthash.Y1Bm6YF4.dpbs>, (Erişim Tarihi:12 Eylül 2014)

Milenkovic-Kerkovica, Tamara and Dencic-Mihajlov, Ksenija (2011), "Factoring in the Changing Environment: Legal and Financial Aspects", **International Conference: Service Sector in Terms of Changing Environment 2011**, pp.428-435.

Muir, M. J. ve diğerleri (2007), "Credit Derivatives. Prepared by the Derivatives Working Party of the Faculty and Institute of Actuaries", **British Actuarial Journal**, Volume: 13, Issue: 02, July, pp. 185 – 236.

(MUHASEBETÜRK) <http://muhasebeturk.org/ecopedia/388-f/1586-forfaiting-nedir-ne-demek-anlami-tanimi.html> ( Erişim Tarihi: 19 Mayıs 2014)

(MUHASEBETÜRK) <http://muhasebeturk.org/ecopedia/402-r/1719-reel-faiz-orani-nedir-ne-demek-anlami-tanimi.html> (Erişim Tarihi: 11 Mayıs 2015)

Murphy, David (2008), **Understanding Risk: The Theory and Practice of Financial Risk Management**", London: Taylor & Francis Group.

Murcia, Flávia Cruz de Souza ve diğerleri (2014), "The Determinants of Credit Rating: Brazilian Evidence" , **BAR, Rio de Janeiro**, v. 11, n. 2, art. 4, Apr./June, pp. 188-209,



( NEDİR? COM ) <http://leasing.nedir.com/> (Erişim Tarihi: 19 Mayıs 2014)

Neftçi, Salih ve diğerleri (2003), “Credit Default Swaps and Financial Crisis Prediction”, **National Centre of Competence in Research Financial Valuation and Risk Management**, Working Paper Series, No: 114, pp.1-17.

Nelson, Rebecca M. (2013), **Multilateral Development Banks: Overview and Issues for Congress**, Congressional Research Service Congressional Research Service, Prepared for Members and Committees of Congress, November 8.

(OECD) <http://www.oecd.org/statistics/> (Erişim Tarihi: 29 Ağustos 2014)

Oetzel, Jennifer M. ve diğerleri (2001), “Country Risk Measures: How Risky are They?”, **Journal of World Business**, Vol: 36, 2, p. 128-145.

OICU-IOSCO (2012), “ **The Credit Default Swap Market Report**”, The Board Of The International Organization Of Securities Commissions, FR05/12.

Oktar, Suat ve Levent Dalyancı, Levent (2011), “ Türkiye Ekonomisinde Para Politikası ve Enflasyon Arasındaki İlişkinin Analizi”, **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt XXXI, Sayı: II, ss.1-20.

Olcar, Ayten (2013), “Türkiye'nin Dış Borç Sorunu ve Kriz Etkileri”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Hitit Üniversitesi SBE, Çorum.

Orhaner, Emine (2007), **Kamu Maliyesi**, Ankara: Siyasal Basın ve Dağıtım, Mart.

Orkunoğlu, Işıl Fulya (2010), “Hazine Bonosu ve Devlet Tahvillerinin Vergilendirilmesi”, **Gündem**, Ocak, ss.7-12.

Özcan, Burcu ve Arı, Ayşe (2010), “Doğrudan Yabancı Yatırımların Belirleyicileri Üzerine Bir Analiz: OECD Örneği”, **Ekonometri ve İstatistik**, Sayı:12, ss.65–88.

Özçelik, İsmail Yüksel (2005), “Kamu Borç Yüku – Borçlanmanın Sürdürülebilirliği İlişkisi ve Türkiye Uygulaması”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Erciyes Üniversitesi SBE, Kayseri.

Özdemir, Zekai (2005), “ Dış Ticaret Finansman Tekniklerinden Faktoring ve Forfaiting İşlemleri”, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, (10) / 2, s.194-224.

Özderin, Süleyman (2007), “İç borçlanmanın Makro Ekonomi Üzerindeki Etkileri”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi SBE, Kahramanmaraş.

Özgen, Ferhat Başkan (1999), “ Türkiye’de İç Borç Sorunu ve İç Borçların Sınırlandırılması”, **Yeni Türkiye Dergisi, Türk Ekonomisi Özel Sayısı**, Yıl: 5, Sayı:27, Mayıs - Haziran, ss 353-373.

Öztürk, Nurettin ve Durgut, Dilek (2011), “Faiz Oranlarının Belirleyicileri: Türkiye İçin Ampirik Bir Analiz”, **Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi**, 3/1, ss. 117-144.

Parasız, İlker (1993), **Makro Ekonomi**, Beşinci Baskı, Bursa: Ezgi Kitapevi Yayınları, Ekim.

Parasız, İlker ve Yıldırım, Kemal (1994), **Uluslararası Finansman**., Birinci Baskı, Bursa: Ezgi Kitapevi Yayınları, Mart.

(Man. Ed) Pardalos, Panos M. ve diğerleri (2008), **Country Risk Evaluation**, New York: Springer Science + Business Media.

Pignataro ,Paul (2013), **Financial Modeling and Valuation: A Practical Guide to Investment Banking and Private Equity**, New Jersey: John Wiley & Sons, July 10.

Pazarlıoğlu, M. Vedat ve Gürler, Özlem Kiren (2007), “Telekomünikasyon Yatırımları ve Ekonomik Büyüme: Panel Veri Yaklaşımı”, **Finans Politik& Ekonomik Yorumlar**, Cilt: 44, Sayı:508, ss.35-43.

Postalıcı, Altan (2010), “Kredi Riski ve Türk Bankacılık Sektörünün Kredi Riski Görünümü”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Dumlupınar Üniversitesi SBE, Kütahya.

Poyraz, Erkan (2008), **Açıklamalı Örneklerle Finansal Yönetim**, Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.

Primer On Development Banking, [Http://Www.Adfiap.Org/Wp-Content/Uploads/2009/10/Development-Banking-Primer.Pdf](http://www.adfiap.org/wp-content/uploads/2009/10/Development-Banking-Primer.pdf) (Erişim Tarihi: 21 Mayıs 2014)

Rodríguez, Linda C. ve diğerleri (2014), “A Conceptualization of How Firms Engage in Corporate Responsibility Based on Country Risk”, **Business & Society**, Vol: 53(5), pp, 625–651

Rösch, Daniel and Scheule, Harald (2009), “Credit Rating Impact on CDO Evaluation”, **Global Finance Journal**, 19, pp.235–251.

Sakal, Mustafa (2003), **Türkiye’de Mali Disiplin Sorunu**, Birinci Baskı, Ankara: Gazi Kitapevi.

Sarno, Lucio and Taylor, Mark P. (2001), **The Microstructure of the Foreign- Exchange Market: A Selective Survey of Literature**, New Jersey: Princeton Studies in International Economics, No:89.

Sayılğan, Güven (2004), “ **Soru ve Yanıtlarla Finansal Piyasalar ve Finans Yöntemleri**”, Ankara: Turhan Kitapevi Basım Yayın Tic. Ltd. Şti., Ocak.

Sayılğan, Güven ve Doğan, Mustafa (2005), “ Neden Artan Vergi Oranları İşletmeleri Borçla Finansmana Özendirir?”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı:52, ss.28- 38.

Sayılğan, Güven, “ Kredi Temerrüt Swapı Puanları ile Kredi Derecelendirme Notlarının Karşılaştırılması”, 2014, s.2 ss.1-4 <http://www.guvenSayilgan.com/wp-content/uploads/2014/09/Kredi-Temerr%C3%BCt-Swaplar%C4%B1-ve-Kredi-Dereceleri.pdf>, (Erişim Tarihi: 27 Şubat 2015)

Sermaye Piyasası Kurulu, “Sermaye Piyasası Araçları”, **SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-2**, Eylül, Ankara, 2010, s.11

(SERMAYE PİYASA KURULU)

<http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=6&pid=10&subid=1>, (Erişim Tarihi: 12 Eylül 2014)

Seyidoğlu, Halil (2011), **Uluslararası Finans**, Geliştirilmiş 3. Baskı, İstanbul: Gizem Yayınları.

(SIEMENS)

[http://finance.siemens.com/financialservices/tur/leasing\\_hakkinda/leasing\\_nedir/pages/leasing-nedir.aspx](http://finance.siemens.com/financialservices/tur/leasing_hakkinda/leasing_nedir/pages/leasing-nedir.aspx) (Erişim Tarihi: 19 Mayıs 2014)

Shen, Chung-Hua and Huang, Alex YiHou (2010), “ Sovereign Credit Default Swaps vs. Credit Ratings: Evidence from Error Correction Model”, **The 2010 Taiwan Econometric Society Annual Meeting**, Howard International House, September 8, pp.1-30.

Slive, Joshua ve diğerleri (2012), “Liquidity and Central Clearing: Evidence from the CDS Market” **Bank of Canada**, Working Paper, 38, December, pp.1-34.

(Ed) Solberg, Ronald L. (1992), **Country -Risk-Analysis A Handbook**, London and New York: Routledge, Taylor and Francis Group.

Shamnot, Marwan M. and Atta, Mohamed Mohamed (2011), “The Proposed Criteria for Egyptian Commercial Credit Risk Management and Description of a model for Measuring These Risks”, **Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research in Business**, May, Vol:3, No:1, pp.40-63.

(SOSYAL GÜVENLİK KURUMU)

[http://www.sgk.gov.tr/wps/portal/tr/sigortalilik/kayitdisi\\_istihdam/kayitdisi\\_istihdam\\_oranlari/](http://www.sgk.gov.tr/wps/portal/tr/sigortalilik/kayitdisi_istihdam/kayitdisi_istihdam_oranlari/), (Erişim Tarihi: 2 Eylül 2014)

Stowell, David (2012), **Investment Banks, Hedge Funds, and Private Equity**, 2nd Edition, Amsterdam: Academic Press, September 1.

Sugözü, İbrahim Halil (2009), “ Türkiye’de İç Borçlanma Ödenebilirliği ve Tahkimler (1990 – 2000)”, **KMU İİBF Dergisi**, Yıl: 11, Sayı: 17, Aralık, ss.70-83.

S & P Capital IQ, “**Global Sovereign Debt Credit Risk Report**”, 2013, 1th, 2 th, 3 th and 4 th Quarter.

S & P Capital IQ, “**Global Sovereign Debt a Market Driven Perspective**”, 2014, 1th, 2 th, 3 th and 4 th Quarter.

Şahin, Begüm Erdil (2011), “Türkiye’nin Cari Açık Sorunu”, **Ekonomi Bilimleri Dergisi**, Cilt 3, No: 2, ss.47-56.

Şeker, Murat (2005), “Dış Borçlanma, Borç Krizleri ve Türkiye ”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi SBE, İstanbul.

Şeker, Murat (2007), “ Osmanlı Devletinde Mali Bunalım ve İlk Dış Borçlanma”, **C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Sayı: 2, Cilt: 8, 2007, ss.115-134.

Tatoğlu, Ferda Yerdelen (2012), **İleri Panel Veri Analizi-Stata Uygulamalı**, İstanbul: Beta Basım A.Ş.

T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, “31.12.2013 İtibarıyla Türkiye Brüt Dış Borç Stoku ”, **Basın Duyurusu**, Sayı:2014/53-54-55, 2014.

Teles, Vladimir Kuşhl and Leme, Maria Carolina (2010), “Fundamentals or market sentiment: what causes country risk?”, *Applied Economics*, 42, pp.2577–2585.

Tiryaki, Betül (2006), “Factoring işlemi ve Factoring İşleminin Hukuki Niteliği”, **Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Cilt: 8, Sayı: 2, ss.189-214.

The Board Of The International Organization Of Securities Commissions (2012), “**The Credit Default Swap Market Report**”,FR05, June.

(THE ECONOMİST)  
<http://store.eiu.com/article.aspx?productid=730000273&articleid=87293393>,  
 (Erişim Tarihi: 30 Eylül 2014)

(THE GUARDIAN)  
<http://www.theguardian.com/business/2012/feb/15/credit-ratings-agencies-moodys>,  
 (Erişim Tarihi: 12 Eylül 2014)

(THE RICHEST) <http://www.therichest.com/rich-list/rich-countries/the-eleven-countries-with-the-highest-credit-rating/>, (Erişim Tarihi: 12 Eylül 2014)

(THE WALT STREET JOURNAL)  
<http://www.wsj.com.tr/article/SB10001424052702303789004580073540342545762.html>, (Erişim Tarihi: 12 Eylül 2014)

Turan, Taner (2008), “Maliye Politikası Araçlarının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkileri: Bir Literatür İncelemesi”, **Sayıstay Dergisi**, Sayı:69, Nisan-Haziran, ss.17-35.

(TURSP) <http://www.tur-sp.com.tr/s-p-ifci-endeksi> (Erişim Tarihi: 10 Mart 2015)

Tekellioğlu, Tülay F. ve diğerleri (2013), “Tms 23-Borçlanma Maliyetlerinin “Yat Üreten Bir İşletme” Açısından İncelenmesi”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, C:18, S:3, ss.319-342.

Tellalbaş, Işıl (2012), “Finansallaşma Sorunsalı ve İMKB Örneği”, **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi**, Sayı:16, 2012, ss.12-43.

(TRADING ECONOMICS)  
<http://tr.tradingeconomics.com/ireland/inflation-cpi> (Erişim Tarihi: 15 Mayıs 2015)

Türkiye Bankalar Birliği (2003), “**Karaparanın Aklanması Suçu ile Mücadele ve Bankaların Yükümlülükleri**”, Yayın No:235, Aralık, s.5.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2008), **Dünden Bugüne Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası**, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İdare Merkezi

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2011), “Kamu Borç Sürdürülebilirliği”, **Bülten**, Aralık, Sayı:24, ss.1-6.

(TÜRKİYE CUMHURİYETİ MERKEZ BANKASI) Terimler Sözlüğü, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Bottom+Menu/Egitim-Akademik/Finansal+Egitim/Terimler+Sozlugu#42> (Erişim Tarihi: 16 Mayıs 2015)

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (2011), **Tahvil ve Bono Piyasaları**, Mart.

Uğurlu, Erginbay, “İnternet Notları”, [https://www.academia.edu/4384473/Panel\\_Veri\\_Ekonometrisi\\_%C3%9Czerine\\_Genel\\_Bak%C4%B1%C5%9F](https://www.academia.edu/4384473/Panel_Veri_Ekonometrisi_%C3%9Czerine_Genel_Bak%C4%B1%C5%9F) (Erişim Tarihi: 9 Mart 2015)

Ülgen, Gülden (2005), “ Türkiye’de Dış Borçların Sürdürülebilirliği”, **Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi**, Sayı:1, Cilt: XX, ss.19-34.

Uluyol, Osman ve Türk, Veysel Eren (2013), “Finansal Rasyoların Firma Değerine Etkisi: Borsa İstanbul (BİST)’da Bir Uygulama”, **Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi**, C: XV, S: II, ss. 365-384.

Van der Maas, Paul (2001), "Active Loan Portfolio Management through the Use of Credit Derivatives", **Balance Sheet**, Vol: 9 Iss: 1, pp. 47 – 52.

Vardareri, Azize Demet ve Dursun, Gülten (2009) , “ Finansal Kriz, Yansımaları ve Değişimin Zorunluluğu”, **Econ Anadolu 2009: Anadolu International Conference in Economics**, June 17-19, Eskişehir, ss.1-37.

Weltman, Jeremy (2012), “Country Risk: Is This the end for CDS Spreads as a Useful Measure of Sovereign Risk?”, <http://www.euromoney.com/Article/3118876/Country-Risk-Is-this-the-end-for-CDS-spreads-as-a-useful-measure-of-sovereign-risk.html>, (Erişim Tarihi: 4 Eylül 2014)

(WIKIPEDIA)

[http://en.wikipedia.org/wiki/Big\\_Three\\_\(credit\\_rating\\_agencies\)](http://en.wikipedia.org/wiki/Big_Three_(credit_rating_agencies)), (Erişim Tarihi:12 Eylül 2014),

(WIKIPEDIA) [http://en.wikipedia.org/wiki/Economist\\_Intelligence\\_Unit](http://en.wikipedia.org/wiki/Economist_Intelligence_Unit),  
(Erişim Tarihi: 30 Eylül 2014)

(WORLD BANK), <http://data.worldbank.org/country> (Erişim Tarihi: 27  
Şubat 2015)

(WORLD BANK) <http://data.worldbank.org/indicator/BN.CAB.XOKA.CD>  
(Erişim Tarihi: 12 Mart 2015)

World Financial Markets And Institutions (2007), **12 International Bond Market**, The Mcgraw Hill Companies, Part Four.

Yalçiner, Kürşat (2005), “Uluslar Arası Hisse Senedi Piyasasına Hisse Senedi İhracı Ve İMKB’de İşlem Gören Firmaların İhraç Performansı”, **İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt: 19, Sayı: 2, Eylül, ss.395-406.

Yalçiner, Kürşat (2008), **Uluslararası Finansman**, Ankara: Gazi Kitapevi Tic. Ltd. Şti., Haziran.

Yalçınkaya, Ömer ve Fatma Temelli (2014), “ Ekonomik Büyüme İle Cari İşlemler Dengesi Arasındaki İlişki: BRICS ve MINT (1992-2013)”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 19, Sayı:4, ss.201-224.

Yaman, Kemal (2011) “Cari Açık Probleminin Türkiye Ekonomisi Açısından Değerlendirilmesi –Riskler ve Sonuçlar”, **Ekonomik Yaklaşım Kongreler Dizisi**, VII, 22-23 Aralık, ss.1-11.

Yang, Yuying ve diğerleri (2012), “Dynamic Behavior of Country Risk in the BRICS Countries: from the Perspective of Time-varying Correlation”, **Fifth International Conference on Business Intelligence and Financial Engineering**, pp.313-317

Yapraklı, Sevda ve Güngör, Bener (2007), “Ülke Riskinin Hisse Senetleri Fiyatlarına Etkisi: İMKB 100 Endeksi Üzerine Bir Araştırma”, **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, 62, 2, ss.200-218.

Yavuz, Ali (2009) , “Başlangıcından Bugüne Türkiye’nin Borçlanma Serüveni: Durum ve Eklentiler”, **SDÜ Fen Edebiyat Fakültesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı:20, Aralık, ss.203-226.

Yavuz, H. Hakan (2009), “Kamu Borç Yönetiminde Yabancı Para Cinsinden Borçlanmanın Etkileri: Türkiye Örneği”, **Maliye Dergisi**, Sayı:157, Temmuz-Aralık, ss.277-292.

Yazıcı, Mehmet (2009), “Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Önemi ve Denetimi”, **Maliye ve Finans Yazıları Hakemli Dergisi**, ss.1-17.

Yıldız, Fazlı (2012), “Telekomünikasyon Yatırımlarının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: OECD Ülkeleri Üzerine Ampirik Bir Çalışma”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, C:17, S:3, ss. 233-258.

Yurdakul, Funda (2009), “ Türkiye’de yüksek faiz politikası ve yurtiçi-yurtdışı faiz oranları farkını etkileyen faktörler”, **Uluslararası İnsan Bilimleri Dergisi**, Cilt:6, Sayı:1, ss. 14-26.

Zeren, Fatma ve Ergun, Suzan (2010) , “AB’ye Doğrudan Yabancı Yatırım Girişlerini Belirleyen Faktörler: Dinamik Panel Veri Analizi”, **İşletme ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi**, Cilt 1, Sayı: 4, ss. 67-83.

Zhanga, Mu ve diğerleri (2013), “Study on the Influence Factors of High-tech Enterprise Credit Risk: Empirical Evidence from China’s Listed Companies”, **Procedia Computer Science**, 17, pp. 901 – 910.

zhengmeng, Chai and Xiaolian, Hu (2010), “The Forewarning Echanism System Research of the Host Country’s Risk- Take SME of Yunnan investing directly in the GMS countries for example”, **International Conference on E-Product E-Service and E-Entertainment**, ICEEE2010; Henan-China, November, pp.1-5.

Zlotowski, Yves (2014), **Global Economic Overview**, Coface, March.



**ÖZGEÇMİŞ****Adı- Soyadı:** Hikmet AKYOL**Doğum Yılı:** 1987**Doğum Yeri:** Iğdır**İş Bilgilerim:****Çalıştığı Kurum:** Gümüşhane Üniversitesi İletişim Fakültesi Dekanlığı Bilgi İşlem Bölümü**Unvanı:** Tekniker**Başlama Yılı:** 7 Mart 2011**Görev Aldığı Hizmetler:** YOK -UZEM Telekonferans Sistemleri Teknik Sorumluluğu, YOK-Probil Dil Sınıfları Teknik Sorumluluğu, Gümüşhane Üniversitesi Mühendislik Fakültesi Çok Amaçlı Konferans Salonu Teknik Sorumluluğu, İletişim Fakültesi Çok Amaçlı Salon Teknik Sorumluluğu, Üniversite Kapsamında Yapılan Çeşitli Ulusal ve Uluslararası Sempozyum ve Kongrelerde Teknik Sorumlu, Gümüşhane Üniversitesi İletişim Fakültesi Bilgi İşlem Hizmetleri**Eğitim Bilgilerim:****Lise:** Iğdır Lisesi (2001/2004)**Önlisans:** Erzincan Üniversitesi Kemaliye Hacı Ali Akın MYO**Önlisans Bölümü:** Bilgisayar Teknolojileri ve Programlama (2006/2009)**Lisans:** Anadolu Üniversitesi İktisat Fakültesi**Lisans Bölümü:** İktisat (2010/2012)**Yüksek Lisans:** Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Afet Yönetimi Anabilim Dalı (24/02/2015)