

# TÜRKİYE'YE VERİLEN DERECELENDİRME NOTLARININ DOĞRUDAN YABANCI YATIRIM GİRİŞİNE ETKİSİNİN YILLAR İTİBARIYLA İNCELENMESİ

**Dr. Mustafa ERKAN\***  
**Mustafa Yaşar DEMİRCİOĞLU\*\***

## ÖZET

Doğrudan yabancı yatırımlar bir ülkenin ekonomisinin gelişmesinde önemli rol oynarlar. Bundan dolayı devletler yabancı yatırımcıyı ülkelerine çekebilmek istemektedir. Yabancı yatırımcı ülkeye yatırım yapmadan önce ülkenin hukuki, politik ve ekonomik yapısı hakkında bilgiye ihtiyaç duymaktadır. Yatırımcı tarafından ihtiyaç duyulan bu bilgiler uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilen kredi derecelendirme notları ile sağlanmaktadır. Bu yüzden ülkelere verilen bu notların doğrudan yabancı yatırım akışı üzerinde ciddi etkisinin olduğuna inanılmaktadır. Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları tarafından Türkiye'ye verilen kredi derecelendirme notlarının doğrudan yabancı yatırım girişine etki edip etmediği bu makalede incelenecektir.

**Anahtar Kelimeler:** Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Uluslararası Kredi Derecelendirme Notları, Türkiye'nin Kredi Derecelendirmesi

---

\* Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Milletlerarası Özel Hukuk Anabilim Dalı.

\*\* Öğretim Görevlisi, Bilecik Üniversitesi; Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Öğrencisi.

***EXAMINING THE EFFECT OF THE CREDIT RATINGS  
REPORTED ON CREDITWORTHINESS OF TURKEY ON FLOW OF  
FOREIGN DIRECT INVESTMENT YEAR BY YEAR***

**ABSTRAT**

Foreign direct investments play an important role on a country's economic development. Because of this fact, states want to have flow of foreign investors in their countries. Before investing any capital, foreign investor needs to have information on legal, political and economical structure of the country. The information needed by investors is provided by ratings of international credit rating agencies. Therefore, it has been believed that credit ratings given by credit rating agencies have serious effect on flow of foreign direct investments. The issue of whether credit ratings reported on the credit worthiness of Turkey by international credit rating agencies have any effect on flow of foreign direct investment will be examined in this article.

**Keywords:** Foreign Direct Investments, International Credit Ratings, Turkey's Credit Ratings

**GİRİŞ**

Doğrudan yabancı yatırımlar ülkelerin ekonomilerinin gelişmesinde önemli araçlardan biri olmuşlardır<sup>1</sup>. Doğrudan yabancı yatırımların yeni istihdam alanları yaratılması, ülkeye sermaye girdisinin sağlanması, rekabet ortamının meydana getirilmesi, bilgi ve teknoloji transferinin sağlanması, uluslararası ekonomik entegrasyonun sağlanması ve yeni pazar alanlarının geliştirilmesi gibi ekonomi üzerinde pozitif etkileri olmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımların avantajlarından dolayı birçok devlet gibi Türkiye de doğrudan yabancı yatırımı teşvik etmek istemiştir ve istemektedir. Ancak tarihsel süreç içerisinde ne doğrudan yabancı yatırımların ülkeye girişi konusunda ne de istenilen amaçların

---

<sup>1</sup> Doğrudan yatırımlar hakkında daha detaylı bilgi için bkz. *Tiryakioğlu, B.*, Doğrudan Yatırımların Uluslararası Hukukta Korunması, Ankara 2003, s. 1 vd.

gerçekleştirilmesinde çok başarılı olduğu söylenemez. İstenilen başarının yakalanamamasının nedenleri araştırıldığında iki husus ortaya çıkmaktadır<sup>2</sup>: Birincisi, hukuki problemlerdir<sup>3</sup>. Hukuki problemleri çözebilmek için tarihsel süreç içerisinde çeşitli düzenlemeler yapılmıştır<sup>4</sup>. Bu doğrultuda en son yapılan düzenleme Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu<sup>5</sup> (DYYK)'dur. İkincisi ise, uluslararası yatırımcıların Türkiye hakkında sağlam, doğru ve yeterli bir bilgiye sahip olmamalarıdır<sup>6</sup>. Türkiye Cumhuriyeti, yabancı yatırımcıları bilgilendirme faaliyetlerinde<sup>7</sup> bulunsa bile verilen bilgilerin objektif olmayabileceği düşüncesi yatırımcıda oluşabilmektedir. Bu noktada uluslararası derecelendirme kuruluşlarının önemi ortaya çıkmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşları uluslararası yatırımcıların Türkiye hakkında ihtiyaç duyduğu bilgileri kredi notu formatına dönüştürerek sunmaktadır.

Ülke derecelendirme raporlarının yabancı yatırımcıların yatırım yapacakları ülke tercihleri üzerinde doğrudan etkiye sahip önemli faktörlerden biri olduğu kabul edilir. Zira uluslararası yatırımcının yatırım için önem verdiği çeşitli unsurlar vardır; bunlar yatırımın güvenliği, kar edebilirliği ve nakite dönüştürülüp ülkeden çıkarılabilirliği gibidir. Bu hususların ölçülmesinde uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları<sup>8</sup>

---

<sup>2</sup> Erten, R., Türk Hukukunda Doğrudan Yabancı Yatırımlar, *Vatandaşlık, Göç, Mülteci ve Yabancılar Hukukundaki Güncel Gelişmeler, Uluslararası Sempozyum Bildirileri*, 15-16 Mayıs 2009, Anadolu Üniversitesi, Ankara 2010, s. 397.

<sup>3</sup> Erten, s. 397.

<sup>4</sup> Bu konuda detaylı bilgi için bkz. Ekşi, N., Türkiye'de Yapılan Yabancı Yatırımlara İlişkin Mevzuat Hakkında Genel Değerlendirme, *Yeditepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi* 2005, C. 1, S. 2, s. 169-188.

<sup>5</sup> RG. 17.6.2003/25141.

<sup>6</sup> Erten, s. 397.

<sup>7</sup> Örneğin Başbakanlık Yatırım Ajansı Türkiye'ye yatırım yapmak isteyen yatırımcılara bilgi vermek amacıyla kurulmuştur. (<http://www.invest.gov.tr/en-US/Pages/Home.aspx>), erişim Mart 2011.

<sup>8</sup> Dünyada 130'dan fazla derecelendirme kuruluşu olmakla birlikte uluslararası piyasaya hâkim üç kredi derecelendirme kuruluşu vardır. Bunlar, Moody's, Standard&Poor's (S&P) ve Fitch'dir. Daha detaylı bilgi için bkz. Erkan, M./Demircioğlu, M. Y., Ülke Derecelendirmesinin Ekonomik Kamu Düzeni Üzerine Etkisi, *İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi* 2010, C.1, S.1, s. (107-130) 108-109; Eren, E., Derecelendirme

tarafından yapılan ülke derecelendirmesinin öneminin büyük olduğu düşünülmektedir.

Bu makalenin amacı; uluslararası derecelendirme kuruluşları tarafından verilen kredi derecelendirme notlarının yabancı yatırımcı üzerindeki etkisini Türkiye örneği üzerinden incelemektir. Bu doğrultuda, öncelikle ülkemizde yürürlükten kalkmış ve yürürlükte olan doğrudan yabancı yatırım mevzuatı hakkında bir değerlendirme yapılacaktır. Daha sonra ise, uluslararası derecelendirme şirketlerinin Türkiye'ye vermiş oldukları kredi notları kronolojik olarak ele alınacak ve bu derecelendirme notlarının doğrudan yabancı yatırımcı girişine olan etkileri istatistikî olarak incelenecektir.

## **I. YABANCI SERMAYEYİ TEŞVİK KANUNUNA GİDEN SÜREÇ**

Doğrudan yabancı yatırımlar Türkiye Cumhuriyeti'nin kuruluş yıllarından itibaren ülkenin temel siyasi ve politik yaşamını birinci derecede etkileyen temel faktörlerden biri olmuştur.

1923-1930 dönemi ekonomi politikası, Şubat-Mart 1923'te yapılan İzmir İktisat Kongresi'nde belli olmuş ve toprak sahipleri ile tüccarların kongrede etkinliği sayesinde 1920'li yıllarda ekonomiye yön verecek ilke ortaya çıkmıştır. Bu ilke; dışa açık-yabancı sermayeye hoşgörülü liberalizm anlayışıdır. Bu dönemde milliyetçi kanadın itirazı; kapitülasyonlara sırtını dayamış yabancı sermayeye olmuştur. Zira o dönemde yabancı sermaye ülkeye hiçbir yatırım yapmaksızın, hükümet ve belediyelerin verdiği imtiyazların % 51'lik kısmına sahip olarak, bankacılık, Türkiye'den hammadde satın alma ve işlenmiş madde satma işlerine ağırlık vererek gücüne güç katmaktadır. 1930'lu yıllara doğru geldiğinde ise ülkedeki gayrimüslimleri ekonomi alanında tasfiye edip

---

Kuruluşları Tarafından Verilen Notlar Sebebiyle Üçüncü Kişilerin Uğrayabileceği Zararlardan Kaynaklanan Sorumluluğun Hukuki Niteliği, *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi* 2010, C.4, S.2, s. (111-145) 114.

yerine Müslüman Türkleri geçirmek şeklinde bir politika ön plana çıkmaya başlamıştır<sup>9</sup>.

1930'lu yıllardan itibaren geçen süreçte özellikle tek parti döneminde Türkiye dışı kapalı bir ülke olmuş, yabancılarla ve yabancı ülkelerle temas asgari düzeyde gerçekleşmiştir. O kadar ki yabancıların Türkiye'de 15 günden fazla kalmaları hukuken mümkün değildi<sup>10</sup>.

1929 dünya ekonomik buhranının ardından 1930'lu yılların hemen başında devletin ekonomi üzerinde müdahale eğilimleri ağırlık kazanmaya başlamıştır. Liberalizm-devletçilik tartışması, Cumhuriyet'in Osmanlı'dan devraldığı bir mirastır. Amaç; milli bir kapitalizm ve milli bir burjuvazi sınıfı yaratmaktır. Atatürk, İnönü Hükümetlerinin Lozan'dan kalma bir endişe ve alışkanlıkla desteklediği yabancı sermayeye ve dış yatırıma karşı siyasal bakımdan tedbirli politikalarını bazı konuşmalarıyla desteklemişse de aslında daha başından itibaren devletçi iktisadi politikaların başarısından kuşku duymuştur<sup>11</sup>. Atatürk ve İnönü arasında ekonomi alanında var olan bu düşünce ayrılığı ileriki yıllarda daha da belirginleşmiştir. İnönü'nün Başbakanlıktan ayrılması ve yerine İş Bankası Genel Müdürü Celal Bayar'ın atanmasında da ekonomi politikası anlayışındaki görüş ayrılığı birinci derecede etkili olmuştur<sup>12</sup>. Ancak Atatürk'ün ölümü ve İsmet İnönü'nün Cumhurbaşkanı olmasının ardından

---

<sup>9</sup> Aslında bu gidiş, İttihat ve Terakki Fırkasının "Müslüman Burjuvazi" yaratma amaçlı iktisat politikasıydı ve sonuçta Cumhuriyeti kuranlar da ittihatçıydı. *Oran*, B., Türk Dış Politikası, C. 1, b. 13, İstanbul 2008, s. 244.

<sup>10</sup> Daha ayrıntılı bilgi için 29 Haziran 1938 tarihli Ecnabilerin Türkiye'de İkamet ve Seyahatleri Hakkında Kanun'a bakılabilir. Bu dönemde gerek Atatürk ve gerekse İsmet İnönü yurt dışına hiç çıkmamışlardır. 1934 yılında Pasaport Kanunu ile yurt dışına çıkış harcının 50 kuruştan 25 TL'ye yükseltilmesi uygulaması da yabancı ülkelere bakış açısı bakımından önemlidir. Tek parti döneminde yabancı ülkelere ve yabancılara bakış açısı hakkında daha ayrıntılı bilgi için bakınız; *Koçak*, C., Geçmişiniz İtinayla Temizlenir, b. 1, İstanbul 2009, s. 205-207. (Geçmişiniz).

<sup>11</sup> *Koçak*, Geçmişiniz, s. 228-231.

<sup>12</sup> Bu dönemdeki liberal-devletçi ekonomi anlayış farklılığı hakkında bkz. *Koçak*, C., Türkiye'de Milli Şef Dönemi, b. 3, İstanbul 2007, s. 29 vd. (Milli Şef).

tekrar devletçi politikalara dönüş yönünde politikalar izlenmeye başlanmıştır.

Osmanlı Devleti'nden Lozan Anlaşması ile önemli miktarda borç devralan genç Türkiye, Cumhuriyetin ilk yıllarında yabancı sermayeye karşı oldukça dikkatli davranmıştır. Bu dönemde yapılan millileştirmelerin yanında 1930 yılında çıkarılan 1567 sayılı Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında Kanun<sup>13</sup> ile yabancı sermaye üzerinde sıkı denetim sağlanması, ülkeye yabancı sermaye girişini önlemiştir. II. Dünya Savaşından sonra dünyada görülmeye başlanan serbestleşme akımlarına paralel olarak Türkiye'de yabancı sermayeye karşı daha ılımlı politikalar izlenmeye başlanmıştır<sup>14</sup>.

II. Dünya Savaşından sonra Türkiye'nin ekonomik, siyasal, toplumsal ve sosyo-psikolojik durumu tam bir iç içe girmişlik tablosu göstermiştir. Türkiye 1952 yılında NATO'ya girmiş, savaş sonrası ABD'nin yeni bir dünya düzeni kurma planı çerçevesinde 1946-1953 yılları, dışa hesapsız açılma yılları olarak ortaya çıkmış ve Marshall Planı ile Avrupa açısından bu bölgenin dünya ticaretine açılması, Türkiye açısından ise Avrupa'ya gıda ve hammadde sağlayıcı rolü üstlenilmesi temel politika olarak uygulamaya konulmuştur. 1950 yıllarında çok partili hayata geçişle birlikte ekonomik politikalarda değişiklikler meydana gelmiş ve yabancı sermayenin yeniden teşviki amaçlanmıştır<sup>15</sup>. Bu sebeple 1951 yılında 5821 sayılı Yabancı Sermaye Yatırımları Teşvik Kanunu<sup>16</sup> kabul edilerek belirli yatırım alanları<sup>17</sup> yabancı sermayeye açılmıştır. Ancak bu Kanun'un getirmiş olduğu bazı şartların yabancı yatırımcı açısından cazip görülmemesi nedeniyle yeni bir kanun yapılmasına karar

---

<sup>13</sup> RG. 25.02.1930/1433.

<sup>14</sup> Eren, A., Türkiye Ekonomisi, 2.b, Bursa 2008, s. 223; Türkiye'de yabancı sermaye politikasının gelişimi konusunda ayrıntılı bilgi için bkz. Karluk, R., Cumhuriyetin İlanından Günümüze Türkiye Ekonomisinde Yapısal Dönüşüm, b.12, İstanbul 2009, s. 578-581.

<sup>15</sup> Çelikel, A./Gelgel, G., Yabancılar Hukuku, İstanbul 2010, s. 155.

<sup>16</sup> RG. 09.08.1951/7880.

<sup>17</sup> Maden, bayındırlık, ulaştırma ve turizm gibi.

verilmiştir. Bu doğrultuda 1954 yılında Amerikalılara hazırlatılan 6224 sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu<sup>18</sup> yürürlüğe girmiştir. Yine aynı yıl yabancı sermayeyi teşvik için Petrol Kanunu<sup>19</sup> da yürürlüğe girmiştir. Bu kanunlar ile yabancı sermayeye pek çok haklar-muafiyetler ve ayrıcalıklar tanınmıştır<sup>20</sup>. Kanundaki bu liberal hükümlere rağmen istenilen miktarda yabancı yatırımcı ülkeye çekilememiştir. Bunun sebebi olarak ise var olan politik, ekonomik, mali istikrarsızlık ve uygulamadan kaynaklanan sıkıntılar olduğu ileri sürülmüştür<sup>21</sup>. Bu kanun 2003 yılında yürürlüğe giren 4875 sayılı DYYK ile yürürlükten kaldırılmıştır.

## II. DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR KANUNU VE ÜLKEYE GETİRİSİ

Ülkemizde yabancı yatırımların büyüme, sanayileşme, işsizliğin azaltılması, istihdamın artırılması, milli gelir, ihracatın artırılması gibi temel makroekonomik değerler üzerinde taşıdığı önem nedeniyle<sup>22</sup> ayrı bir kanunla düzenleme ihtiyacı doğmuş olup bu çerçevede 4875 sayılı DYYK çıkarılmıştır<sup>23</sup>. Bu kanun ile doğrudan yabancı yatırımların özendirilmesi, korunması ve uluslararası standartlara kavuşturulması amaçlanmıştır<sup>24</sup>.

---

<sup>18</sup> RG. 23.01.1954/8615.

<sup>19</sup> RG. 16.03.1954/8659.

<sup>20</sup> *Oran*, s. 494.

<sup>21</sup> *Çelikel/Gelgel*, s. 155-156; *Erten*, s.400.

<sup>22</sup> *Kayhan, Ş./Eski, M.*, Uluslararası Ekonomi Hukuku, Ankara 2010, s.84-86. Doğrudan yabancı yatırımlar; ülkeler arası ilişkilerde farklı sonuçlar doğurabilmektedir. Ekonomisi-sanayisi güçlü ülkeler açısından onların lehine sonuçlar doğurduğu kesindir. Ülkelerin de bu tür yatırımları teşvik konusunda ana hedefleri farklılık gösterebilmektedir. Örneğin Kuzey Amerika Serbest Ticaret Antlaşması ile (North American Free Trade Agreement-NAFTA) Amerika, Kanada, Meksika arasında kurulan pazar ile doğrudan yabancı yatırımların bu ülkeler arasında hareketliliği amaçlanmıştır. Ancak bu anlaşma Meksika'nın yoksullaşmasını hızlandırmıştır. Kanada ise ulusal yatırımcısını koruma içgüdüsü ile doğrudan yabancı yatırımları kısıtlayıcı bir politika izlemiştir. *Balkar, C.*, Uluslararası Ekonomik Bütünleşme: Kuram, Politika ve Uygulama AB ve Dünya Örnekleri, İstanbul 2010, s. 444.

<sup>23</sup> Bu Kanun 6224 sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu'nu yürürlükten kaldırmıştır.

<sup>24</sup> *Ekşi*, s. 170.

DYYK amaçları doğrultusunda, korunması ve özendirilmesi gereken unsurun ne olduğunu ortaya koyabilmek için, DYYK yabancı yatırımcıyı ve yabancı yatırımı tanımlamıştır.

DYYK'un 2. maddesine göre; yabancı yatırımcı; Türkiye'de doğrudan yabancı yatırım yapan, yabancı ülkelerin vatandaşlığına sahip olan gerçek kişiler ile yurt dışında ikamet eden Türk vatandaşlarını ve yabancı ülkelerin kanunlarına göre kurulmuş tüzel kişileri ve uluslararası kuruluşları kapsamaktadır. Bu tanım ile yurt dışında ikamet eden Türk vatandaşlarının yapmış oldukları yatırımlarda yabancı yatırım kategorisine alınarak Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu'na göre yabancı yatırımcı kavramının kapsamı genişletilmiştir.

Aynı maddeye göre doğrudan yabancı yatırım ise; yabancı yatırımcı tarafından yurt dışından getirilen, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasınca alım satımı yapılan konvertibl para şeklinde nakit sermaye, şirket menkul kıymetleri (Devlet tahvilleri hariç), makine ve teçhizat, sınaî ve fikrî mülkiyet hakları; yurt içinden sağlanan, yeniden yatırımda kullanılan kâr, hâsılat, para alacağı veya malî değeri olan yatırımla ilgili diğer haklar, doğal kaynakların aranması ve çıkarılmasına ilişkin haklar gibi iktisadî kıymetler aracılığıyla; yeni şirket kurmayı veya şube açmayı, menkul kıymet borsaları dışında hisse edinimi veya menkul kıymet borsalarından en az % 10 hisse oranı ya da aynı oranda oy hakkı sağlayan edinimler yoluyla mevcut bir şirkete ortak olmayı ifade etmektedir.

Doğrudan yabancı yatırımlara ilişkin esaslar DYYK'un 3. maddesinde<sup>25</sup> belirlenmiştir. Buna göre; uluslararası anlaşmalar ve özel

---

<sup>25</sup> 4875 sayılı Kanunun 3. maddesinin d fıkrası ("Taşınmaz edinimi yabancı yatırımcıların Türkiye'de kurdukları veya iştirak ettikleri tüzel kişiliğe sahip şirketlerin, Türk vatandaşlarının edinimine açık olan bölgelerde taşınmaz mülkiyeti veya sınırlı aynı hak edinimleri serbesttir") Anayasa Mahkemesi'nin 11.03.2008 tarihli E:2003/71- K: 2008/79 sayılı kararı ile iptal edilmiştir. Yabancı yatırımcıların kurdukları ve iştirak ettikleri şirketlerin Türkiye'de taşınmaz edinimleri konusu; 2008 yılında 5782 sayılı Kanun ile Tapu Kanununun 36. maddesinde yapılan değişiklik ile yeniden düzenlenmiştir.



kanun hükümleri tarafından aksi öngörülmedikçe, yabancı yatırımcılar tarafından Türkiye'de doğrudan yabancı yatırım yapılması serbesttir (m. 3/a-1). Bu düzenleme ile Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunundaki izin ve onay sistemi terk edilmiş ve bilgilendirme sistemine geçilmiştir<sup>26</sup>. Bu düzenleme yeni kanun ile yapılan en esaslı değişikliktir<sup>27</sup>. Aynı fıkranın devamında yabancı yatırımcılar yerli yatırımcılarla eşit muameleye tabidi olduklarını ifade ederek yerli yatırımcılara yapılan muamelenin aynısının yabancı yatırımcı için de geçerli olduğunu ifade etmiştir (m. 3/a-2).

Doğrudan yabancı yatırımlar, yürürlükteki mevzuat gereğince; kamu yararı gerektirmedikçe ve karşılıkları ödenmedikçe kamulaştırılmaz veya devletleştirilemez (m. 3/b). Bu düzenleme Anayasamızın 46<sup>28</sup> ve 47<sup>29</sup> inci maddeleri ile teminat altına alınan kamu yararı gerekmedikçe ve karşılıkları ödenmedikçe kamulaştırma/devletleştirme yapılamayacağına ilişkin hükmün DYYK'na yansımadır. Bu yansımının bir başka nedeni ise ikili ve çok taraflı yatırım anlaşmalarıdır<sup>30</sup>. İkili ve çok taraflı anlaşmalarda devletin egemen

---

<sup>26</sup> Çelikel/Gelgel, s. 159-160; Ekşi, s. 170.

<sup>27</sup> Çelikel/Gelgel, s. 160.

<sup>28</sup> '(Değişik: 3/10/2001-4709/18 md.)Devlet ve kamu tüzelkişileri; kamu yararının gerektirdiği hallerde, gerçek karşılıklarını peşin ödemek şartıyla, özel mülkiyette bulunan taşınmaz malların tamamını veya bir kısmını, kanunla gösterilen esas ve usullere göre, kamulaştırmaya ve bunlar üzerinde idarî irtifaklar kurmaya yetkilidir.

Kamulaştırma bedeli ile kesin hükme bağlanan artırım bedeli nakden ve peşin olarak ödenir. Ancak, tarım reformunun uygulanması, büyük enerji ve sulama projeleri ile iskân projelerinin gerçekleştirilmesi, yeni ormanların yetiştirilmesi, kıyıların korunması ve turizm amacıyla kamulaştırılan toprakların bedellerinin ödenme şekli kanunla gösterilir. Kanunun taksitle ödemeyi öngörebileceği bu hallerde, taksitlendirme süresi beş yılı aşamaz; bu takdirde taksitler eşit olarak ödenir.

Kamulaştırılan topraktan, o toprağı doğrudan doğruya işleyen küçük çiftçiye ait olanlarının bedeli, her halde peşin ödenir.

İkinci fıkrada öngörülen taksitlendirmelerde ve herhangi bir sebeple ödenmemiş kamulaştırma bedellerinde kamu alacakları için öngörülen en yüksek faiz uygulanır.'

<sup>29</sup> 'Kamu hizmeti niteliği taşıyan özel teşebbüsler, kamu yararının zorunlu kıldığı hallerde devletleştirilebilir.

Devletleştirme gerçek karşılığı üzerinden yapılır. Gerçek karşılığın hesaplanma tarzı ve usulleri kanunla düzenlenir.'

<sup>30</sup> Ekşi, s. 174.

güç olarak özel mülkiyeti kamulaştırabileceği düzenlenmiştir<sup>31</sup>. Ancak, bu işlemin belirli şartlar dahilinde olması gerekmektedir. Kamu yararının gerektirdiği durumlarda, ayrımcılık yapılmadan, hukuk kaidelerine uyularak ve bedel ödenmek kaydıyla uluslararası hukukta devletler kamulaştırma yapabilirler<sup>32</sup>.

Ülkemizde, yabancı yatırımların ekonomik kamu düzeni<sup>33</sup> açısından taşıdığı önem nedeniyle konu 4875 sayılı DYYK ile düzenleme altına alınmıştır. Söz konusu Kanun Anayasanın 167. maddesinde, devlete, para, kredi, sermaye, mal ve hizmet piyasalarının sağlıklı ve düzenli işlemlerini sağlayıcı ve geliştirici tedbirlerin alınması, piyasalarda fiili veya anlaşma sonucu doğacak tekelleşme ve kartelleşmenin önlenmesi, milli tasarrufu ve üretimi artırıcı, fiyatlarda istikrar ve dış ödemelerde dengeyi sağlayıcı, yatırım ve istihdamı geliştirici tedbirlerin öngörüldüğü planlamanın yapılması, yatırımlarda toplum yararları ve gerekleri gözetilmesi ve kaynakların verimli şekilde kullanılması hedefi konusunda verilmiş olan görevin bir yansıması olarak karşımıza çıkmaktadır.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları Anayasanın 5, 48, 166 ve 167. maddelerinde vurgulanan ve ekonomik kamu düzenini tesis eden Türkiye'nin makroekonomik dengeleri üzerinde şu tür etkilere sahiptir<sup>34</sup>.

---

<sup>31</sup> Enerji Şartı Anlaşmasının (ECT) 13 üncü maddesinde; Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşmasının (NAFTA) 1110. maddesinde; 2004 tarihli Amerika'nın model ikili yatırım anlaşmasının 6.maddesinde; daha detaylı bilgi için bkz. *Erkan, M.*, International Energy Investment Law: Stability through Contractual Clauses, Kluwer International Law 2011, s. 65-76.

<sup>32</sup> The World Bank Guidelines on the Treatment of Foreign Direct Investment, 31 ILM, 1992, s. 1363; *Reinisch, A.*, "Legality of Expropriations", in *Reinisch, A.*(Ed.) Standards of Investment Protection, Oxford 2008,s. 171-204; *Brownlie, I.*, Principles of Public International Law, 6<sup>th</sup> edn., Oxford 2003, s. 509; *Shaw, M.N.*, International Law, 5<sup>th</sup> edn., Cambridge 2003, s. 738; *Rubins, N/Kinsella, N.S.*, International Investment, Political Risk and Dispute Resolution: A Practitioner's Guide, New York, 2005, s. 177; *Erkan, s. 65-76.*

<sup>33</sup> "Ekonomik kamu düzeni" kavramı hakkında bkz. *Erkan/Demircioğlu*, s. 112-118.

<sup>34</sup> Bu konuda daha ayrıntılı bilgi için bkz. *Osmanov, K.*, Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Makroekonomik Etkileri- Türkiye Örneği, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2008, s. 68-74.

Yabancı sermaye yatırımları ülkedeki üretimi artırmakta ve ülke içerisinde bir katma değer oluşturmakta, ülkenin milli gelirine net katkı yaparak ekonomik büyümeye neden olmakta ve GSMH'yi da artırmaktadır. Bu yatırımlarla ülkeye getirilen dövizler uzun dönemde ihracatı artırıcı, ithalatı ikame edici etki yaparak ödemeler dengesinin düzelmesine katkıda bulunmaktadır<sup>35</sup>.

Doğrudan yabancı yatırımlar, ülke ekonomisinde taşıdığı önem nedeniyle Hazine Müsteşarlığı tarafından da izlenmekte ve bu konuya ilişkin bilgi ve istatistikler düzenli olarak yayımlanmaktadır<sup>36</sup>. Doğrudan yabancı yatırımlar ekonomik büyüme ve istihdam üzerinde önemli etkiler doğurduğundan; derecelendirme şirketlerinin inceleme ve notları, yabancı yatırımların yönlendirilmesi yanında ekonomik büyümenin sağlanması açısından da önem taşımaktadır<sup>37</sup>.

### III. DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLAR-ÜLKE DERECELENDİRME NOTLARI İLİŞKİSİ

Son yıllarda kredi derecelendirme kuruluşlarının değerlendirmeleri, gelişmekte olan ülkelerin aldıkları dış yardım ve kredilerin geri ödenmesinde en sağlıklı gösterge olarak kabul edilmektedir. Sadece devletler arasında gerçekleştirilen dış borçlanma piyasasına değil, gelişmiş

---

<sup>35</sup> Seyidoğlu, H., Uluslararası İktisat, s. 616-617; Dolaysız dış yatırımların nedenleriyle ilgili olarak ayrıntılı bilgi için bkz. Seyidoğlu, H., Uluslararası Finans, İstanbul 2001, s. 398-399; Bu yatırımların Türkiye Ekonomisi Üzerinde oynadıkları önemli rol hakkında bkz. Gökhan, N., Türkiye'ye Gelen Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Özellikleri ve Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Olası Etkileri, Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara 2007, s. 40-49.

<sup>36</sup> (<http://www.hazine.gov.tr/irj/portal/anonymouse?NavigationTarget=navurl://ece24785e13b51af18464d81e80b65f0&LightDTNKnobID=1728274996>), son erişim Eylül 2010.

<sup>37</sup> Bir ülkede, belirli bir dönemde, üretim kapasitesinde meydana gelen, malların sayısı ve çeşidinin hızla artması ve teknolojik ilerlemenin gerçekleşmesi ile birlikte, kurumsal ve ideolojik yeniden yapılandırmaya dayanan uzun dönemli artışlar “ekonomik büyüme” olarak adlandırılır. Büyümeyle etkileyen birincil faktörler; çoğunlukla sermaye, işgücü ve doğal kaynaklar olarak kabul edilirken, ikincil faktörler ise; ülkedeki mevcut altyapı olanakları, eğitim düzeyi, teknolojik seviye, girişimcilerin sayısı ve niteliği, işgücünün kalitesi, çalışma koşulları ve halkın yenilikleri benimseme kapasitesi olarak sıralanabilir.

ülkelerdeki banka ve fon sahiplerinin gelişmekte olan ülke piyasalarına da fon arz etmelerini sağlayacak bir dayanak noktası olarak görülmeye başlanmıştır. Derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme notları doğrudan yabancı sermayenin ülke hakkındaki değerlendirmelerini etkilemektedir<sup>38</sup>.

Ülke derecelendirmesinin yabancı yatırımcılar üzerinde etkileri vardır. Ülkelerin (özellikle gelişmekte olan ülkeler) finansman temini gibi nedenlerden dolayı yabancı yatırımcıya olan ihtiyacı açıktır. Yabancı yatırım ülkeye para girişi açısından önemli bir araçtır. Diğer taraftan ise yabancı yatırımcı, yatırım yapmak ve gelir elde edebilmek için uygun ülkeler arar ve bunun için de uluslararası derecelendirme kuruluşlarının derecelendirmelerine bakarak yatırımlarına yön verir. Başka bir ifadeyle yabancı yatırımcılar karşı karşıya kalacakları transfer riski ve konvertibilite riski açısından yatırım yapacakları ve/veya halihazırda yatırım yapmış oldukları ülkenin risk notuna büyük önem verirler<sup>39</sup>. İyi bir ülke derecelendirmesine sahip bir ülke rahatlıkla ülke dışından finansman temin edebileceği gibi aynı zamanda sahip olunan iyi not, dışarıdan yabancı yatırımcının ülkeye akışını da sağlayacaktır.

Derecelendirme faaliyetinin ülkenin ekonomik kamu düzeninde, makroekonomik dengelerinde, yabancı yatırım girişinde oynadığı önemli rol nedeniyle bu faaliyetlerin Bağımsız İdari Otoritelerin gözetim ve denetimi altında Türkiye'de faaliyette bulunmasına izin verilen ve

---

<sup>38</sup> *Çalışkan, V.*, Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Risk Değerlendirme Kriterleri, *Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi* 2002, C.1, s. (53-66) 64; Ayrıca benzer değerlendirmeler için bkz. *Örücü, İ.*, Kobilerin Halka Açılmalarında Derecelendirme ve Pratik Bir Derecelendirme Modeli Uygulaması, Yüksek Lisans Tezi, s. 18; *Halıcı, N. S.*, Kredi Derecelendirme Şirketleri Kredi Derecelendirmenin Belirleyici ve Etkileri, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Kayseri 2005, s. 38 ve s. 180; *Mukatel, L. A.*, Ülke Derecelendirme Notlarının Borsa Endekslerine Etkisi : İMKB 100 Endeksi Üzerinde Bir Model Denemesi, Yüksek Lisans Tezi İstanbul 2006, s. 87; *Meydan, C.*, Şirket Derecelendirmesi ve Bir Endüstri İşletmesinde Uygulama Örneği, Doktora Tezi, İstanbul 2009, s. 17.

<sup>39</sup> (<http://www.icravasyaratim.com/a-Kategori-96.html>), son erişim Mart 2011.

yetkilendirilen kuruluşlarca yapılmasına izin verilmektedir<sup>40</sup>. Bu kuruluşlar mesleki sorumluluk sigortası yaptırma yükümlülüğü altında bulunmakla birlikte hukuka aykırı eylem ve işlemleri nedeniyle idari para cezası ve listeden çıkarılma müeyyidesi ile de karşı karşıya kalabilmektedir. Aynı zamanda gizlilik, sır saklama yükümlülüğü, şeffaflık, reklam yasağı, tarafsızlık ve bağımsızlık, çıkar çatışmalarından kaçınma gibi temel yükümlülükleri de bulunmaktadır<sup>41</sup>. Bu kuruluşların SPK ve BDDK gözetim ve denetimi altında faaliyette bulunmaları, idari, sosyal ve iktisadi regülasyon gereksiniminin bir sonucudur.

Milli gelirin ve tasarrufların düşük olduğu ülkelerin, iktisadi büyüme sürecinde finansman açığı vermeleri ve büyük boyutlara ulaşan bütçe açıkları uluslararası finansal piyasalara başvurma zorunluluğunu beraberinde getirmektedir. Hükümetlerden veya uluslararası kuruluşlardan sağlanan dış kredilerin politik ve iktisadi açılardan getirdiği kısıtlamalara karşın, uluslararası finansal piyasalardan doğrudan sağlanan kaynaklar bu ülkelere daha esnek bir finansman olanağı vermektedir.

“Gelişmekte olan ülkeler” konumunda olan bu ülkeler finansal piyasalarını hızla geliştirerek, dünya yatırım fonlarının daha büyük bir oranını ülkelere çekmeyi ve uluslararası piyasa hareketlerinden daha fazla pay almayı amaçlamaktadırlar.

Küreselleşme sürecinin hızlı yaşandığı günümüzde standartlar, uluslararası ticarete kullanılan ortak bir dil haline gelmiştir. Uluslararası finansal piyasalara olan sermaye akışı<sup>42</sup>, sermaye piyasalarının banka

---

<sup>40</sup> *Karlık*, s. 431.

<sup>41</sup> *Yaslıdağ*, B., *Kredi Derecelendirme Sistemi*, İstanbul 2007, s. 140-155.

<sup>42</sup> Uluslararası finansal piyasalar; çeşitli nedenlerle kendi ülkeleri dışındaki piyasalardan finansman sağlamayı amaçlayan devlet veya şirketlerle, tasarruflarını, yine çeşitli nedenlerle kendi ülkeleri dışındaki kuruluşlara kullandıran kişi ve kuruluşların bir araya gelerek oluşturdukları piyasalar olarak tanımlanabilir. Uluslararası finansal piyasalar esasen gelişmiş ülkelerin devlet, şirket, kurumsal ve bireysel yatırımcılar tarafından oluşturulmaktadır. *Halıcı*, s. 17.

sektörüyle yer değiştirmesine yol açmış, bu da kredi değerlendirmelerini denizaşırı ülkelerde faaliyete geçirmiştir. Kredi değerlendirmeleri gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarına uygulandığı gibi, piyasaları yeni oluşan muhtelif ülkelerde de uygulama alanı bulmuştur. Bu ülkelerde talebin yükselmesiyle birlikte derecelendirme kuruluşlarının sayısı artmaya başlamıştır<sup>43</sup>.

Kredi değerliliğinin derecelendirilmesinde; kredi kuruluşları müşterinin kullanacağı krediyi geri ödeyebilme gücünü veya borçluluğunu temsil eden sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz ve benzeri yükümlülüklerini vadelerinde karşılayamama riskini bağımsız, tarafsız ve adil olarak ortaya koyarlar<sup>44</sup>.

Finansal sektör, tasarruflar ve yatırımlar arasındaki “aracılık” hizmetini sunmakta, sağladığı birçok fonksiyon ve servisiyle ekonomik aktiviteye genel olarak pozitif katkı yaparak, yatırımlar için bulunması gerekli kaynak hacmini genişletmekte ve kaynakların tahsisini/dağılımını daha iyi hale getirmektedir<sup>45</sup>. Bu katkıları göz önüne alındığında, finansal kalkınmanın ekonomik büyüme için önemi daha iyi anlaşılmaktadır. Finans sektörünün ekonomik kalkınma bağlamındaki önemi dolayısıyla

---

<sup>43</sup> Alp, Ö., Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Tarihi Gelişimi, Milliyet, 10.10.2007.

<sup>44</sup> BDDK tarafından; 01.01.2006 tarih ve 26333 sayılı Resmî Gazete’de yayınlanan “Derecelendirme Kuruluşlarının Yetkilendirilmesine ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik” m. 5; Benzer tanımlamalar için bkz. İMKB, Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, İMKB Yayınları, İstanbul 2002, s. 571; *Hacı*, s. 1

<sup>45</sup> İdare, finansal sektörün gereklerine uygun davranarak keyfi ve plansız harcamalardan kaçınacak, kamu yararını en üst düzeyde sağlayacak yatırımlara öncelik verecektir. Dış borçlanma, ülkeye dışarıda bir kaynak girişi sağladığı için ekonomide olumlu bir hava yaratır. Buna karşılık, söz konusu borcun anapara ve faizlerinin ödenmesi sırasında ise olumsuz bir etki meydana gelir. Bu yüzden dış borçlanmanın verimli alanlarda kullanılması çok önemlidir. Ülkenin uluslararası kuruluşlardan ve dış piyasalardan borçlanması büyük ölçüde ülkenin kredi değerliliği ile ilgilidir. Bu yüzden derecelendirme kuruluşları tarafından saptanan risk düzeyi sınırlayıcı bir faktör olabilmektedir. *Cansu*, İ., Türkiye Ekonomisinde İç Borçlanmanın Faiz Oranı Ve Döviz Kuru İle İlişkisi, Yüksek Lisans Tezi, s. 80. Ayrıca bkz. *Sinoplu*, E. B., Sermaye Piyasası Kurulu’nun Uyguladığı İdari Yaptırımlar ve Yargısal Denetimi, Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2009, s. 57.

finans piyasalarında kullanılan bir aracın yani derecelendirmenin de önemini ortaya koymaktadır<sup>46</sup>.

Kamu otoriteleri tarafından, risk derecelendirmesi yatırımcının korunmasının bir aracı olarak da kullanılmaktadır. Derecelendirme para ve finans otoritelerinin gözetim ve denetim yükünü hafifletme ve bu sayede sürekli kontrol altındaki piyasa mekanizmasının güvenli gelişimi sağlanmaktadır<sup>47</sup>. Derecelendirme faaliyeti; piyasalara şeffaflık getirecek oto kontrol sistemini devreye sokmakta, asimetrik enformasyon ve ahlaki tehlike gibi sorunların azaltılmasında önemli yer teşkil etmektedir<sup>48</sup>.

Derecelendirme ulusal ve uluslararası ölçekte; ekonomiye güvenilir ve istikrar içinde gelişen mali piyasalar kazandırmakta, ekonominin dış kaynak teminini, kolaylaştırmaktadır. Tasarrufların daha kolay mobilize edilmesi (düşük tasarrufların yatırıma dönüşmesi) açısından da derecelendirmenin önemi büyüktür. Yine derecelendirme; ekonomideki genel risk düzeyini sınırlandırırken mali işlemlerin etkinliğini artırmakta ve büyümenin daha etkin finansmanını sağlamaktadır. Menkul kıymetlerin fiyatlarının daha ekonomik ve istikrarlı oluşması da tutarlı, objektif bir derecelendirme faaliyeti ile gerçekleşecektir<sup>49</sup>.

Derecelendirme; menkul kıymet alım - satımında bir tavsiye niteliğinde olmamakla birlikte hızlı referans unsuru oluşturup<sup>50</sup> risk

---

<sup>46</sup> Halıcı, s. 36;

<sup>47</sup> Sermaye Piyasası Kurumu, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, Merkez Bankası vb. kuruluşlara bu bağlamda pek çok idari görevler yüklenmiştir. Aynı yönde görüş için bkz. *Mukatel*, s. 89; *Mumyakmaz*, K., Rating'in ( Derecelendirme ) Finans Sektörü Bakımından Yeri ve Önemi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı İktisat Politikası Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 1998, s. 29; *Örücü*, s. 55.

<sup>48</sup> Halıcı, s. 38.

<sup>49</sup> *Mukatel*, s. 86. Ayrıca bkz. *Mumyakmaz*, s. 20-30.

<sup>50</sup> *Tahvil ve bono*, ödünç para sağlamak amacıyla, devlet, kamu kuruluşları ve anonim şirketler tarafından çıkartılan nominal değerleri eşit ve ibareleri aynı olan borçlanma senetleridir. *Devlet borçlanma senetleri* ( *government debt securities* ), devletin bütçe açıklarının veya yeni yatırımların finansmanı amacıyla çıkarmış olduğu borçlanma

tespitinde standardizasyon sağlamakta, menkul kıymet fiyatlarındaki spekülâtif dalgalanmaları sınırlandırıp bir denge unsuru oluşturmaktadır. Derecelendirme, kurumsal ve yabancı yatırımcıların piyasaya girmelerini teşvik ederek uluslararası piyasalarla entegrasyonu ve bütünleşmeyi kolaylaştırmakta ve uzun vadeli yatırım eğilimini güçlendirmektedir<sup>51</sup>. Özetle, derecelendirme sermaye piyasalarının güvenilirliği ve sağlıklı gelişimi için temel ve zorunlu bir unsurdur. Derecelendirme şirketleri, organize piyasalarda borçlanma araçlarının riskliliği hakkında üçüncü şahıs olarak görüş bildirerek, asimetrik bilgilendirmenin önlenmesi, piyasa etkinliğinin ve şeffaflığın artırılması gibi fonksiyonları yerine getirirler<sup>52</sup>.

---

senetlerinin genel adıdır. İMKB, Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, İMKB Yayınları, Temmuz 2002, s. 9-10 ve s. 154-156.

<sup>51</sup> Derecelendirme kuruluşlarının bu işlevlerini sağlıklı olarak yerine getirebildiklerini iddia edebilmek zordur. "ABD'de yaşanan ekonomik bunalım ve mortgage krizi ve Amerikan ekonomik kamu düzeninde yaşanan sarsıntı kredi derecelendirme kuruluşlarını tekrar tartışma konusu haline getirmiştir. Mortgage sözleşmelerinde "kredi ödenemediği takdirde ancak söz konusu konuta el koyma" yoluna gidebilme yetkisi veriliyordu. Kredi müşterileri konut fiyatları düşünce konut kredilerini ödemek yerine konutları bankalara terketmeyi daha avantajlı buldu. Konuyu finansal krize getiren durum ise bankaların ellerinde bulunan kredi alacaklarını teminat gösterip tahviller çıkarması ve bu tahvillerin de tahvil borsasında işlem görmesiyle oluştu. Kredi piyasalarındaki bozulmayı görmeyen ya da görmek istemeyen kredi derecelendirme kurumlarının (Fitch, Standart&Poors, Goldman Sachs) tahvillere yüksek not vermeleriyle durum daha vahim bir hal almıştır. Kredilerin geri ödenmemesi tahvil borsasının çökmesine neden olmuştur. Elleri tahvil olan ve verdikleri kredileri tahsil edemeyen bankalar krizle birlikte tek tek ya iflas ya birleşme ya da devlet tarafından satın alınma yolunu seçmişlerdir. Elleri bu tahvilleri tutan Avrupa menşeli bankalar da zor duruma düşerek kendi devletleri tarafından batmamak için desteklenmişlerdir. İlk dalganın ardından ABD Senatosu 700 milyar dolarlık bir destek paketini onaylamış ancak krizin yaralarını saramamış, bilakis kriz daha da derinleşerek tüm dünya piyasalarını olumsuz etkisi altına almıştır". Aydın, Ekonomik Güvenlik, s. 43.

<sup>52</sup> Mumyakmaz, s. 24-25. ; Mukatel, s. 87; Halıcı, s. 38.



#### IV. TÜRKİYE CUMHURİYETİ HÜKÜMETLERİNİN DERECELENDİRME GÖRÜNÜMLERİ<sup>53</sup> VE NOTLARI<sup>54</sup>

##### A- 49. Hükümet ( DYP-SHP Koalisyon) Dönemi

Bu dönem; 21 Kasım 1991 – 25 Haziran 1993 tarihleri arasında kapsamakta olup<sup>55</sup> söz konusu dönemde Moody's, 1 Mayıs 1992'de Türkiye'nin notunu Baa3 olarak açıklamıştır<sup>56</sup>.

##### B- 50.Hükümet (DYP-SHP Koalisyon) Dönemi

Bu dönem; 25 Haziran 1993 – 5 Ekim 1995 tarihleri arasında kapsamaktadır<sup>57</sup>. 1994 yılında yurtdışından spekülâtif sıcak para girişi,

<sup>53</sup> Genel görünüm derecelendirmesi; Pozitif, Negatif, Durağan ve Hareketli kavramları ile ifade edilmektedir. Pozitif görünüm; derecenin artırılabilceği, Negatif görünüm ise düşürülebileceği anlamındadır. Durağan görünüm; derecenin muhtemelen değişmeyeceği durumu ifade ederken Hareketli görünüm ise; derecenin artırılabilceği ya da düşürülebileceği durumu ifade eder. *Yaslıdağ*, s. 188.

<sup>54</sup> AAA, AA, A ve BBB kategorileri; yatırım yapılabilir seviyeleri göstermektedir. AAA; en yüksek kredi kalitesidir ve finansal yükümlülüklerin yerine getirilmesi kabiliyeti son derece yüksektir. (AA +, AA, AA-); kredi kalitesi ve finansal yükümlülükleri yerine getirme kabiliyeti yüksektir. Ekonomideki ani değişiklikler; yatırım riskini önemli sayılamayacak miktarda artırabilir. (A+, A, A-); finansal yükümlülükleri yerine getirme kabiliyeti yüksek ancak olumsuz ekonomik koşul ve değişimlerden etkilenebilir seviyedir. (BBB+, BBB, BBB-); Finansal yükümlülükleri yerine getirme kabiliyeti yeterli ancak olumsuz ekonomik koşul ve değişimlerden etkilenebilir riski fazla seviyedir. (BB,B,CC,CC, C); kategorisi spekülâtif derecelerdir. (BB+, BB, BB-); asgari seviyede spekülâtif özelliklere sahip, kısa vadede tehlikede olmamakla birlikte finansal ve ekonomik koşulların yarattığı belirsizlikle yüz yüze durumu gösteren seviyelerdir. (B+, B, B-); Şua anda finansal yükümlülükleri yerine getirme kapasitesine sahip ancak olumsuz ekonomik ve finansal koşullara karşı son derece hassas durumu gösterir seviyelerdir. CCC; Yatırım yapılabilir seviyenin oldukça altında ve tehlikeli finansal ve ekonomik duruma sahip seviyedir. CC; finansal yükümlülükleri ödeyememe seviyesi yüksek ve tehlikeli ekonomik ve finansal durumu gösterir. C; En spekülâtif derecedir. Risk çok yüksektir. D; temerrüt durumudur. Anapara ve faiz ödemelerinin yapılmadığını göstermektedir. *Yaslıdağ*, s. 179-180.

<sup>55</sup> *Balcı, Ö.*, Türkiye Cumhuriyeti Hükümetleri'nin Ekonomik Kalkınma Yaklaşımları ve Performansları, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2007, s. 168.

<sup>56</sup> *Bakır, A.*, Bankaların Risk Derecelendirmesi ve Basel II Kriterlerinin Türk Bankacılık Sistemine Maliyeti, Yüksek Lisans Tezi, Malatya 2009, s. 139; *Meydan*, s. 9 Tablo 1.1.

yurt içi döviz talebinin artması ve hızlı devalüasyon sonucu ekonomik kriz meydana gelmiştir<sup>58</sup>. Ocak 1994'te Moody's, Türkiye'nin derecelendirme notunu Ba1-spekülatif dereceye indirmiş<sup>59</sup>, S&P ise Türkiye'nin ülke notunu 14 Ocak 1994'te BBB -'ye, 22 Mart 1994'te de BB'ye düşürmüştür<sup>60</sup>. Not indirimlerinin piyasalarda büyük olumsuz etki yarattığı muhakkaktır. Bu dönemde Moody's iki kez (Nisan ve Haziran aylarında) daha Türkiye'nin ülke notunu incelemeye alarak Ba3 'e düşürmüştür. 5 Nisan kararları<sup>61</sup> (istikrar programının açıklanması, mevduatların % 100 devlet garantisi altına alınması, yaşanan devalüasyon sonucunda ihracatın artmaya, ithalatın azalmaya başlaması) da S&P'nin 29 Nisan 1994'te Türkiye'nin notunu B +'ya düşürmesine engel olamamıştır<sup>62</sup>. Fitch, Türkiye derecelendirme notunu 10 Ağustos 1994'te B olarak vermiştir<sup>63</sup>.

### C- 51, 52 ve 53. HÜKÜMETLER DÖNEMİ

5 Ekim 1995 – 30 Ekim 1995 arasındaki 51. Hükümet<sup>64</sup> (DYP), 30 Ekim 1995 – 6 Mart 1996 arasındaki 52. Hükümet<sup>65</sup> (DYP – CHP) ve 6 Mart 1996 – 28 Haziran 1996 arasındaki 53. Hükümet<sup>66</sup> (ANAP – DYP) dönemlerinde Türkiye'nin ülke derecelendirme notları değişmemiştir. Ancak 1995 yılı başından itibaren hükümet, hızlı büyüme amacından

---

<sup>57</sup> Süleyman Demirel'in Cumhurbaşkanı seçilmesi üzerine Hükümet Tansu Çiller tarafından kurulmuştur. *Balcı*, s. 173.

<sup>58</sup> Nisan 1994 krizi ve alınan istikrar önlemleri hakkında bkz. *Parasız*, İ., Türkiye Ekonomisi, s. 457-511.

<sup>59</sup> *Bakır*, s. 41.Tablo2.

<sup>60</sup> *Bakır*, s. 40.Tablo1.

<sup>61</sup> 1992 ve 1993 yılında giren kısa vadeli sermaye 1994 yılında çıkmış ve 1994 krizinin en önemli nedenlerinden biri olmuştur. Nisan 1994'de IMF standby (istikrar) anlaşması ile desteklenen büyük bir ekonomik istikrar programı yürürlüğe konulmuştur. *Balcı*, s. 180.

<sup>62</sup> *Mukatel*, s. 100; *Bakır*, s. 40.Tablo1.

<sup>63</sup> *Mukatel*, s. 100.

<sup>64</sup> Cumhurbaşkanı hükümeti kurma görevini Tansu Çiller'e vermiş ancak hükümet güvenoyu alamamıştır. *Balcı*, s.173.

<sup>65</sup> Tansu Çiller Başbakanlığında kurulan III. Çiller Hükümetidir. *Balcı*, s. 174.

<sup>66</sup> III. Çiller Hükümetinin mecliste çoğunluğu kaybetmesi üzerine yeni hükümet ortak bir koalisyon protokolünde anlaşan ANAP ve DYP arasında kurulmuş ve Mesut Yılmaz ikinci kez başbakan olmuştur. *Balcı*, s. 183.

vazgeçmiştir. 1995 yılı sonunda yapılan erken seçim, IMF Stand-by görüşmelerinin 1996 başında sona ermesi ve gümrük birliğine giriş Türk Ekonomisindeki belirsizlikleri iyice artırmıştır<sup>67</sup>.

#### **D- 54. Hükümet (RP-DYP Koalisyon) Dönemi**

28 Haziran 1996 – 30 Haziran 1997 arasındaki 54. Hükümet döneminde<sup>68</sup> (RP – DYP) Türkiye'nin S&P tarafından verilmiş ülke notu B + 'dan B'ye düşmüştür. Bu dönemde S&P'nin Türkiye'nin ülke notunu düşürmesi piyasalarda fazla bir olumsuz etki yaratmamış, herhangi bir ekonomik kriz yaşanmamıştır. 1997 yılı ortasında Asya ekonomik krizi, 1998 yılı Ağustos ayında da Rusya'da ekonomik kriz yaşanmıştır. Türkiye üzerinde Rusya krizinin etkisinin Asya krizinden daha fazla olduğu görülmektedir<sup>69</sup>. Susurluk olayı, Erbakan'ın Libya ziyareti, irticai faaliyetler ve 28 Şubat kararları ile Refah Partisi hakkında açılan kapatma davası bu dönemde Türkiye'de yaşanan siyasal krizler olarak ortaya çıkmıştır.

#### **E- 55. Hükümet (ANAP-DSP-DTP-Bağımsızlar) Dönemi**

1994 Meksika, 1997 G. Doğu Asya ve 1998 Rusya Krizleri Dünya genelinde küresel çalkantılara yol açmıştır. Asya ve Rusya krizleri sırasında tüm gelişmekte olan piyasalarda yaşanan yavaşlama ve dış borçlanmanın pahalılaşması Türkiye ekonomisine yük getirse de, 30 Haziran 1997 – 11 Ocak 1999 arasındaki 55. Hükümet (ANAP – DSP – DTP – Bağımsızlar) döneminde<sup>70</sup> ülke derecelendirme notları açısından herhangi bir düşüş yaşanmamıştır. Bu dönemde, Türkiye'nin ülke görünümü S&P tarafından 10 Ağustos 1998'de "pozitif'e yükseltilmiştir<sup>71</sup>. Türkbank ihalesi ve Refah Partisi hakkında yaşanan

---

<sup>67</sup> *Parasız*, s. 525.

<sup>68</sup> *Balcı*, s. 184.

<sup>69</sup> *Mukatel*, s. 101.

<sup>70</sup> Mesut Yılmaz Başbakanlığında kurulan hükümettir. *Balcı*, s. 186.

<sup>71</sup> *Mukatel*, s. 102.

siyasi tartışmalar bu dönemde de Türk siyasi ve ekonomik yaşamına yön vermeye devam etmiştir.

#### **F- 56. Hükümet Dönemi**

56. hükümet döneminde Türkiye'nin ülke derecelendirme notu değişmemiştir<sup>72</sup>. Bu dönemde Bülent Ecevit başbakanlığında bir seçim hükümetine razı olunmuştur. Abdullah Öcalan'ın Kenya'dan Türkiye'ye getirilişi bundan sonraki siyasi gelişmelere zemin hazırlayacak bir olay olmuştur.

#### **G- 57. Hükümet Dönemi<sup>73</sup>**

57. hükümet döneminin ilk bölümünde Türkiye ekonomisi iyileşme trendine girmiş, 25 Nisan 2000'de S&P Türkiye'nin ülke notunu B'den B +'ya yükseltmiştir. Ancak, 2000 Kasım – 2001 Şubat aylarında Türkiye tarihinin en büyük ekonomik krizlerinden birini yaşamıştır<sup>74</sup>. 2000 Kasım krizinden sonra S&P Türkiye'nin ülke notunu düşürmemiş, ancak "Pozitif" görünümü "Durağan"a çevirmiştir. 21 Şubat 2001'de S&P, Türkiye'nin kredi notunu "olumsuz eğilim" ile izlemeye almıştır. Sebep olarak, dönemin Cumhurbaşkanı ile Başbakanı arasında Milli Güvenlik Kurulu'nda yaşananlara atıfta bulunulup, IMF tarafından da desteklenen ekonomik program ve hükümetin geleceği konularında risklerin artması gösterilmiştir. S&P tarafından, Türkiye'de izlenen ekonomik reform programı içinde kamu bankalarının yeniden yapılandırılması ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) kapsamındaki bankaların satılması konusunun "hayati" olduğunu belirtilmiştir<sup>75</sup>. 21 Şubat 2001'de Moody's de Türkiye'nin ülke notunu değiştirmemiş, B1 olarak teyit etmiş, ancak "görünüm"ü "pozitif'ten "durağan"a çevirmiştir<sup>76</sup>. Fitch, 22 Şubat

---

<sup>72</sup> Mukatel, s. 102.

<sup>73</sup> Türkiye Cumhuriyeti 57. Hükümeti, Cumhurbaşkanı Süleyman Demirel tarafından hükümet kurmak üzere görevlendirilen DSP Genel Başkanı Bülent Ecevit tarafından MHP ve ANAP ile koalisyon hükümeti kurulması suretiyle gerçekleştirilmiştir.

<sup>74</sup> Şubat 2001 krizi hakkında bkz. *Parasız*, s. 579 vd.

<sup>75</sup> Mukatel, s. 104.

<sup>76</sup> Mukatel, s. 104.

2001'de Türkiye'nin BB – olan uzun vadeli yabancı para cinsinden kredi notunu değiştirmemiş, uzun vadeli TL cinsinden Türkiye'nin kredi notunu BB'den B +'ya düşürmüştür. Fitch, 2 Nisan 2001'de Türkiye'nin ülke notunu B +'ya, 2 Ağustos 2001'de ise negatif görünümlü olarak B'ye düşürmüştür<sup>77</sup>. Moody's, söz konusu dönemde halihazırda düşük olan B1 ülke notunda bir değişiklik yapmamıştır. 2000 ve 2001 yıllarında yaşanan ekonomik krizlerle birlikte Türkiye'nin ülke notu S&P tarafından 23 Şubat 2001'de bir kademe düşürülerek B +'dan negatif görünümü ile B'ye, 16 Nisan 2001'de bir kademe daha düşürülerek negatif görünüm ile B –'ye indirilmiştir<sup>78</sup>.

#### **H- 58. Hükümet Dönemi<sup>79</sup>**

18 Kasım 2002 – 14 Mart 2003 arasındaki 58. Hükümet döneminde Türkiye'nin derecelendirme notunda bir değişiklik olmamıştır<sup>80</sup>.

#### **İ- 59. Hükümet Dönemi<sup>81</sup>**

59. Hükümet döneminde S&P, 28 Temmuz 2003'te Türkiye'nin ülke notunu B –'den B'ye, 16 Ekim 2003'te B +'ya, 17 Ağustos 2004'te BB –'ye yükseltmiş, Ocak 2006 itibarıyla “görünümü” de ilave bir not artırımını öngörüsüyle “pozitif”e almıştır<sup>82</sup>. Fitch 2 Ağustos 2001'de B olarak verdiği Türkiye ülke notunu önce 25 Mart 2003'te B – 'ye düşürmüş, daha sonra aynı notu 25 Eylül 2003'te B'ye, 9 Şubat 2004'te B

---

<sup>77</sup> *Bakır*, s.9 Tablo.4; *Meydan*, s. 9.Tablo.1.1.

<sup>78</sup> *Meydan*, s. 9. Tablo. 1.1; *Mukatel*, s. 104-105,

<sup>79</sup> 58. Hükümet, Abdullah Gül Başkanlığında kurulmuştur. 3 Kasım 2002 Genel Seçimlerinde Adalet ve Kalkınma Partisi'nin tek başına iktidara gelmesinden sonra, AKP Genel Başkanı Recep Tayyip Erdoğan'ın siyaset yasağı yüzünden hükümet Abdullah Gül tarafından kurulmuştur.

<sup>80</sup> Bkz. İlgili tablolar; *Bakır*, s. 40-42; *Mukatel*, s. 106; *Meydan*, s. 9.

<sup>81</sup> AKP Genel Başkanı Recep Tayyip Erdoğan'ın 9 Mart 2003 tarihinde Siirt ilinde yapılan Milletvekili Yenileme Seçimi'nde milletvekili seçilmesinden sonra Abdullah Gül Başbakanlığındaki 58. Hükümet'in istifası üzerine Tayyip Erdoğan Başbakanlığında 14 Mart 2003 tarihinde 59. Hükümet kurulmuştur.

<sup>82</sup> *Bakır*, s. 40 Tablo 1.

+’ya, 13 Ocak 2005’de ise BB – ’ye yükseltmiştir<sup>83</sup>. 1997’den itibaren Türkiye’nin yabancı para cinsinden uzun vadeli borçlanma notunu B1’de tutan Moody’s de uzun bir beklemeden sonra 14 Aralık 2005’de bu notu Ba3’e yükseltmiştir<sup>84</sup>. Mayıs 2006 tarihinde Moody’s Türkiye’nin ülke tavan notunu Ba3’ten Ba1’e yükseltmiştir<sup>85</sup>.

### **İ- 60.Hükümet Dönemi<sup>86</sup>**

2007-2008 yıllarında Türkiye’de Cumhurbaşkanlığı seçimi sürecinde yaşanan belirsizlik, seçimler nedeniyle artan siyasi bunalım ve kargaşa, Irak’a kara harekatı ihtimali, Adalet ve Kalkınma Partisinin kapatılması endişesi ve bütün bunların yanında küresel finansal piyasalarda yaşanan olumsuzluklar kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye hakkındaki görüşlerini olumsuz etkileyen ve görünümünün pozitiften durağana ve negatife çevrilmesine neden olan temel faktörler olarak karşımıza çıkmıştır. Eylül 2008-2010 döneminde aralarında Yunanistan, İspanya, Portekiz, İrlanda ve Rusya’nın da bulunduğu yaklaşık 40 ülkenin kredi notunun toplamda 100 kez düşürülürken bu dönemde Türkiye bu dönemde notu artırılan 14 ülkeden biri olmuştur<sup>87</sup>.

S&P Türkiye’nin (BB-) olan derecelendirme notunu 19.02.2010 tarihinde (BB) olarak açıklamıştır. Ancak bu not halen, (BBB-) olan “yatırım yapılabilir” seviyenin 2 kademe altındadır<sup>88</sup>. Moody’s ise 2010 yılı itibarıyla Türkiye’nin notunu (Ba2) olarak açıklamış olup bu not da (Baa3) olan yatırım yapılabilir seviyenin 2 kademe altındadır<sup>89</sup>.

Fitch’in ise Türkiye hakkında açıkladığı son derecelendirme notu (BB+) olup bu not da “yatırım yapılabilir” seviye olan (BBB-)’nin bir

---

<sup>83</sup> *Karlık*, s. 432; *Bakır*, s. 42. Tablo 4.

<sup>84</sup> *Karlık*, s. 432; *Mukatel*, s. 106.

<sup>85</sup> *Bakır*, s. 41. Tablo. 2.

<sup>86</sup> 60. Hükümet 22 Temmuz 2007 Genel Seçimleri’nden sonra Recep Tayyip Erdoğan’ın Başbakanlığında kurulmuştur.

<sup>87</sup> *Zaman*, 16.01.2010.

<sup>88</sup> (<http://www.ntvmsnbc.com/id/25059792/>)

<sup>89</sup> *Star* 20.02.2010.

kademe altında bulunmaktadır. Euro Bölgesi'nin kredi notu en düşük üyesi, son yaşanan ekonomik krizle birlikte Yunanistan'dır. 2010 yılında Yunanistan'da yaşanan ağır ekonomik bunalım sonucu Haziran 2010 Moody's Yunanistan'ın kredi notunu 4 kademe indirerek A3'ten Ba1 seviyesine çekmiştir. Yunanistan, not indirimine rağmen hala Türkiye'nin Ba2 olarak açıklanan Türkiye'nin kredi notunun üzerinde yer almaktadır<sup>90</sup>. Türkiye'nin derecelendirme notu S&P ve Fitch'e göre Macaristan'dan 2 kademe, Moody's e göre ise 4 kademe düşük seviyededir. Türkiye'nin İzlanda, Yunanistan ve Mısır gibi ülkelerin gerisinde, Ürdün ile ise aynı kategoride yer almaktadır<sup>91</sup>.

Türkiye'nin derecelendirme notları uzun yıllardan bu yana tartışmalı bir seyir izlemiştir. Anayasa referandumunu sonrası 15 Eylül 2010 tarihinde; Türkiye'ye kredi notunu yatırım yapılabilir seviyenin iki kademe altında "BB" seviyesinde tutan S&P, notun görünümü ise "pozitif" olarak belirleyen Standard & Poor's, küresel kriz sırasında Türkiye ekonomisinin dayanıklılık sergilediğini ve Türkiye'nin dış finansmana daha az dayanarak daha önceki büyüme seviyelerine ulaşması halinde kredi notunun gelecek 12-24 ay içinde artırılabilirliğini açıklamıştır<sup>92</sup>. Moody's ise bu dönemde Türkiye'de yetersiz olan vergi toplama kapasitesi nedeniyle mali gücünün zayıf olduğunu vurgulamış ve referandum sonuçlarının tek başına not artışı için yeterli olmayacağını belirtmiştir<sup>93</sup>. 15 Nisan 2011 tarihinde S&P tarafından [Türkiye](#)'nin uzun vadeli [döviz](#) cinsinden "BB" olan [kredi](#) notu teyit edilmiş, "pozitif" olan görünüm ise değiştirilmemiştir<sup>94</sup>.

---

<sup>90</sup> Zaman, 16.06.2010.

<sup>91</sup> Milliyet, 20.02.2010.

<sup>92</sup> Zaman 16.09.2010.

<sup>93</sup> (<http://www.sabah.com.tr/Ekonomi/2010/09/15/moodys>).

<sup>94</sup> Son 3 yılın derecelendirme notlarının medya değerlendirmeleri ve eleştirileri hakkında bkz.; Posta, 15.04.2011; Hürriyet 02.03.2011, 31.01.2011, 04.12.2010, 25.11.2010; Milliyet 04.06.2010, 11.05.2010, 17.06.2010, 19.04.2007; Zaman 12.05.2011, 10.05.2011, 28.04.2011, 25.04.2011, 19.04.2011, 19.04.2011, 16.04.2011, 16.03.2011, 08.03.2011, 03.03.2011, 02.03.2011, 22.02.2011, 22.02.2011, 03.02.2011, 31.01.2011, 20.01.2011, 16.01.2011, 18.12.2010, 21.10.2010, 06.10.2010, 02.10.2010, 16.09.2010,

## V. DEĞERLENDİRME

Türkiye'nin geçmiş yıllar itibariyle derece notlarına bakıldığında, politik ve ekonomik belirsizliklerin ve gelişmelerin, Türkiye'yi "Yüksek Gelir Sağlanan Fakat Riskli" ülkeler konumunda bıraktığı görülmektedir. Üç büyük derecelendirme şirketine göre de Türkiye Cumhuriyeti'nin çıkartmış olduğu borçlanma araçları spekülatif bir görünüme sahiptir. Kuruluşların derecelendirme tanımları incelendiğinde ülkemiz spekülatif grubun en üst basamağında bulunmaktadır. Bu da ülkemiz borçlanma araçlarının yatırım yapılabilir bir seviyeleri olsa da dış etkilere çok açık olduğu ve küresel piyasalarda yaşanabilecek olumsuzlukların risk oluşturduğu belirtilmektedir. Ülkemizi ve derecelendirme notlarını mevcut durumda en fazla tehdit eden iki unsur; siyasal belirsizlik ve küresel ekonomideki bozulmadır. Derecelendirme şirketleri analizlerini duyururken bu konulara özellikle dikkat çekmektedirler.

Türkiye'nin 1990'lı yıllardan başlayarak, siyasal istikrarsızlık, yüksek enflasyon ve dış borç yükü, dönem dönem yaşanan devalüasyonlar, bankaların batması, kişi başına düşen düşük gelir düzeyi yanında, özelleştirmelerin, yapısal ve finansal reformların gecikmesi gibi pek çok olumsuzluk yaşadığı bilinmektedir. Türkiye'nin son yıllarda AB ile müzakerelere başlaması ve makroekonomik verilerinde görülen iyileşme ile birlikte istikrarlı gelişmesini sürdürmesi durumunda, derecelendirme kuruluşları tarafından bir süredir devam eden, kısmen de haklı olabilecek tedbirli yaklaşımların Türkiye'nin tekrar yatırım notu almasıyla sonuçlanması sürpriz olmayacaktır<sup>95</sup>.

Aşağıdaki tabloda, yukarıda hükümetler esas alınarak yıllar itibariyle Türkiye'ye verilen derecelendirme notlarının<sup>96</sup> seyri ile bu

---

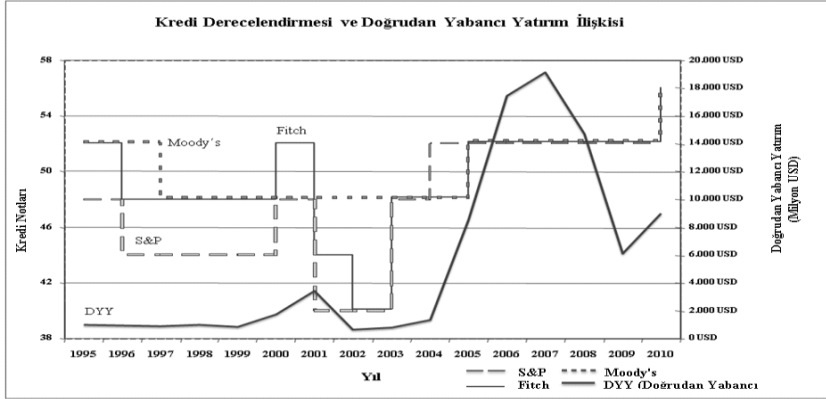
27.08.2010, 16.06.2010, 19.09.2009, 21.09.2009, 25.09.2009, 28.10.2009, 07.12.2009, 08.12.2009.

<sup>95</sup> *Mukatel*, s. 111.

<sup>96</sup> Grafiğin oluşturulmasında derecelendirme notlarının lineer transformasyon tablosuna göre oluşturulan rakamsal not değerleri esas alınmıştır. Uzun dönem derecelendirme notlarında lineer transformasyonu, kurulacak modelde en düşük olan



yıllarda ülkemize gelen doğrudan yabancı yatırımların miktarları karşılaştırmalı olarak verilmektedir.



notun SIFIR değeri taşıyaması ve değerlendirmeye alınabilmesi için en yüksek dereceye 100 puan verilmesi ve her derece arasında 4 puan bırakılması suretiyle hesaplanmaktadır. Daha ayrıntılı bilgi için bkz. *Mukatel*, s. 177.

<u>Fitch</u>	<u>Moody's</u>	<u>S&amp;P</u>	<u>LT Puanı</u>
AAA	Aaa	AAA	100
AA+	Aa1	AA+	96
AA	Aa2	AA	92
AA-	Aa3	AA-	88
A+	A1	A+	84
A	A2	A	80
A-	A3	A-	76
BBB+	Baa1	BBB+	72
BBB	Baa2	BBB	68
BBB-	Baa3	BBB-	64
BB+	Ba1	BB+	60
BB	Ba2	BB	56
BB-	Ba3	BB-	52
B+	B1	B+	48
B	B2	B	44
B-	B3	B-	40
CCC+	Caa1	CCC+	36
CCC	Caa2	CCC	32
CCC-	Caa3	CCC-	28
CC	Ca	CC	24
C	C	C	20

Tablo'da; 1995-2010 yılları arasında Türkiye'ye giren doğrudan yabancı yatırım miktarları ile Fitch'in, S&P'in ve Moody's'in Türkiye'ye vermiş olduğu derecelendirme notları verilmiştir. Asya krizinde olduğu gibi, Türkiye'nin yaşadığı krizlerde de notlardaki düşmeler kriz sonrası görülmüştür. Türkiye'nin özellikle 1994 kriz döneminde derecesinde büyük düşüş yaşaması, krizin artmasına ve maliyetlerin yükselmesine neden olmuştur. Aynı zamanda notlardaki büyük düşüş yabancı yatırımların azalmasında diğer faktörlerle birlikte etkili olmuştur. Kasım 2000 krizinden sonra, derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'nin notunu düşürmesi 2001 krizini de olumsuz etkilemiştir. Şubat 2001 krizi ile Türkiye'nin notunun daha da düşmesi, yabancı yatırımcı çıkışını hızlandırmıştır. Dolayısıyla, derecelerdeki düşmeler Türkiye'de krizi etkileyici bir role sahip olmuştur<sup>97</sup>.

Tablo incelendiğinde, derecelendirme notları ile doğrudan bir sebep-sonuç ilişkisi olmaksızın yabancı yatırım girişlerinde özellikle 2003 yılından sonra büyük artışlar yaşandığı gözlemlenmektedir<sup>98</sup>. 1995-2009 yılları arasında ülkemiz politik ve ekonomik alanında yaşanan büyük değişimlere rağmen Türkiye'nin derecelendirme notları genellikle aynı grup içerisinde (B) kalmış ancak yabancı yatırım girişlerinde ise çok daha büyük gelişmeler yaşanmıştır. Bu da yabancı yatırımcıların, şirketlerin derecelendirme notlarını çok da dikkate almaksızın ve/veya yatırıma etki eden diğer faktörleri üstün tutarak yatırım kararı verebildiklerini

---

<sup>97</sup> Çelik, P., Bankalarda Risk Derecelendirmesi, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Ankara 2004, s. 67-68; *Meydan*, s. 10.

<sup>98</sup> Türkiye'ye 1995 yılında; 885 Milyon dolar, 1996 yılında; 722 milyon dolar, 1997 yılında; 805 milyon dolar, 1998 yılında; 940 milyon dolar, 1999 yılında; 783 milyon dolar, 2000 yılında; 982 milyon dolar, 2001 yılında; 3.352 milyon dolar, 2002 Yılında; 1.082 milyon dolar, 2003 Yılında; 1.702 milyon dolar, 2004 Yılında; 2.785 milyon dolar, 2005 Yılında; 10.031 milyon dolar, 2006 Yılında; 20.185 milyon dolar, 2007 Yılında; 22.047 milyon dolar, 2008 Yılında; 18.269 milyon dolar, 2009 Yılında; 8.403 milyon dolar Doğrudan Yabancı Yatırım Girişi gerçekleşmiştir. Kaynak; Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Uluslararası Doğrudan Yatırımlar 2009 Raporu, Haziran 2010 yabancı sermaye genel müdürlüğü, s. 12. ve Hazine Müsteşarlığı 2006 Yılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar Bülteni.

göstermektedir. Bu haliyle, yabancı yatırımcıya yol gösterme işlevi bakımından, derecelendirme kuruluşlarının Türkiye hakkında başarılı bir inceleme ve izleme yapmadıklarının göstergesidir.

Derecelendirme şirketlerinin tutarsız ve taraflı hareket ettikleri yolunda dünya genelinde yoğun bir kanaat olduğu gibi mevcut uygulamalar da bu iddiayı desteklemektedir<sup>99</sup>. Özellikle derecelendirme kuruluşlarının yüklenen misyonla birlikte bu kuruluşların Türkiye ile ilgili olarak açıkladıkları notlar ve buna karşılık Türkiye'de yaşanan ekonomik gelişmeler karşılaştırıldığında tutarsızlıklar açıkça görülmektedir<sup>100</sup>.

Derecelendirme kuruluşlarının tutarsız ve taraflı faaliyetleri konusunda çok da uzaklarda örnek aramaya gerek bulunmamakta olup bu kuruluşların Türkiye hakkında düzenledikleri raporlar ve verdikleri derecelendirme notları açıkça durumu ortaya koymaktadır. Ülkemize verilen derecelendirme notlarının yıllar itibariyle incelenmesi sonucunda 1995 yılında Türkiye'nin derecelendirme notu ile 2009 yılında verilen notun aynı olduğu anlaşılmaktadır. Derecelendirme kuruluşlarının vermiş oldukları notlar dikkate alındığında 1995 yılından 2009 yılına kadar geçen 14 yıllık sürede Türkiye'nin derecelendirme notunun artırılmasını gerektiren politik veya ekonomik hiçbir olumlu gelişmenin yaşanmadığı gibi yanlış bir sonuç da ortaya çıkmakta ve bu durum da söz konusu kuruluşların notlarının inandırıcılığı konusunda haklı şüphe ve eleştirileri beraberinde getirmektedir<sup>101</sup>.

---

<sup>99</sup> Nitekim G-30 grubu tarafından "Finansal istikrar İçin Tavsiyeler" bildirisini yayımlanmış ve 14. nolu tavsiyede de; "Ulusal düzeyde kabul edilmiş menkul kıymet derecelendirme kuruluşlarına ilişkin düzenleyici politikaların ve derecelendirme notlarının kullanım şeklinin uluslararası koordinasyon yapılarak revize edilmesi" hususuna vurgu yapılmıştır. (G-30 Grubu; 1978 yılında özel kar amacı gütmeyen kamu-özel sektör ile akademisyen temsilcilerinden oluşan uluslararası bir kuruluştur). *The Group of Thirty, Financial Reform, A framework for Financial Stability*, (<http://www.group30.org>) son erişim Mart 2011.

<sup>100</sup> Erkan/Demircioğlu, s. 123.

<sup>101</sup> Derecelendirmeye etki eden faktörler 1995 yılından 2010 yılına kadar uzanan süreçte büyük değişikliklere uğramasına rağmen derecelendirme notlarının nasıl olup da aynı

Nitekim Türkiye Bankalar Birliği Eski Başkanı ve İş Bankası Eski Genel Müdürü Ersin Özince’de; “Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye’ye verdiği düşük notlara değinirken, “Türkiye’nin bugün Mısır ve Kolombiya’nın altında, Venezuela ve Nijerya ile eş reytinginin olması akla ziyan bir konudur” sözleriyle duruma tepkisini dile getirmiştir<sup>102</sup>. Aynı şekilde Merkez Bankası eski başkanı Durmuş Yılmaz da; ülkeler arasında taraflı davranan derecelendirme kuruluşlarının “ahlaki zaafardan” kurtulması gerekliliğine vurgu yapmıştır<sup>103</sup>.

S&P, Moody’s ve Fitch’in mevcut derecelendirme notları (yatırım yapılabilir seviyenin altında) bu kuruluşların diğer ülkelere göre Türkiye’ye bakış açılarının ne kadar olumsuz olduğunu göstermekte olup para piyasaları çok da bu açıklamaları dikkate almamakta ve yatırım yapılabilir seviyeyi fiyatlandırmaktadır<sup>104</sup>.

---

kaldığı anlaşılammaktadır. Enflasyon, finansal liberalizasyon, kamu harcamaları, büyüme hızı, bütçe açığı, faiz hadlerindeki dalgalanmalar, kişi başına düşen milli gelir, istihdam ve ücretler, işsizlik oranı, transfer harcamaları, satın alma gücü paritesi, iç piyasaya borçlanma maliyeti, bankacılık sisteminin yapısı, borsadaki gelişmeler, kapasite kullanımı, terör, nüfus artış hızı, özelleştirme uygulamaları, tarımsal üretim, siyasi partiler ve hedefleri, çeşitli etnik gruplar, öğrenci eylemleri, kamu açıklarının azaltılması, IMF kredileri ve bunların geri ödenme kabiliyeti, diğer ülkeler ile yapılan ticari anlaşmalar, ithalat ve ihracata konan kotalar, uluslararası bütünleşme, yabancı sermaye girişine verilen izin, ülkenin askeri gücü, ülkedeki göçmenler, azınlık hakları, hükümet partisinin programı, sistemin işleyiş özellikleri, ülkedeki iç savaş ihtimali, yabancı yatırımcılara karşı olan tutum, ülkenin stratejik durumu, uluslararası bütünleşme gibi faktörler derecelendirmeye etki eden temel faktörler olup bu göstergelerde 15 yıllık süreç içerisinde büyük değişimler yaşanmasına rağmen Türkiye, bulunmuş olduğu risk grubundan bir üst gruba yükselememiş ve derecelendirme notları da genellikle aynı veya yakın aralıklar içerisinde kalmıştır. *Erkan/Demircioğlu*, s.122-125.

<sup>102</sup> SPK Başkanı Prof. Dr. Vedat Akgiray’ın benzer değerlendirmeleri hakkında bkz. Zaman, 30.04.2010.

<sup>103</sup> Merkez Bankası Eski Başkanı Durmuş Yılmaz’ın açıklamaları hakkında bkz. Zaman 30.07.2010.

<sup>104</sup> Derecelendirme kuruluşlarının açıklamaları özellikle İMKB üzerinde çok kısa süre içerisinde dalgalanmalara yol açmaktadır. 2009 yılı sonu ve 2010 yılı başında derecelendirme kuruluşlarından gelen açıklamalarla bu hareketlenme bariz olarak ortaya çıkmıştır. Kasım 2009’da Fitch’in Türkiye’nin kredi notunu iki basamak birden artıracığı bilgisinin alınmasından sonra 26 Kasım-4 Aralık tarihleri arasında borsa % 10 yükselmiştir. Fitch, Türkiye’nin notunu iki basamak artırdığını 3 Aralık’ta açıklamıştır. 7 Ocak 2010’da S&P’nin Türkiye’nin notunu artıracığı söylentisiyle yüzde 0.78

Yukarıdaki grafikten anlaşıldığı üzere derecelendirme kuruluşlarının notları reel ekonomide karşılık bulamamakta olup piyasa çok daha farklı bir seviyede yatırım yapılabirliği derecelendirmektedir.

Bu bağlamda ülke notunun artırılması da ekonomik iyileşmenin nedeni değil bir sonucu olarak karşımıza çıkacaktır. Bu nedenle derecelendirme kuruluşlarının yabancı sermaye girişi ve yatırım miktarına doğrudan etki yaptığı konusundaki ifadeleri ihtiyatla karşılamakta fayda vardır. Özellikle Tablo'da ifade edilen istatistiki veriler ışığında, derecelendirme notları ile yabancı yatırım girişi arasında doğrudan bir neden sonuç ilişkisi olmadığı ortaya çıkmaktadır.

## SONUÇ

Derecelendirme şirketlerinin, ülkenin kredibilitesine ait objektif bilgi sunduğu ve uluslararası yatırımcıya yol gösterdiği de ifade edilmekteyse de Türkiye hakkındaki değerlendirmeler bu tezi zayıflatmaktadır. Türkiye hakkında verilen derecelendirme notları ile Türkiye'ye giren yabancı yatırım miktarı ve ülkenin dış borçlanma yapısı karşılaştırıldığında her zaman derecelendirme notlarının bu işleve sahip olmadığı hatta çoğu zaman dikkate dahi alınmadığı anlaşılmaktadır.

---

yükselmiştir. Bu açıklamalar sadece borsada değil, alternatif piyasalarda da etkili olmuş, ve bankalar arası piyasada dolar 1.4690'a düşmüştür.



