

Ülke Risk Faktörlerinin Doğrudan Yabancı Yatırımlar Üzerindeki Belirleyici Etkisi*

Determinant Effects of Country Risk Factors on Foreign Direct Investments

Nilüfer KAYA KANLI¹, Osman AYDOĞUŞ²

ÖZET:

Yabancı yatırımcılar, yatırım kararlarını alırken ülkelerin hukuki, politik ve ekonomik risklerini dikkate alırlar. Çünkü bir krizin ya da ülkede yatırım koşullarını etkileyen olumsuzlukların yaşanması durumunda, doğrudan yabancı yatırımcılar ülkeyi hemen terk edemezler. Dolayısıyla, doğrudan yabancı yatırımlar ülkenin risklerini de üstlenirler. Bu nedenle, ülkenin risk seviyesi ile doğrudan yabancı yatırım girişi arasında negatif bir ilişki olması beklenir.

Bu çalışmada, söz konusu beklenti ampirik olarak analiz edilmekte, ülke risk faktörlerinin doğrudan yabancı yatırım girişine etki edip etmediği incelenmektedir. Ayrıca, bu etkinin ülkelerin gelişmişlik düzeyine göre nasıl farklılaştığı da değerlendirilmektedir. Ülkeler gelişmişlik düzeylerine göre gruplanarak panel regresyon analizleri yapılmış ve şu sonuçlara ulaşılmıştır. Kredi notu ve risk primi göstergeleri ile temsil edilen ülke risk düzeyi gelişmekte olan ülkelerde doğrudan yabancı yatırım girişi üzerinde anlamlı ve pozitif bir etkisi yaratırken, gelişmiş ülkelerde bu etki anlamsızdır. Bu nedenle gelişmekte olan ülkeler açısından doğrudan yabancı yatırım çekmeye yönelik politikaların önemli bir bileşeni ülkedeki makroekonomik ve siyasi istikrarın sağlanması olmalıdır.

Anahtar Kelimeler: Doğrudan Yabancı Yatırım; Gelişmekte Olan Ülkeler; Panel Veri; Kredi Notu; Risk Primi

ABSTRACT:

Foreign investors consider the legal, political and economic risks of the countries while they are taking investment decisions. Because, they cannot leave the country immediately if a crisis outbreaks or another unfavorable development affecting the investment conditions of the country occurs. Therefore, foreign investors undertake the potential risks of a country when they invest in that country. For that reason, the risk level of a country and foreign direct investment (FDI) inflow to that country are expected to have a negative relationship.

In this study, this expectation is analyzed empirically and it is investigated that whether the country risk factors have a negative effect on FDI inflows or not. Also, it is examined that how the effects of risk factors on FDI inflow vary according to the countries' level of development. Panel regression analyses were implemented by grouping countries according to their development levels. Results show that country risk factors, represented by credit ratings and risk premium, have a significant positive effect on foreign direct investment for developing countries. For developed countries this effect is insignificant. Therefore, for developing countries, an important component of foreign direct investment policy should be ensuring macroeconomic and political stability

Keywords: Foreign Direct Investment; Developing Countries; Panel Data; Credit Ratings; Risk Premium

1. GİRİŞ

Sermayenin küreselleşmesi ile birlikte ülkeler arasındaki doğrudan yabancı yatırımlar da artmıştır. Bu yatırımlar, yapıldığı ülkeye GSYH'da artış, yeni teknolojiler, yönetsel uzmanlık transferi gibi çeşitli avantajlar sağladığından, ülkeler yabancı sermaye yatırımlarını çekmek için çeşitli politikalar geliştirmekte ve birbirleriyle rekabet etmektedirler.

Geliştirilen politikaların önemli bir kısmı doğrudan yabancı yatırımların belirleyicilerine odaklanmaktadır. Yatırım koşullarını kolaylaştırmaya yönelik mevzuat düzenlemeleri, vergilendirme koşullarında yapılan değişiklikler, ticari koşulların ve ticari ortamın iyileştirilmesi gibi politikalar bunlara örnektir.

Bu çalışmanın amacı ekonomik ve politik riskleri de kapsayan ülke risk faktörlerinin doğrudan

¹Yrd. Doç. Dr., İstanbul Aydın Üniversitesi, niluferkanli@aydin.edu.tr

²Prof. Dr., EGE İİBF, osman.aydogus@ege.edu.tr

*Bu makale, 2015 yılında Ege Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsünde, Prof. Dr. Osman Aydoğuş danışmanlığında hazırlanan, "Doğrudan Yabancı Yatırımların Belirleyicileri ve Ekonomik Etkileri: Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme" başlıklı doktora tezinden üretilmiştir.

yabancı yatırımlar üzerindeki belirleyici etkisini ve bu etkinin ülkelerin gelişmişlik durumuna göre nasıl farklılaştığını araştırmaktır. Bu çalışmada, daha önce yapılan çalışmalardan farklı olarak ülke riskini ölçmek için EMBI+ ve CDS göstergeleri kullanılmaktadır. Ayrıca, ülke riskinin Standard&Poors, Moody's ve Fitch kuruluşları tarafından ülkelere verilen kredi notları ile temsil edildiği modeller de analize dahil edilmiştir.

Ülke risk faktörlerinin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki belirleyici etkisi üç başlık altında analiz edilmektedir. Analize konu olan ilk başlık kredi notlarının doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki belirleyici etkisidir. İkinci başlık, yatırım yapılabilir seviyenin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki belirleyici etkisidir. Bu kısımda yatırım yapılabilir seviye üç kredi derecelendirme kuruluşundan en az ikisinin notunun yatırım eşliğinin üzerinde olması olarak tanımlanmıştır. Bu kısımda yapılan analizde risk durumu yatırım yapılabilir seviyenin üstüne çıkan ülkelere yönelik doğrudan yabancı yatırımlarda belirgin bir artış olup olmadığı incelenmiştir. Üçüncü başlık ülke risk priminin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki belirleyici etkisidir. Bu başlık altında ülke risk primi göstergeleri olan EMBI+ ve kredi temerrüt takası (CDS) değerlerinin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisi analiz edilmiştir.

Elde edilen sonuçlar gelişmekte olan ülkeler ve Türkiye açısından ülkenin ekonomik ve politik risklerinin doğrudan yabancı yatırımlar için belirleyici olduğunu göstermektedir. Türkiye'nin kredi notunun 2012 yılında Fitch ve 2013 yılında Moody's kuruluşları tarafından yatırım yapılabilir seviyeye yükseltilmiş olması ve 2016 yılının Eylül ayında Türkiye'nin yatırım yapılabilir seviyedeki kredi notunun, Moody's kuruluşu tarafından yatırım yapılabilir seviyenin altına indirilmesi nedeniyle bu çalışmanın konjonktürel önemi bulunmaktadır.

2. LİTERATÜR ÖZETİ

Doğrudan yabancı yatırım politikalarının etkinliğinin artırılabilmesi için bu yatırımların belirleyici unsurlarını analiz etmek gerekir. Bu nedenle, literatürde doğrudan yabancı yatırımların belirleyici unsurlarını değişik koşullarda inceleyen pek çok çalışma yer almaktadır. Chakrabarti (2001, 2003), Tsai (1994), Hartman (1981, 1982), Jun (1990), Slemrod (1990), Braunstein (2000), Busse ve Hefeker (2007) doğrudan yabancı yatırımların belirleyici unsurlarını inceleyen çalışma örnekleridir. İktisat literatüründe doğrudan yabancı yatırımların

belirleyicilerini açıklamak üzere yapılan çalışmaların büyük çoğunluğu ekonomik faktörlerin etkinliği üzerinde yoğunlaşmıştır. Bu bağlamda, birçok ekonomik değişken ele alınmış olmakla birlikte pazar büyüklüğü, emek maliyeti, ticari engeller, büyüme oranı, dışa açıklık, dış ticaret açığı, döviz kuru ve vergiler literatürde en fazla kullanılan değişkenlerdir (Chakrabarti, 2001, s.91-92). Bunların yanı sıra, yatırım veren ülke ile ev sahibi ülke arasındaki coğrafi ve kültürel mesafe, yatırım alan ülkenin altyapısı, ekonomik ve politik riskleri gibi unsurlar da literatürde doğrudan yabancı yatırımların belirleyicileri olarak incelenmiştir.

Ülke risk faktörlerinin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki belirleyici etkisini inceleyen çalışmalara bakıldığında, EMBI+ ve CDS göstergelerinin hiç kullanılmadığı görülmektedir. Ülke kredi notlarının ise kullanıldığı sınırlı sayıda çalışma bulunmaktadır. Bevan ve Estrin (2004), Walch ve Wörz (2012) Emir ve diğerleri (2013), Bayar ve Kılıç (2014), Kanlı ve Barlas (2012) tarafından farklı ülkeleri ve zaman dilimlerini ele alarak yapılan bu çalışmaların sonuçları aşağıda özetlenmektedir.

Bevan ve Estrin (2004) 18 gelişmiş ülkeden, 11 geçiş ekonomisine 1994-2000 yılları arasında gerçekleşen doğrudan yatırımların belirleyici faktörlerini panel veri seti kullanarak incelemiş ve ülke riskinin belirleyici etkisinin anlamlı olmadığı sonucuna ulaşmıştır. Bu çalışmada yatırım alan ülkenin risk faktörü göstergesi olarak kredi notları kullanılmıştır.

Walch ve Wörz (2012), Avrupa Birliği'ne 2004 yılında üye olan 10 ülkeye ve Hırvatistan'a doğrudan yabancı yatırım akışının belirleyicilerini, ülkelerin kredi notlarına ve AB üyelik sürecine odaklanarak incelemiştir. Söz konusu ülkelerde, 1995-2011 döneminde, orta düzeydeki kredi notlarının doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde pozitif etkisinin olduğu, ancak, bu etkinin yüksek düzeydeki kredi notlarında azaldığı tespit edilmiştir.

Emir ve diğerleri (2013), Türkiye ekonomisi için, 1992:1-2010:4 dönemine ait çeyrek dönem verileri kullanarak doğrudan yabancı yatırım ile ülke riski ve makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmadan elde edilen sonuçlara göre uzun dönemde doğrudan yabancı yatırımlar ile ülke riski ve GSYH arasında pozitif yönlü anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.

Bayar ve Kılıç (2014), Türkiye'nin kredi notları ile doğrudan yabancı yatırım girişi arasındaki ilişkiyi

zaman serileri analizi yaparak incelemiştirlerdir. Çalışmada, S&P, Moody's ve Fitch kuruluşlarının kredi notları ile doğrudan yabancı yatırım girişi arasında pozitif bir ilişkinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca, yatırımcıların kredi notundaki değişimlere anında tepki vermediği, yatırımı artırma ve azaltma kararlarının not değişikliğinden daha sonra gerçekleştiği gözlemlenmiştir.

Ülke kredi notunun yatırım yapılabilir seviyeye yükselmesiyle birlikte, genel olarak değişen risk algılarının ülkeye yönelen portföy yatırımlarının yanı sıra doğrudan yabancı yatırımları da olumlu yönde etkilemesi beklenir. Ancak, literatürde kredi notunun yatırım yapılabilir seviyeye yükselmesinin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisini analiz eden bir çalışma mevcut değildir. Bu konuya dolaylı olarak değinen tek bir çalışmaya rastlanmıştır. Kanlı ve Barlas (2012), 1990 yılından itibaren kredi notu "yatırım yapılabilir" seviyeye yükseltelen ülkelerde finansal ve makroekonomik göstergelerin not artırımının öncesi ve sonrasındaki eğilimlerini incelemiştir. Çalışmada ele alınan göstergelerden biri de doğrudan yabancı yatırımlardır. Çalışmanın sonuçları, kredi notu yatırım yapılabilir seviyeye yükseltelen ülkelerin doğrudan yabancı yatırımlarında belirgin bir değişimin olmadığını işaret etmektedir.

3. MODEL, VERİ VE YÖNTEM

Yapılan tüm analizlerde, ülkeler Dünya Bankası Atlas Metodu göz önünde bulundurularak gelişmişlik düzeylerine göre gruplanmış ve farklı gelişmişlik düzeyindeki ülke grupları incelenmiştir.

Ekonomik ve politik riskleri etkileyen çok sayıda parametre mevcuttur ve bunların tamamını bir ekonometrik modele dahil etmek etkin bir yaklaşım değildir. Çünkü, bu parametreler genellikle birbiriyile bağlantılıdır ve ekonometrik modellere aynı anda dahil edildiklerinde doğrusal bağlantı sorunu ortaya çıkar. Bu nedenle, ekonomik ve politik riskleri belirleyen faktörler genellikle farklı modellerde incelenir. Örneğin, Busse ve Hefeker (2007), politik risklerin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisini inceleyen çalışmasında, politik risk unsurlarını farklı modellerde test ederek devletin istikrarı, iç ve dış çatışmalar, yolsuzluk, kanun ve düzen, etnik gerilimler, demokratik hesap verebilirlik ve bürokratik kalitenin doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde anlamlı bir etkisinin olduğu sonucuna varmıştır.

Ekonomik ve politik riskleri ölçmek için kullanılacak başka bir yöntem riskleri belirleyen

faktörleri kapsayan göstergeler kullanmaktır. Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından ülkelere verilen kredi notları bir ülkenin ekonomik ve politik risklerini kapsayan önemli bir göstergedir. Kredi derecelendirme kuruluşları ülkelerin ekonomik, politik ve sosyal durumlarını göz önünde bulundurarak kredi notlarını belirler. Kredi notları doğrudan yabancı yatırımların belirleyicilerini inceleyen çalışmalardan sadece birkaç tanesinde kullanılmıştır. Bu göstergelerin portföy yatırımları ve finansal piyasalar üzerindeki etkileri daha yaygın biçimde incelenmiştir. Bu çalışmada, ülke risk faktörlerini ölçmek için kullanılan göstergelerden biri kredi notlarıdır.

Ekonomik ve politik riskleri ölçmek için uluslararası piyasa koşulları tarafından belirlenen risk primleri de kullanılabilir. Bunlar, ülke risk primi göstergeleri olan EMBI+ ve kredi temerrüt takası (CDS) göstergeleridir. Bu göstergeler, tamamen piyasa koşullarında belirlendiği için ülkenin risk durumunu ölçen rasyonel göstergelerdir. Bu çalışmada ülke riskini ölçmek için EMBI+ ve CDS göstergeleri de kullanılmaktadır.

Kredi temerrüt takası (CDS) oranı, bono ihraç eden ülkenin temerrüde düşmesi durumunda, söz konusu varlığı elinde tutanların önceden belirlenmiş bir miktarda tazminlerini sağlamak amacıyla, CDS satıcılarına ödedikleri, yükümlülük tutarının belirli bir yüzdesi olarak hesaplanan yıllık primlerdir. Bu haliyle, CDS işlemi bir sigorta anlaşmasına benzer ve CDS oranları temerrüt riskinin doğrudan bir ölçütüdür (Akdoğan ve Chadwick, 2012, s.1-2).

EMBI+ ülke farkı ise söz konusu bono ihraççısı ülkenin borçlanma maliyetinin, riskten bağımsız bir varlığın faizinden farkını gösterir ve kredi riskini dolaylı bir şekilde sunar. Hesaplamalarda, riskten bağımsız varlık olarak genellikle ABD, Almanya gibi ülkelerin hazine tahvil oranları ya da LIBOR, EURIBOR gibi faiz oranları kullanılır (Akdoğan ve Chadwick, 2012, s.1-2).

Modeller tahmin edilirken, STATA 11 programı kullanılarak doğrusal panel veri analizleri yapılmıştır. Modellerde kullanılan değişkenler oran olduğu için doğrusal model tercih edilmiştir. Tahmin edilen modellerin sabit etkili veya rassal etkili olacağına karar vermek için, Hausman Model Tanımlama Testi uygulanmıştır.

Panel regresyon modelleri kurulurken, Bevan ve Estrin (2004), Walch ve Wörz (2012) ile Emir ve diğerleri (2013) tarafından yapılan çalışmalardan esinlenilmiştir. Kredi notunun etkisinin araştırıldığı analizlerde aşağıdaki ampirik model tahmin edilmiştir.

$$DYY_{it} = \alpha + \beta_1.RİSK_{it} + \beta_2.PAZAR_{it} + \beta_3.BÜYÜME_{it} + \beta_4.AÇIKLIK_{it} + \beta_5.KREDİHACMI_{it} + e_{it}$$

Bu modeldeki *RİSK* değişkeni yatırım alan ülkeye S&P, Moody's veya Fitch tarafından verilen kredi notunu ifade etmektedir. Kredi notu C ve altı olduğunda 1 değeri verilmiş, bunda sonraki her

yüksek kademe için değer 1 puan artırılmıştır. En yüksek kredi notuna ise 17 değeri verilmiştir.

Yatırım yapılabilir seviyenin etkisinin değerlendirildiği analizlerde aşağıdaki ampirik modeller tahmin edilmiştir.

$$DYY_{it} = \alpha + \beta_1.KUKLA_{it} + \beta_2.PAZAR_{it} + \beta_3.BÜYÜME_{it} + \beta_4.AÇIKLIK_{it} + e_{it}$$

$$DYY_{it} = \alpha + \beta_1.KUKLA_{i,t-1} + \beta_2.PAZAR_{it} + \beta_3.BÜYÜME_{it} + \beta_4.AÇIKLIK_{it} + e_{it}$$

Bu modellerdeki *KUKLA*, yatırım alan ülkeye ait yatırım eşiği kukla değişkenidir. S&P, Moody's ve Fitch kuruluşlarından en az ikisinin notu yatırım yapılabilir seviyede ise 1, değilse 0 değeri verilerek yatırım eşiği kukla değişkeni tanımlanmıştır. Ülkenin kredi notunun yatırım yapılabilir seviyeye çıkmasının doğrudan yabancı yatırım girişi üzerinde 1 yıl sonraki

etkilerini de incelemek amacıyla kukla değişken ikinci modelde t-1 dönemi için tanımlanmıştır.

Ülke risk priminin etkisinin araştırıldığı analizlerde aşağıdaki ampirik model tahmin edilmiştir. *RİSKPRİMİ* değişkeni yatırım alan ülkeye ait EMBI+ veya CDS değerleridir.

$$DYY_{it} = \alpha + \beta_1.RİSKPRİMİ_{it} + \beta_2.PAZAR_{it} + \beta_3.BÜYÜME_{it} + \beta_4.AÇIKLIK_{it} + e_{it}$$

Çalışmada kullanılan bağımlı değişken *DYY*, net doğrudan yabancı yatırım girişlerinin GSYH'ya oranıdır. Ülke riskini ölçen değişkenler haricindekiler literatürde doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisi genel kabul görmüş göstergelerdir. *PAZAR* değişkeni için yatırım alan ülkenin pazar büyüklüğünü gösteren hane halkı tüketimin GSYH'ya oranı kullanılmıştır. *BÜYÜME* değişkeni yıllık GSYH'daki büyümedir. *AÇIKLIK* göstergesi ülkenin ekonomik olarak dışa açıklığını temsil eden ithalat ve ihracat toplamının GSYH'ya oranıdır. Ülkenin finansal altyapısının gelişmişlik düzeyini gösteren *KREDİHACMI* yatırım alan ülkedeki bankaların toplam kredi hacminin GSYH'ya oranıdır.

Ülkelerin bir kısmının kredi derecelendirmesi 90'lı yılların sonunda veya 2000'li yılların başında başladığından mümkün olduğunca fazla sayıda ülkeyi analizlere dahil edebilmek amacıyla kredi notu göstergesini içeren analizler 2000-2012 dönemi için yapılmıştır. Bu kısımdaki analize dahil edilen ülkelerin listesi EK 1'de yer almaktadır. İkinci ve üçüncü modellerde, 1990-2012 döneminde kredi notu yatırım yapılabilir seviyeye yükselen 21 ülke kapsamaktadır. Bu ülkelerin listesi EK 2'de yer almaktadır. EMBI+

verileri 1997-2012 dönemine, CDS verileri ise 2000-2012 dönemine aittir. Söz konusu dönemlerde analiz için yeterli düzeyde EMBI+ verisi 25 ülke için, CDS verisi ise 34 ülke için mevcuttur. Bu ülkelerin listesi EK 3'de yer almaktadır.

Kullanılan tüm veriler yıllık bazlıdır. S&P, Moody's ve Fitch kuruluşlarının kredi notlarının veri kaynağı Bloomberg veri tabanına dayalı olarak yapılmış hesaplamalardır. Bloomberg veri tabanından EMBI+ ve CDS verilerinin ay sonu değerleri temin edilmiş, ay sonu değerlerinin ortalaması alınarak yıllık ortalama risk primi hesaplanmıştır. Yurt içi bankaların kredi hacmi verilerine Dünya Bankası Küresel Finansal Gelişmişlik veri tabanından ulaşılmıştır. Diğer değişkenlere ilişkin veriler Dünya Bankası Kalkınma Göstergelerinden temin edilmiştir.

4. AMPİRİK BULGULAR

4.1. Kredi Notunun Etkisi

Ülke riskinin doğrudan yabancı yatırım girişi üzerindeki etkisini değerlendirmek amacıyla, ilk olarak, S&P, Moody's ve Fitch kuruluşlarının kredi notlarının kullanıldığı farklı modeller tahmin

edilmiştir. Risk göstergesi olarak Tablo 1'deki ilk 4 modelde S&P, ikinci 4 modelde Moody's ve son üç modelde Fitch kredi notları kullanılmıştır. Analiz sonuçlarında görüldüğü üzere, alt-orta ve üst-orta gelişmişlik düzeyindeki ülkelerde kredi notunun doğrudan yabancı yatırım girişi üzerindeki etkisi pozitif ve anlamlı iken söz konusu etki yüksek gelişmişlik düzeyindeki ülkelerde anlamsızdır.

Tablo 1'deki modellerden elde edilen bulgular özetlenecek olursa, orta ve yüksek gelişmişlik düzeyindeki ülkeler arasında kredi notunun doğrudan yabancı yatırım girişi üzerindeki etkisi açısından farklı sonuçlar ortaya çıkmıştır. Yüksek

gelişmişlik düzeyindeki ülkelerin genellikle ekonomik ve siyasi yapıları daha istikrarlı ve kredi notları daha yüksek seviyelerdedir. Bu nedenle yüksek gelişmişlik düzeyindeki ülkelerde kredi notları ülkelerin risk düzeylerini açıklasa da bu düzeylerin nerdeyse hiç biri yüksek risk anlamına gelmediğinden doğrudan yabancı yatırım girişi üzerinde belirgin bir etkisinin olmaması şaşırtıcı değildir. Orta gelişmişlik düzeyindeki ülkelerde kredi notlarının seviyesi daha değişken olabilir. Çünkü bu ülkelerin ekonomik ve siyasi yapıları gelişmiş ülkelere göre daha istikrarsızdır. Bu nedenle yatırımcıların orta gelişmişlik düzeyindeki ülkelere yönelirken kredi notlarını dikkate almaları beklenen bir sonuçtur.

Tablo 1: Kredi Notunun Doğrudan Yabancı Yatırımlar Üzerindeki Etkisi

Bağımsız	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7	Model 8	Model 9	Model 10	Model 11
Değişkenler	Tüm Ülkeler	Alt Orta GD	Üst Orta GD	Yüksek GD	Tüm Ülkeler	Alt Orta GD	Üst Orta GD	Yüksek GD	Tüm Ülkeler	Üst Orta GD	Yüksek GD
S&P	0,037	0.625**	0.445***	-0,0405							
Kredi Notu	(0.0846)	(0.295)	(0.111)	(0.149)							
Moodys					0,096	0.721***	0.280***	0,0761			
Kredi Notu					(0.0736)	(0.127)	(0.0993)	(0.136)			
Fitch									-0,0715	0.468**	-0,0494
Kredi Notu									(0.102)	(0.189)	(0.177)
Büyüme	0.241***	0.321***	0.201***	0,166	0.142***	0,0331	0.172***	0,104	0.258***	0.128**	0.229*
	(0.0548)	(0.121)	(0.0426)	(0.105)	(0.0512)	(0.0564)	(0.0370)	(0.104)	(0.0610)	(0.0579)	(0.124)
Hanehalkı	0,0324	-0.113**	0.138***	0,0161	0,0421	0.133***	0.0958***	0,00202	0,0355	0.193***	0,0043
Tüketimi	(0.0295)	(0.0564)	(0.0362)	(0.0461)	(0.0269)	(0.0419)	(0.0334)	(0.0433)	(0.0398)	(0.0518)	(0.0694)
Dış Ticaret	0.0641***	0.0507**	0.0556***	0.0699***	0.0598***	0.0361**	0.0401***	0.0699***	0.0676***	0.175***	0.0697***
Hacmi	(0.00547)	(0.0221)	(0.0117)	(0.00585)	(0.00580)	(0.0146)	(0.0108)	(0.00702)	(0.00601)	(0.0258)	(0.00688)
Yurt İçi Bankalar	0.0159***	0,0316	0,00314	0.0200***	0.0116**	0,00473	-0,00302	0.0189**	0.0169**	-0,0169	0.0251***
Kredi Hacmi	(0.00579)	(0.0233)	(0.00907)	(0.00775)	(0.00538)	(0.0121)	(0.00805)	(0.00772)	(0.00661)	(0.0197)	(0.00886)
Sabit Terim	-5.752**	1,103	-13.16***	-4,966	-5.778***	-13.29***	-7.257***	-5,347	-5.192*	-23.39***	-5,215
	-2.378	-4.985	-3.009	-3.535	-2.172	-3.345	-2.726	-3.325	-3.076	-4.586	-5.145
Gözlem Sayısı	1,021	183	338	500	988	171	317	500	801	273	440
R2	0,3042	0,1829	0,1905	0,3429	0,243	0,254	0,1591	0,2713	0,3151	0,26	0,3382
Ülke Sayısı	85	15	28	42	82	14	26	42	66	22	37
Hausman p Değeri	0,1796	0,3454	0,0911	0,7175	0,2174	0	0,2846	0,32	0,3269	0	0,7684

Parantez içindekiler standart sapmalardır
 *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

4.2. Yatırım Yapılabilir Seviyenin Etkisi

Bu kısımda, ülke kredi notu yatırım yapılabilir seviyenin üstüne çıktığında ülkeye doğrudan yabancı yatırım girişinin bu durumdan etkilenip etkilenmediği incelenmektedir. Yatırım yapılabilir olarak değerlendirilen kredi notu seviyesi, önde gelen kredi derecelendirme kuruluşlarından S&P ve Fitch'in derecelendirme yöntemine göre BBB- ve üstü, Moody's derecelendirme yöntemine göre ise Baa3 ve üstündeki kredi notlarını kapsamaktadır (Kanlı ve Barlas, 2012, s.3).

Küresel finansal piyasalarda, yatırım yapılabilir seviye ile bu seviyenin altındaki kredi notları farklı risk grupları olarak değerlendirilir. Bunun yanı sıra, tabii oldukları yasa ve düzenlemeler, emeklilik ve sigorta fonları gibi birçok uzun vadeli fonu ancak kredi notu yatırım yapılabilir seviyede olan ülkelere yatırım yapabilmesine olanak verir. Bir başka deyişle, kredi notunun yatırım yapılabilir seviyeye yükselmesi, o ülkeye dair risklilik algılamalarında önemli bir değişime yol açmanın yanı sıra, ülkelerin daha geniş bir potansiyel yatırımcı tabanına sahip olmalarını sağlar (Kanlı ve Barlas, 2012, s.1).

Çalışma kapsamında yatırım yapılabilir seviye, başlıca üç kredi derecelendirme kuruluşundan en az iki tanesinin ülkeye verdiği notun yatırım yapılabilir

seviyeye yükselmesi olarak tanımlanmıştır. Bu tanıma göre, 1990-2012 döneminde kredi notu "yatırım yapılabilir" seviyeye yükseltelen ülkeler analize dahil edilmiştir. S&P, Moody's ve Fitch kuruluşlarından en az ikisinin notu yatırım yapılabilir seviyede ise 1, değilse 0 değeri verilerek yatırım eşliği kukla değişkeni tanımlanmıştır.

1990-2011 yılları arasında kredi notu yatırım yapılabilir seviyeye yükselen ülkeleri kapsayan modeller Tablo 2'de yer almaktadır. Bu tablonun ilk iki sütunundaki modeller 21 ülkeyi kapsamaktadır. Bu ülkelerin 6 tanesi yüksek gelişmişlik, 15 tanesi ise orta gelişmişlik grubunda yer almaktadır. Tablo 2'nin üçüncü ve dördüncü sütunundaki modeller orta gelişmişlik düzeyindeki 15 ülkeyi kapsamaktadır. Tablonun son satırında yer alan Hausman testi sonucuna göre analizlerin tamamında sabit etkiler modeli tercih edilmiştir.

Bu modellere göre ülke kredi notunun yatırım yapılabilir eşliğe yükselmesinin doğrudan yabancı yatırım girişi üzerindeki etkisi pozitif yönlü ve anlamlıdır. Alt-orta, üst-orta ve yüksek gelişmişlik düzeyindeki toplam 21 ülkeyi kapsayan ilk sütundaki modelde söz konusu etkinin anlamlılık düzeyi 0,90'dır. İkinci sütundaki modelde bu etkinin ülke kredi notu yatırım yapılabilir seviyeye yükseldikten sonra bir yıl boyunca korunduğu görülmektedir.

Tablo 2: Yatırım Yapılabilir Seviyenin Doğrudan Yabancı Yatırım Girişine Etkisi

Bağımsız	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
Değişkenler	Tüm Ülkeler	Tüm Ülkeler	Orta GD	Orta GD
Yatırım Eşliği Kukla	1.044*		0.942*	
Değişkeni (Gecikmesiz)	(0.568)		(0.492)	
Yatırım Eşliği Kukla		1.026*		1.226**
Değişkeni (1 Yıl Gecikmeli)		(0.596)		(0.519)
Büyüme	0.231***	0.230***	0.276***	0.285***
	(0.0517)	(0.0528)	(0.0417)	(0.0429)
Hanehalkı Tüketimi	0.146***	0.141***	0.149***	0.154***
	(0.0402)	(0.0407)	(0.0346)	(0.0355)
Dış Ticaret Hacmi	0.0839***	0.0892***	0.0861***	0.0867***
	(0.0155)	(0.0164)	(0.0163)	(0.0168)
Sabit Terim	-12.40***	-12.39***	-12.41***	-12.84***
	(2.938)	(2.996)	(2.672)	(2.789)
Gözlem Sayısı	458	443	332	321
R2	0.146	0.144	0.232	0.228
Ülke Sayısı	21	21	15	15
Hausman p Değeri	0.0390	0.0273	0.0011	0.0000

Parantez içindekiler standart sapmalardır
 *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

Üçüncü sütundaki orta gelişmişlik düzeyindeki ülkeleri kapsayan modelde kredi notunun yatırım yapılabilir eşiğe yükselmesinin doğrudan yabancı yatırım girişi üzerindeki pozitif yönlü etkisinin anlamlılık düzeyi 0,90'dır. Dördüncü sütunda bu etkinin bir yıl sonraki anlamlılık düzeylerinin 0,95'e yükseldiği görülmektedir.

Orta gelişmişlik düzeyindeki ülkelerde, kredi notunun yatırım yapılabilir eşiğe yükselmesinin ardından gerçekleşen doğrudan yabancı yatırım artışının daha uzun bir süreye yayıldığı gözlenmektedir. Doğrudan yabancı yatırım kararı almak ve bu kararı uygulamak zaman aldığı için elde edilen bu sonuç tutarlıdır.

4.3. Ülke Risk Priminin Etkisi

Bu kısımda, literatürdeki diğer çalışmalardan farklı olarak, ülke riskinin doğrudan yabancı yatırım girişi üzerindeki etkisini incelerken ülke risk primi göstergeleri olan EMBI+ ve kredi temerrüt takası (CDS) değerleri kullanılmıştır. Bu göstergeler piyasa tarafından belirlenen ve ülke riskini rasyonel biçimde ölçen göstergelerdir.

Tablo 3'te ülke risk priminin doğrudan yabancı yatırım girişi üzerindeki etkisini gösteren modeller yer almaktadır.

Tablonun son satırında yer alan Hausman testi sonucuna göre analizlerin tamamında rassal etkiler modeli tercih edilmiştir.

İlk sütunda yer alan Model 1'de risk primi göstergesi olarak EMBI+ kullanılmıştır. Orta gelişmişlik düzeyindeki 25 ülkeyi kapsayan bu modelde, ülke riskindeki artışın doğrudan yabancı yatırım girişini negatif yönde etkilediği ve söz konusu etkinin anlamlılık düzeyinin yüzde 99 olduğu görülmektedir.

İkinci, üçüncü ve dördüncü sütundaki modellerde risk primi göstergesi olarak CDS kullanılmıştır. Model 2, 18'i orta, 16'sı yüksek gelişmişlik düzeyinde olan toplam 34 ülkeyi kapsamaktadır. Bu modele göre, ülke risk primindeki artış doğrudan yabancı yatırım girişini olumsuz biçimde etkiler. Söz konusu etkinin anlamlılık düzeyi yüzde 90'dır. Orta gelişmişlik düzeyindeki 18 ülkeyi kapsayan model 3'e göre ülke risk primindeki artışın doğrudan yabancı yatırım girişi üzerindeki negatif yönlü etkisinin anlamlılık düzeyi yüzde 95'tir. Yüksek gelişmişlik düzeyindeki 16 ülkeyi kapsayan model 4'e göre ülke risk priminin doğrudan yabancı yatırım girişi üzerindeki etkisi negatif yönlü olmakla birlikte söz konusu etki anlamsızdır.

Tablo 3: Risk Priminin Doğrudan Yabancı Yatırım Girişine Etkisi

Bağımsız Değişkenler	Model 1 Orta GD	Model 2 Tüm Ülkeler	Model 3 Orta GD	Model 4 Yüksek GD
Risk Primi (embi)	-0.000745*** (0.000249)			
Risk Primi (cds)		-0.00133 (0.000963)	-0.00190** (0.000849)	-0.00142 (0.00179)
Büyüme	0.0611* (0.0324)	0.0710 (0.0754)	0.0860 (0.0589)	-0.0930 (0.167)
Hanehalkı Tüketimi	0.0798*** (0.0300)	0.0604 (0.0459)	0.137*** (0.0475)	-0.0265 (0.0741)
Dış Ticaret Hacmi	0.0435*** (0.00962)	0.0583*** (0.0117)	0.0430*** (0.0126)	0.0881*** (0.0177)
Sabit Terim	-4.183* (2.332)	-4.262 (3.114)	-7.541** (3.256)	-1.568 (4.914)
Gözlem Sayısı	368	360	199	161
R2	0.1556	0.1576	0.1805	0.2233
Ülke Sayısı	25	34	18	16
Hausman p Değeri	0.4668	0.6234	0.4629	0.5591

Parantez içindekiler standart sapmalardır
*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

Tablo 3'e bakarak orta gelişmişlik düzeyindeki ülkelerde ülke riskindeki artışın doğrudan yabancı yatırım girişini olumsuz yönde etkilediği ancak yüksek gelişmişlik düzeyindeki ülkelerde ülke riskinin doğrudan yabancı yatırım girişi üzerinde belirgin bir etkisinin olmadığı söylenebilir.

5. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Türkiye'nin de içinde yer aldığı gelişmekte olan ülkeler sermaye yetersizliği ve tasarruf açığı nedeniyle dışarıdan sermaye girişine ihtiyaç duymaktadırlar. Bu ülkeler için doğrudan yabancı yatırımların diğer dış finansman kaynaklarına göre daha avantajlı olduğu düşünülmektedir. Çünkü doğrudan yabancı yatırımlar uzun vadeli yapısı nedeniyle daha güvenilir bir finansman biçimidir. Ülkede ekonomik kriz veya olağanüstü başka süreçlerin oluşması durumunda doğrudan yabancı yatırımlar ülkeyi hemen terk edemezler. Ayrıca, doğrudan yabancı yatırımların ülkeye teknoloji transferi sağlama, beşeri sermayeyi güçlendirme gibi olumlu başka etkiler yaratma potansiyeli de bulunmaktadır.

Doğrudan yabancı yatırımcılar ülkeyi hemen terk edemeyeceği için ülkenin risklerini de üstlenirler. Bu nedenle, ülkenin risk seviyesi ile doğrudan yabancı yatırım girişi arasında negatif bir ilişki olması beklenir. Bu çalışmada, söz konusu beklenti ampirik olarak analiz edilmiş, ülke risk faktörlerinin doğrudan yabancı yatırım girişine etki edip etmediği incelenmiştir. Ayrıca, bu etkinin ülkelerin gelişmişlik düzeyine göre nasıl farklılaştığı da değerlendirilmiştir. Ülke risk faktörü Standard&Poors, Moody's ve Fitch kuruluşları tarafından ülkelere verilen kredi notları ve ülke risk primi göstergeleri olan EMBI+ ve kredi temerrüt takası (CDS) değerleri ile temsil edilmiştir. Analizler üç başlık altında yapılmıştır. Analizler yapılırken ülkeler gelişmişlik durumuna göre gruplanmış ve gelişmişlik düzeyindeki farklılıkların sonuçlara etkisi de incelenmiştir.

Analize konu olan ilk başlık kredi notlarının doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki belirleyici etkisidir. Elde edilen bulgulara göre, ülke risk göstergelerinin ülkeye doğrudan yabancı yatırım girişi üzerindeki etkisi ülkelerin gelişmişlik durumuna göre farklılaşmaktadır. Orta gelişmişlik düzeyindeki ülkelerde, kredi notunun, ülkeye doğrudan yabancı yatırım girişi üzerindeki etkisi pozitif iken; yüksek gelişmişlik düzeyindeki ülkelerde, kredi notunun doğrudan yabancı yatırım girişi üzerinde belirgin bir etkisi bulunmamaktadır. Elde edilen bu sonuç,

Walch ve Wörz (2012), Emir ve diğerleri (2013) ile Bayar ve Kılıç (2014) tarafından yapılan çalışmaların sonuçlarını desteklerken kredi notlarının doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde anlamlı bir etkisinin bulunmadığı sonuna ulaşan Bevan ve Estrin (2004)'in çalışmasını desteklememektedir. Bevan ve Estrin (2004), kredi notlarının doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde anlamlı bir etki yaratmadığı sonucuna vardığı çalışmada gelişmiş ülkelerden geçiş ekonomilerine yapılan yatırımları incelediği için elde edilen sonucun farklı olması mümkündür.

Yüksek gelişmişlik düzeyindeki ülkelerin genellikle ekonomik ve siyasi yapıları daha istikrarlı ve kredi notları da daha yüksek seviyelerdedir. Bu nedenle yüksek gelişmişlik düzeyindeki ülkelerde kredi notları ülkelerin risk düzeylerini açıklasa da bu düzeylerin nerdeyse hiç biri yüksek risk anlamına gelmediğinden doğrudan yabancı yatırım girişi üzerinde belirgin bir etkisinin olmaması şaşırtıcı değildir. Orta gelişmişlik düzeyindeki ülkelerde kredi notlarının seviyesi daha değişken olabilir. Çünkü bu ülkelerin ekonomik ve siyasi yapıları gelişmiş ülkelere göre daha istikrarsızdır. Bu nedenle yatırımcıların orta gelişmişlik düzeyindeki ülkelere yönelirken kredi notlarını dikkate almaları beklenen bir sonuçtur.

İkinci başlık, yatırım yapılabilir seviyenin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki belirleyici etkisidir. Bu kısımda yatırım yapılabilir seviye üç kredi derecelendirme kuruluşundan en az ikisinin notunun yatırım eşliğinin üzerinde olması olarak tanımlanmıştır. Ülke kredi notunun yatırım yapılabilir seviyeye yükselmesiyle birlikte, ülkeye dair genel olarak değişen risk algılarının ülkeye yönelen portföy yatırımlarının yanı sıra doğrudan yabancı yatırımları da olumlu yönde etkilemesi beklenir. Bu kısımda yapılan analizde risk durumu yatırım yapılabilir seviyenin üstüne çıkan ülkelere yönelen doğrudan yabancı yatırımlarda belirgin bir artış olup olmadığı incelenmiştir. Elde edilen sonuçlara göre ülke kredi notunun yatırım yapılabilir eşige yükselmesinin doğrudan yabancı yatırım girişi üzerindeki etkisi pozitif yönlü ve anlamlıdır. Orta gelişmişlik düzeyindeki ülkelerde, kredi notunun yatırım yapılabilir eşige yükselmesinin ardından gerçekleşen doğrudan yabancı yatırım artışının daha uzun bir süreye yayıldığı gözlenmektedir. Doğrudan yabancı yatırım kararı almak ve bu kararı uygulamak zaman aldığı için elde edilen bu sonuç tutarlıdır. Daha önce yapılan bir çalışma da (Emir ve diğerleri, 2013) ülke riski ve doğrudan yabancı yatırımlar arasında uzun dönemli pozitif bir ilişkinin olduğunu göstermektedir.

Üçüncü başlık altında ülke risk primi göstergeleri olan EMBI+ ve kredi temerrüt takası (CDS) değerlerinin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Elde edilen bulgulara göre, orta gelişmişlik düzeyindeki ülkelerde risk seviyesindeki artış doğrudan yabancı yatırım girişini negatif yönde etkilerken, yüksek gelişmişlik düzeyindeki ülkelerin risk primindeki değişikliklerin doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde belirgin bir etkisi bulunmamaktadır.

Elde edilen bulgular Türkiye'nin de içinde yer aldığı gelişmekte olan ülkelere açısından değerlendirildiğinde ülkelerin kredi notu ve risk primi göstergeleri ile

temsil edilen risk düzeylerinin doğrudan yabancı yatırım girişi üzerinde anlamlı bir etkisinin olduğu söylenebilir. Bir ülkenin risk düzeyi arttıkça o ülkeye doğrudan yabancı yatırım girişi azalmaktadır. Çünkü yatırımcı bir ülkeye yaptığı yatırımla birlikte ülkedeki riskleri de üstlenmektedir. Bu nedenle gelişmekte olan ülkeler açısından doğrudan yabancı yatırım çekmeye yönelik politikaların önemli bir bileşeni ülkedeki makroekonomik ve siyasi istikrarın sağlanması olmalıdır. Ayrıca, mülkiyet haklarının korunması, rekabet koşullarının sağlanması, herkese eşit mesafede olan güvenilir bir hukuk sisteminin varlığı gibi faktörler de güvenli bir yatırım ortamı sağlayarak yatırımcıların üstlendiği riskleri azaltmaktadır.

KAYNAKLAR

- Akdoğan, K. ve Chadwick, M.G. (2012) "CDS-Bono Farkı ve Düzeltme Hareketi", *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Ekonomi Notları*, Sayı: 2012-01 .
- Bayar, Y. ve Kılıç, C. (2014) " Effects of Sovereign Credit Ratings on Foreign Direct Investment Inflows: Evidence from Turkey", *Journal of Applied Finance & Banking*, Vol. 4, No. 2, 91-109.
- Bevan, A.A. ve Estrin, S. (2004) "The Determinants of Foreign Direct Investment into European Transition Economies", *Journal of Comparative Economics*.
- Braunstein, E. (2000) "Engendering Foreign Direct Investment: Family Structure, Labor Markets and International Capital Mobility", *World Development*, 28(7), 1157-1172.
- Busse, M., ve Hefeker, C. (2007) "Political Risk, Institutions and Foreign Direct Investment", *European Journal of Political Economy* 23, 397-415.
- Chakrabarti, A. (2001) "The Determinants of Foreign Direct Investment: Sensitivity Analyses of Cross-Country Regressions", *KYKLOS*, Vol. 54, Fasc. 1, 89-114.
- Chakrabarti, A. (2003) "A Theory of The Spatial Distribution of Foreign Direct Investment", *International Review of Economics and Finance*, 12, 149-169.
- Emir, M., Uysal, M. ve Doğru, B. (2013) "Ülkenin Risklilik Durumu ile Ülkeye Gelen Doğrudan Yabancı Yatırım Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği", *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 27(2), 79-92.
- Hartman, D.G. (1981) "Domestic Tax Policy and Foreign Investment: Some Evidence" *NBER Working Paper Series*, Working Paper No. 784
- Hartman, D.G. (1982) "Tax Policy and Foreign Direct Investment in the United States" *NBER Working Paper Series*, Working Paper No.967
- Jun, J. (1990) "US Tax Policy and Direct Investment Abroad", *Taxation in the Global Economy* (55-78), University of Chicago Press
- Kanlı, İ.B. ve Barlas, Y. (2012) "Kredi Notunun "Yatırım Yapılabilir" Seviyeye Yükselmesi: Öncesi ve Sonrasındaki Eğilimler", *İktisat İşletme Finans*, Cilt 27, Sayı 319.
- Slemrod, J. (1990) "Tax Effects on Foreign Direct Investment in the United States: Evidence from a Cross-Country Comparison", *Taxation in the Global Economy* (122-79). University of Chicago Press.
- Tsai, P. (1994) "Determinants of Foreign Direct Investment and Its Impact on Economic Growth", *Journal of Economic Development*, 19, 137-163.
- Walch, N. ve Wörz, J. (2012) "The Impact of Country Risk Ratings and of the Status of EU Integration on FDI Inflows in CESEE Countries", *Focus on European Economic Integration*, Q3.
- Bloomberg Veritabanı
- Dünya Bankası Küresel Finansal Gelişmişlik Veritabanı
- Dünya Bankası Kalkınma Göstergeleri

EKLER

EK 1: Kredi Notunun Etkisinin İncelendiği Analize Dahil Olan Ülkeler

1. S&P Kredi Notu Mevcut Olan Ülkeler

Alt-Orta Gelişmişlik Düzeyi: Bolivya, Mısır Arap Cum., El Salvador, Guatemala, Hindistan, Endonezya, Moğolistan, Fas, Pakistan, Papua Yeni Gine, Paraguay, Filipinler, Senegal, Ukrayna, Vietnam

Üst-Orta Gelişmişlik Düzeyi: Arjantin, Botsvana, Brezilya, Bulgaristan, Şili, Çin, Kolombiya, Kosta Rika, Dominik Cum., Ekvator, Jamaika, Ürdün, Kazakistan, Letonya, Lübnan, Litvanya, Malezya, Meksika, Panama, Peru, Romanya, Rusya, Güney Afrika Cum., Suriye, Tayland, Tunus, Türkiye, Uruguay

Yüksek Gelişmişlik Düzeyi: Avustralya, Avusturya, Bahreyn, Barbados, Belçika, Bermuda, Kanada, Hırvatistan, Kıbrıs, Çek Cum., Danimarka, Estonya, Finlandiya, Fransa, Almanya, Yunanistan, Hong Kong, Macaristan, İzlanda, İrlanda, Man Adası, İsrail, İtalya, Japonya, Kore Cum., Kuveyt, Lüksemburg, Malta, Hollanda, Yeni Zelanda, Norveç, Umman, Polonya, Portekiz, Katar, Singapur, Slovak Cum., Slovenya, İspanya, İsveç, İsviçre, Trinidad ve Tobago, İngiltere, ABD

2. Moody's Kredi Notu Mevcut Olan Ülkeler

Alt-Orta Gelişmişlik Düzeyi: Bolivya, Mısır Arap Cum., El Salvador, Guatemala, Honduras, Hindistan, Endonezya, Fas, Pakistan, Papua Yeni Gine, Paraguay, Filipinler, Ukrayna, Vietnam

Üst-Orta Gelişmişlik Düzeyi: Arjantin, Botsvana, Brezilya, Bulgaristan, Şili, Çin, Kolombiya, Kosta Rika, Dominik Cum., Ekvator, Jamaika, Kazakistan, Letonya, Lübnan, Litvanya, Malezya, Meksika, Panama, Peru, Romanya, Rusya, Güney Afrika Cum., Tayland, Türkiye, Uruguay, Venezüella

Yüksek Gelişmişlik Düzeyi: Avustralya, Avusturya, Bahama Adaları, Bahreyn, Barbados, Belçika, Kanada, Hırvatistan, Kıbrıs, Çek Cum., Danimarka, Estonya, Finlandiya, Fransa, Almanya, Yunanistan, Macaristan, İzlanda, İrlanda, İsrail, İtalya, Japonya, Kore Cum., Kuveyt, Lüksemburg, Malta, Yeni Zelanda, Norveç, Umman, Polonya, Portekiz, Katar, Suudi Arabistan, Singapur, Slovak Cum., Slovenya, İspanya, İsveç, İsviçre, Trinidad ve Tobago, İngiltere, ABD

3. Fitch Kredi Notu Mevcut Olan Ülkeler

Alt-Orta Gelişmişlik Düzeyi: Mısır Arap Cum., El Salvador, Hindistan, Endonezya, Filipinler, Ukrayna, Vietnam

Üst-Orta Gelişmişlik Düzeyi: Arjantin, Azerbaycan, Bulgaristan, Çin, Kolombiya, Kosta Rika, Ekvator, Kazakistan, Letonya, Lübnan, Litvanya, Meksika, Panama, Peru, Romanya, Rusya, Güney Afrika Cum., Tayland, Tunus, Türkiye, Uruguay, Venezüella

Yüksek Gelişmişlik Düzeyi: Aruba, Avusturya, Bahreyn, Barbados, Belçika, Bermuda, Kanada, Hırvatistan, Kıbrıs, Çek Cum., Danimarka, Estonya, Finlandiya, Fransa, Almanya, Yunanistan, Hong Kong, Macaristan, İzlanda, İrlanda, İsrail, İtalya, Japonya, Kore Cum., Kuveyt, Lüksemburg, Malta, Hollanda, Yeni Zelanda, Norveç, Polonya, Portekiz, Singapur, Slovak Cum., Slovenya, İspanya, İsveç, İngiltere, ABD

EK 2: Kredi Notu Yatırım Yapılabilir Seviyeye Yükselen Ülkeler

Alt-Orta Gelişmişlik Düzeyi: Hindistan, Fas

Üst-Orta Gelişmişlik Düzeyi: Azerbaycan, Brezilya, Bulgaristan, Kolombiya, Kazakistan, Litvanya, Meksika, Panama, Peru, Romanya, Rusya, Güney Afrika Cum., Uruguay

Yüksek Gelişmişlik Düzeyi: Bahreyn, Barbados, Macaristan, Polonya, Slovak Cum., Trinidad ve Tobago

EK 3: Ülke Risk Priminin Etkisi Analizine Dahil Olan Ülkeler

Alt-Orta Gelişmişlik Düzeyi: Mısır Arap Cum., Fas, Nijerya, Pakistan, Filipinler, Ukrayna

Üst-Orta Gelişmişlik Düzeyi: Arjantin, Brezilya, Bulgaristan, Şili, Çin, Kolombiya, Dominik Cum., Ekvator, Lübnan, Malezya, Meksika, Panama, Peru, Rusya, Güney Afrika Cum., Tayland, Türkiye, Uruguay, Venezüella

Yüksek Gelişmişlik Düzeyi: Macaristan, Polonya

YAPILAN DÜZELTMELERLE İLGİLİ AÇIKLAMA

1. Çalışmanın giriş bölümü önerildiği şekilde yeniden düzeltildi. Giriş bölümünde yer alan yöntemle dair açıklamalar 3.Model, Veri ve Yöntem başlığı altına alındı.
2. Özet kısmındaki bir cümlede çalışmanın yöntemi belirtildi
3. Referans verilmesi gerek kısımlara ilgili referanslar eklendi.

4. Çalışmada kullanılan modelin hangi çalışmalardan esinlenerek kurulduğuna dair referans verildi
5. Sonuç bölümünde elde edilen sonuçların mevcut çalışmalarla kıyaslanması yapıldı.