



**T.C.
MEHMET AKİF ERSOY ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
MUHASEBE VE FİNANSAL YÖNETİM ANABİLİM DALI**

**KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ
SERMAYE AKIMLARI ÜZERİNDE ETKİSİ: SEÇİLMİŞ
GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER ÜZERİNE
EKONOMETRİK BİR UYGULAMA**

Bilen BALIKÇI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**DANIŞMAN : Yrd. Doç. Dr. Tayfun YILMAZ
JÜRİ ÜYESİ : Doç. Dr. Mustafa YILDIRAN
JÜRİ ÜYESİ : Yrd. Doç. Dr. Murat KAYA**

BURDUR – 2017



**MAKÜ SOSYAL BİLİMLER
ENSTİTÜSÜ**

YÜKSEK LİSANS JÜRİ ONAY FORMU

M.A.K.Ü Sosyal Bilimler Enstitüsü Yönetim Kurulu'nun 30/06/2017 tarih ve 2017/15 sayılı kararıyla oluşturulan jüri tarafından 10.07.2017 tarihinde tez savunma sınavı yapılan Bilen BALIKÇI'nın Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Sermaye Akımları Üzerinde Etkisi: Seçilmiş Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama konulu tez çalışması Muhasebe ve Finansal Yönetim Anabilim Dalında YÜKSEK LİSANS tezi olarak kabul edilmiştir.

JÜRİ

ÜYE

(TEZ DANIŞMANI) : Yrd. Doç. Dr. Tayfun YILMAZ

ÜYE

: Yrd. Doç. Dr. Murat KAYA

ÜYE

: Doç. Dr. Mustafa YILDIRAN

ONAY

M.A.K.Ü Sosyal Bilimler Enstitüsü Yönetim Kurulu'nun/...../..... tarih ve/..... sayılı kararı.

İMZA/MÜHÜR

T.C.
MEHMET AKİF ERSOY ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

ETİK BEYANI

Yüksek Lisans tezi olarak sunduğum “Kredi Derecelendirme kuruluşlarının Sermaye Akımları Üzerinde Etkisi: Seçilmiş Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama” adlı çalışmanın, proje safhasından sonuçlanmasına kadarki bütün süreçlerde bilimsel etik kurallarına uygun bir şekilde hazırlandığını ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu belirtir ve onurumla beyan ederim.

- ☐ Tezimin tamamı her yerden erişime açılabilir.
- ☐ Tezim sadece Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi yerleşkelerinde erişime açılabilir.
- ☐ Tezimin 3 yıl süreyle erişime açılmasını istemiyorum. Bu sürenin sonunda uzatma için başvuruda bulunmadığım takdirde, tezimin tamamı her yerden erişime açılabilir.


Bilal BALIKÇI

10.07.2017

TEŞEKKÜR

Yüksek lisans tezimin oluşmasında akademik bilgi, birikimi yanı sıra çalışmanın hazırlanmasında yol gösterici tecrübeleriyle yardımcı olan, yakınlığını ve desteğini hiçbir zaman esirgemeyen bu çalışmanın hazırlanmasında büyük emeği geçen danışman hocam sayın Yrd. Doç. Dr. Tayfun YILMAZ'a, yoğun çalışma temposu içinde bilgisini esirgemeyen zaman ayırma nezaketinde bulunan Arş. Gör. Dr. Feyyaz ZEREN'e teşekkürlerimi ve şükranlarımı sunarım. Aynı zaman da çalışmam esnasında katkıları olan fikirlerini esirgemeyen diğer hocalarıma, tezim esnasında maddi manevi olarak desteklerini esirgemeyen göstermiş oldukları sabır ve güvenleri için sevgili aileme ve dostlarıma şükranlarımı sunarım.

Bilen BALIKÇI

Burdur, 2017

(BALIKÇI, Bilen, *Kredi Derecelendirme kuruluşlarının Sermaye Akımları Üzerinde Etkisi: Seçilmiş Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama*, Yüksek Lisans Tezi, Burdur, 2017)

ÖZET

Küreselleşen dünyada finans sisteminin sınırlarının kalkmasıyla birlikte; ülkeler arasında hareket eden uluslararası sermayenin hacminde büyük bir artış meydana gelmiştir. Yabancı sermayenin dolaşımının daha güvenilir olduğu, fon arz edenin fon talep eden hakkında daha fazla bilgiye sahip olmak isteği günümüz finans dünyasında, kredi derecelendirme kuruluşları çok büyük bir önem arz etmektedir.

Enron, Parmalat, WorldCom gibi büyük şirket skandalları yanı sıra 2008 küresel kriziyle kredi derecelendirme kuruluşları eleştirilerin odağı haline gelmiş ve varlıkları tartışmaların merkezine oturmuştur.

Bu çalışmada 11 gelişmekte olan ülkenin, kredi derecelendirme kuruluşlarının küresel finans piyasasında en büyük üç temsilcisi olan Moody's ve S&P'nin 1992-2015, Fitch'in 1997-2015 yılları arasında ülke yılsonu notları Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksi ile nicel verilere dönüştürülmüştür. Kredi notları ile bu ülkelere gelen Doğrudan Yabancı Yatırımları ve Portföy Yatırımlarının nedensellik ilişkisi incelenmiştir. Çalışmada Emirmahmutoğlu & Köse panel nedensellik testi kullanılmıştır.

Yapılan panel veri analizi ile elde edilen sonuçlara göre her üç kredi kuruluşu için de belirlenen kredi notlarının doğrudan yabancı yatırımların nedeni olduğu tespit edilmiştir. Fitch ile Portföy Yatırımları arasında nedensellik görülmekte iken aynı durum Moody's ve S&P için geçerli değildir.

Anahtar Kelimeler: Kredi derecelendirme kuruluşları, Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksi, Doğrudan yabancı yatırımlar, Portföy yatırımları

(BALIKÇI, Bilen, *The Influence of Credit Rating Agencies on Capital Flows: An Econometric Application on Selected Developing Countries*, Master's Thesis, Burdur, 2017).

ABSTRACT

With the demarcation of the borders in the financial system, a huge increase occur in the volume of international capital in the globalizing world. In today's finance world, credit rating agencies are of great importance in that the circulation of foreign capital is more reliable and the funders want to have enough information about demanding funds.

In addition to major corporations like Enron, Parmalat, WorldCom, as well as the 2008 global crisis, credit rating agencies have become the focus of criticism and are at the center of discussing assets.

In this study, Moody's and S & P 1992-2015 and Fitch's 1997-2015, which are the top three global credit rating agencies of 11 developing countries, have been converted to quantitative data for country end-of-year comparative country rating index. The causality relationship of 11 developing economies' Foreign Direct Investments and Portfolio Investments were investigated for Moody's and S&P between 1992-2015, Fitch's between 1997-2015. Emirmahmutoğlu & Köse panel causality test was used in the study.

According to the results obtained by the panel data analysis, it is determined that the credit scores determined for all three credit institutions' reasons are direct foreign investments. While there is causality between Fitch and Portfolio Investments, the same does not apply to Moody's and S&P.

Key Words: Credit rating agencies, Comparative Country Rating Index, Foreign Direct Investment, Portfolio Investments

İÇİNDEKİLER

ETİK BEYANI	ii
TEŞEKKÜR	iii
ÖZET.....	iv
ABSTRACT	v
İÇİNDEKİLER	vi
KISALTMALAR	x
TABLolar DİZİNİ	xii
ŞEKİLLER DİZİNİ	xiii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI KREDİ DERECELENDİRME KAVRAMI, GELİŞİMİ VE KURULUŞLARI

1.1. Kredi Derecelendirme Kavramı	3
1.2. Kredi Derecelendirme Rol ve İşlevi.....	3
1.3. Kredi Derecelendirme Tarihçesi	6
1.3.1. 1907'den Önce: Resmi Olmayan Kaynaklardan Marcentile Agency	6
1.3.2. 1909-1930 Kredi Kerecelendirme Kuruluşlarının Endüstrisinin Başlaması...	8

İKİNCİ BÖLÜM

KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI VE ÜÇ BÜYÜKLER

2.1. Moody's	12
2.1.1. Moody's Investors Service	12
2.1.2. Moody's Analytics.....	13
2.2. Standart and Poor's	14
2.3. Fitch Rating	19

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ SAĞLADIĞI FAYDALAR OLUŞTURDUKLARI RİSKLER VE ELEŞTİREL BİR BAKIŞ

3.1. Kredi Güvenilirliğini Değerlendirme veya Derecelendirme	22
3.2. Kredi Derecelendirme Kuruluşları Hakkında Hakim Görüşler ve Avantajları	26
3.2.1. Kredi Derecelendirme Kuruluşları Hakkında Hakim Görüşler	26
3.2.2. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Avantajları	27
3.3. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Dezavantajları ve Yapılan Eleştiriler	28
3.4. KDK'lar ile İlgili Düzenlemeler	30
3.4.1. ABD ve AB'deki düzenlemeler	33
3.4.2. NRSRO	34
3.4.3. IOSCO	36
3.4.3.1. IOSCO Kodu	36
3.4.3.2. IOSCO Kodunun Küresel Kriz Sonrası Revizyonu	37
3.4.4. Basel I	39
3.4.5. Basel II	40
3.4.6. Basel III	42
3.5. Türkiye'de KDK'lar ile ilgili Gelişmeler	44
3.5.1. Türkiye'nin Derecelendirme Süreci	44
3.5.2. Türkiye'de yapılan Düzenlemeler	47
3.5.2.1. SPK Tarafından Yapılan Yasal Düzenlemeler	48
3.5.2.2. BDDK Tarafından Yapılan Düzenlemeler	49

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI VE KRİZLERDEKİ ROLLERİ

4.1. Ülkeler Çapındaki Krizler	52
4.1.1. Meksika krizi	52
4.1.2. Asya krizi	53
4.1.3. Rusya Krizi	54
4.1.4. Türkiye krizleri	55

4.1.4.1. 1994 Krizi	55
4.1.4.2. 1998-1999 Krizi	55
4.1.4.3. 2000-2001 Krizi	56
4.1.5. 2008 Mortgage Krizi	57
4.1.6. Yunanistan Krizi	58
4.2. Firmalar apında Skandallar	60
4.2.1. Alman Sigorta Şirketi Hannover Re	60
4.2.2. Amerikan Yazılım Şirketi “Compuware”	60
4.2.3. Enron Skandalı	61
4.2.4. WorldCom	63
4.2.5. Parmalat	64
4.2.6. Lehman Brothers	65

BEŞİNCİ BÖLÜM

ARAŞTIRMANIN LİTERATÜRÜ

5.1. Diğer Ülkelerde Yapılan Çalışmalar	67
5.2. Türkiyede Yapılan Çalışmalar	75

ALTINCI BÖLÜM

SERMAYE AKIMLARI VE KREDİ DERCELENDİRME KURULUŞLARININ İLİŞKİSİ

6.1. Sermaye Akımları	82
6.2. Sermaye Akımı Kavramı	82
6.3. 6.3. Uluslararası Ticaretin Serbestleşmesi	83
6.4. Sermaye Akımlarının Önemi	84
6.5. Sermaye Akımlarının Türleri	85
6.5.1. Yabancı Yatırımlar	86
6.5.2. Portföy Yatırımlar	87
6.5.3. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri	88
6.5.4. Doğrudan Yabancı Yatırımlar ile Portföy Yatırımlar Arasındaki Farklar	88

6.6. Sermaye Akımlarının Tarihsel Gelişimi	89
6.7. Sermaye Akımlarının Türkiye’de Tarihsel Gelişimi.....	90
6.8. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Sermaye Akımlarına Etkileri.....	91
6.8.1. Sermaye Yapısı İçin Kredi Notlarının Önemi.....	96
6.8.2. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Sermaye Akımları Üzerinde Etkisi İle İlgili Literatür Çalışması	96

YEDİNCİ BÖLÜM

KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ SERMAYE AKIMLARI ÜZERİNDE ETKİSİ: SEÇİLMİŞ GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER ÜZERİNE EKONOMETRİK BİR UYGULAMA

7.1. Araştırmanın Amacı	100
7.2. Çalışmanın Yöntemi.....	100
7.3. Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksi (Küdi)	101
7.4. Panel Veri Analizleri.....	102
7.4.1. Havuzlanmış En Küçük Kareler Yöntemi	104
7.4.2. Sabit Etkiler Modeli	105
7.4.3. Rassal Etkiler Modeli.....	105
7.5. Yatay Kesit Bağımlılığı Testleri	106
7.6. Birim Kök Testleri	108
7.6.1. Hadri Kurozumi Panel Birim Kök Testi	109
7.7. Nedensellik Testleri	110
7.7.1. Emirmahmutoğlu-Köse Nedensellik Testi.....	111
7.8. Çalışmanın Bulguları	112
SONUÇ.....	115
KAYNAKÇA	118
EKLER.....	136
ÖZGEÇMİŞ.....	146

KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ADEF	: Agence France d'Evaluation Financi'ere
AIG	: American International Group
AIRBA	: The Advanced Internal Ratings-Based Approach
AMA	: The Advanced Measurement Approach
BCBS	: Basel Bankacılık Denetim Komitesi
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BIS	: Bank for International Settlements
CBRS	: Kanada Tahvil Puanlama Hizmeti
CESR	: Committee of European Securities Regulators
CRISIL	: Hint derecelendirme kuruluşu
DPT	: Devlet Planlama Teşkilatı
DYY	: Doğrudan Yabancı Yatırımlar
FIRBA	: The Foundation Internal Ratings-Based Approach-
G-10	: Group of Ten
GATT	: Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Antlaşması
GSMH	: Gayrı Safi Milli Hasıla
GSYİH	: Gayrı Safi Yurtiçi Hasıla
IMF	: Uluslararası Para Fonu
IOSCO	: International Organization of Securities Commissions
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KDK	: Kredi Derecelendirme Kuruluşları
KÜDİ	: Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksi

MBS	: Mortgage Backed Securities
NRSRO	: Nationally Recognised Statistical Rating Organisation
OECD	: Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü
S&P	: Standard & Poor's
SEC	: Securities Exchange Commission
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
UNCTAD	: Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı
VDMK	: Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler
WTO	: Dünya Ticaret Örgütü

TABLOLAR DİZİNİ

Tablo 1: KDK Endüstrisinin Tarihsel Gelişimi	7
Tablo 2: KDK'lar İçin Bazı İstatistikler.....	10
Tablo 3: Moody's Şirketinin Ülke Kredi Notları ve Notların Anlamları	13
Tablo 4: S&P'de Ülke Notlarının Belirleyicileri	17
Tablo 5: Standard and Poor's Ülke Notları ve Tanımı.....	19
Tablo 6: Fitch'in Ülke Notları ve Tanımları	20
Tablo 7: Moody's'in Derecelendirme Faktörleri ve Göstergeleri.....	23
Tablo 8: Standard and Poor's Derecelendirme Faktörleri ve Göstergeleri	24
Tablo 9: Fitch'in Derecelendirme Faktörleri ve Göstergeleri.....	25
Tablo 10: Basel II Teklifine Göre: İçsel Derecelendirmeler Yaklaşımı	41
Tablo 11: Üç Kredi Derecelendirme Kuruluşunun Uzun Vadeli Türkiye Not Scalası..	45
Tablo 12: Seri: VIII, No:51 Tebliğ'inin 7'nci Maddesine Göre Kabul Edilen KDK'lar	49
Tablo 13: BDDK Tarafından Yetkilendirilen Kredi Derecelendirme Kuruluşları	50
Tablo 14: Modern Küresel Krizler	51
Tablo 15: Enron Krizi Döneminde Not Seviyesini İndirilmesi	62
Tablo 16: WorldCom Şirketinin Skandaldan Sonra Not İndirimi	64
Tablo 17: KDK'lar ile İlgili Ampirik Literatür	77
Tablo 18: KDK'ların Sermaye Akımlar Üzerindeki Etkileri Ampirik Literatür Çalışması.....	98
Tablo 19: Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksi'ne Esas Teşkil Eden Puanlama Sistemi.....	101
Tablo 20: CDLM _{adj} Yatay Kesit Bağımlılığın Test Sonuçları (Bias-adjusted CDLM)	113
Tablo 21: Hadri Kurozumi Panel Birim Kök Testi Sonuçları.....	113
Tablo 22: Emirmahmutoğlu-Köse Panel Nedensellik Testi Sonuçları	114

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 1: Üç büyük KDK'nın Yıllara Göre Değişimi	11
Şekil 2: Toplam Derecelendirmeler (2014) içinde Üç Büyüklerin Payı.....	29
Şekil 3: Yıllar İtibarıyla NRSRO Gelir Yüzdesinde Üç Büyüklerin Payı.....	30
Şekil 4: Mortgage Krizinin Aktörleri	57



GİRİŞ

Kredi derecelendirme kuruluşlarının geçmişi 1800'li yılların sonuna dayanmaktadır. Özellikle 1900'li yıllarda kurumsallaşmaya başlayan kredi derecelendirme kuruluşları sınırların kalkmasıyla finansal küreselleşme ve liberalizasyon kavramlarının anlam bulduğu 20.yy'da finansal piyasalar için çok önemli bir aktör olmaya başladılar. 1970'li yıllarla birlikte finans piyasalarında sermaye akımlarının yönünü belirlemede daha da güçlü bir konuma kavuşmuş olan kredi derecelendirme kuruluşları, özellikle gelişmekte olan ekonomilerin kaynak yetersizliğini karşılamak için yakından takip ettiği uluslararası firmalar haline gelmiştir. Globalleşen dünyada liberalizasyonla birlikte finansal piyasalarda sınırların kalktığı makro ekonomik hedeflerine ulaşmak isteyen gelişmekte olan ülkeler, gelişmelerini sürdürmek için yabancı sermayeye ihtiyaç duymaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının işlevselliği burada devreye girmekte olup yatırım yapmak isteyen ile yatırımı talep eden arasındaki risk ölçeğini belirler. Herhangi bir ülkeye yatırım yapmak isteyen yatırımcılar, maliyet ve güvenilirlik faktörlerinden dolayı kredi derecelendirme kuruluşlarının belli bir şablonda belirlediği bilgilere başvurmaktadır.

Günümüzde ulusal, bölgesel ve uluslararası alanda işlem yapan pek çok kredi derecelendirme kuruluşu bulunmaktadır. Ancak finansal piyasalarda işlem görmekte olan farklı düzeylerde derecelendirme yapan Moody's, S&P ve Fitch yaklaşık olarak piyasa işlemlerinin %90-95 kısmını domine etmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin yatırım, büyüme ve gelişme istikrarını sürdürmek için ihtiyaç duydukları doğrudan yabancı sermaye ve portföy yatırımları için üç büyükler olarak da tabir edilen bu derecelendirme kuruluşlarının görüş, öneri ve uyarılarını dikkate almak zorundadırlar.

2000'li yıllara kadar daha etkin ve büyük bir prestije sahip olan kredi derecelendirme kuruluşları şirket skandallarının patlak vermesi, 2008 küresel krizi, bazı Avrupa ülkelerinde yüksek not indirimleri yapmaları, özellikle Yunanistan krizinin derinleşmesinden dolayı büyük tepkiler toplamışlardır. Dünya finans piyasası her ne kadar alternatif seçenekler aramaya çalışsa da başarılı olamamıştır

Bu tezin amacı küresel ölçekte faaliyet gösteren Moody', S&P ve Fitch kredi derecelendirme kuruluşlarının 11 gelişmekte olan ülkenin (Türkiye, Brezilya, Çin,

Endonezya, Hindistan, Rusya, Güney Afrika, Şili, Macaristan, Venezüela, Malezya) net doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları üzerindeki etkisini incelemektir.

Çalışmanın birinci bölümünde kredi derecelendirme kavramı, kredi derecelendirme rol ve işlevi, kredi derecelendirme tarihçesi ele alınmıştır.

Çalışmanın ikinci bölümünde ise kredi derecelendirme kuruluşları ve üç büyükler olarak bilinen Moody's, S&P ve Fitch kredi derecelendirme kuruluşlarının kuruluş ve ülke derecelendirme işlemlerlerinden bahsedilmiştir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde ise kredi derecelendirme kuruluşlarının avantaj ve dezavantajları yanı sıra yapılan uluslararası ve Türkiye düzenlemeleri, yenilikleri ele alınmış, Basel düzenlemelerinden bahsedilmiştir.

Çalışmanın dördüncü bölümünde ise kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkeler çapındaki krizlerdeki rolleri ve firmalar çapında skandallarından bahsedilmiştir.

Çalışmanın beşinci bölümünde ise kredi derecelendirme kuruluşlarını ulusal ve uluslararası yapılan çalışmalarının literatür araştırması yapılmıştır.

Çalışmanın altıncı bölümünde ise sermaye akımı kavramı, uluslararası ticaretin serbestleşmesi, sermaye akımlarını önemi, sermaye akımlarını türleri olan Doğrudan yabancı yatırımlar ve Portföy yatırımlar yanı sıra kredi derecelendirme kuruluşları ve sermaye akımlarının ilişkisi hakkında bilgi verilmeye çalışılmıştır.

Çalışmanın son bölümünde yapılan ampirik analizin bulgularına yer verilmiştir. Moody's ve S&P'nin 1992-2015 dönemleri arasında ülkelerin yılsonu not skalasının nicel verileri ile 1992-2015 dönemi DYY ve PY, Fitch'in 1997-2015 dönemleri arasında ülkelerin yılsonu not skalasının nicel verileri ile 1997-2015 dönemi DYY ve PY ilişkisi incelenmiştir. Değişkenler arasındaki analiz için Emirmahmuoğlu & Köse nedensellik testi uygulanmış sonuçlar yorumlanmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI KREDİ DERECELENDİRME KAVRAMI, GELİŞİMİ VE KURULUŞLARI

1.1. Kredi Derecelendirme Kavramı

Kredi değerlendirmesi; en genel tanımıyla borç sahibinin kredi riski hakkında kredi değerlendirme kuruluşları tarafından oluşturulmuş ifadelerdir. Standard and Poor's tarafından yayımlanan dereceleri “kuruluşun borçlunun finansal yükümlülüğünün tamamını zamanında geri ödeme kapasitesi ve istekliliği hakkındaki görüşü” olarak ifade edilen, derecelendirilmeye konu olan taraf bir devlet, finansal kuruluş, şirket veya ihraç edilen bir finansal varlığın kendisi olarak tanımlanabilir (Seval, 2015: 1).

Kredi derecelendirme başka bir ifadeyle, açılacak kredilerin zamanında, bir bütün olarak geri ödenmesi hususunda uluslararası ölçütlere uyumlu ve tarafsız ölçüt oluşturmak amacıyla borçlunun ihraç ettiği menkul kıymetlere yatırım yapılması durumunda yatırımcının üstlendiği riskin tespitidir (Karagöz, 1990: 1).

Her zaman iki taraf (alacaklı/boçlu) arasında doğal ve gerçek potansiyele sahip soru, borç verenin “Geri ödeme alacak mıyım?” sorusudur.

Gerçekte asıl soru, borç veren (lender), borç alan (barrower) birey, firma veya devlet hakkında bilgiye sahip olmak istemesidir. Borç veren borçlanacak kişi veya kuruma borç verip vermemek konusunda mevcut finansal pozisyon, finansal beklentiler, borçlunun geçmişi ile ilgili “sicili”, muhtemel olası kötü sonuçlar hakkında bilgi sahibi olmak ister (White, 2013: 3). Yine başka bir ifadeyle kredi değerlendirme, bir kişi, kurum veya bir ülkenin itibarının belirlenmesidir. Kredi borçlusunun geçmişinin incelenmesi olabileceği gibi muhtemel borçlunun borcunu geri ödeme potansiyelinin incelenmesi olarak da görülebilir (Turgut, 2017: 2).

1.2. Kredi Derecelendirme Rol ve İşlevi

Kredi derecelendirme kuruluşları borç enstrümanlarının özel kredi kalitelerini ve kullananın kredi değerliliği hakkında araştırma işlemini yaptıktan sonra kredi derecelendirme oranını yayınlarlar. KDK'lar belli başlı borç veren ve alan kurum ve

kuruluşların kredi değeri ile ilgili derecelendirmelerini yayınlarlar. Piyasanın gelişmesi ve ilerlemesinin yanında küresel rekabetin yararlılığı kredi derecelendirme ölçümlerine dayanır. KDK'lar hem borç veren için ödemenin gelecekte geri alımdaki zorluklarını hemde borç alanın sabit getiri ve geri ödeme ihtimallerini değerlendirir (Hemraj, 2015: 24). KDK'ların oranlanmasından bir firmanın izole olmuş özellikleri hakkında tahmine sahip olduğu için muhtemel geri ödemenin tam zamanında veya ödeme yapılabilirliği hakkında bilgi sağlanır (Macey, 2006: 21).

Kredi derecelendirme kuruluşları, tahvil için var olan asimetrik bilgilerin sisini kaldırmak için potansiyel bir yardım kaynağıdır. Tahvil ihraç edenler hakkında bilgi topladıktan sonra, "Görüş" kelimesini tercih ettikleri kararlar verirler (White, 2010: 5).

Bank of England raporlarına göre uluslararası finansal sistem için KDK'lardan en az üç fayda elde edilir.

1. Bazı yatırımcı ve firmaların Piyasadaki finansal maliyetler hakkında yeterli bilgiye sahip olmak istemesine asimetrik bilgiler engel oluşturulabilir. KDK'lar böylesi bir durumda dış finansal piyasalar arayan firma ve yatırımcılar ile pazar arasındaki temel asimetrik bilgiyi hafifletmede yardımcı olurlar. Detaylı analizler ile çoğu yatırımcı için uygun olmayan kredi riskinin hesaplamasını yaparlar, ayrıca yatırımcılar için verimli olmayan nispeten küçük kayıplara yol açacak portföy yönetimi yapmış olurlar. Bu derecelendirme kuruluşları pazara girecek olan yatırımcıların yanı sıra değerlendirme gücü olmayan küçük yatırımcılara da olanak sağlar. Sonuç olarak derecelendirme pazar maliyetini düşürmede fayda sağlar.
2. KDK'lar bazı yatırımcıların sorunlarını çözmede yararlı bir mekanizmadır. Yatırımcılar yatırım yapacakları veya karşı taraftan maruz kalabilecekleri riskli varlıkları minimum dereceye indirgeyerek kendi adlarına alabilecekleri risk miktarını (Emeklilik fonları, hayat sigortası ve para piyasası yatırım fonları) kısıtlayabilirler. Ayrıca bazı finansal piyasalara veya iş modellerine erişim, derecelendirme yapılması üzerine yatırımcı (ihraççı) için sınırlama minimum seviyeye indirilebilir.
3. Derecelendirme, yatırımcıların arasında birlikte hareket etme problemlerini çözmede kullanılabilir. Bir yatırımcı için firma göstergeleri gerçekçiliği zor fark edilebilir. Fakat eğer firma ticari işlemlerine devam etmezse, bu durumda yatırımcı için güven

derecesi düşer. Derecelendirmenin düşürülmesi yatırımcının harekete geçmesi için açık bir göstergedir ve bu da borçlanmada sınırlamayı tetikler.

Fakat, derecelendirme ekonomide kriz riskini yükseltmede negatif etkilere de sahiptir. Derecelendirmenin notunun düşürülmesi finansal piyasalarda derecelendirme odaklı olarak likiditenin hızlı bir şekilde azalması gibi sistematik etkiye sebep olabilir. Derecelendirme kuruluşlarının bazı analizleri, ilk derecelendirme değişiklikleri, iş dönüşümüne duyarlılığı fazla olan işletme ve yatırımcılar için bu değişiklik daha şiddetli bir kaos durumunun ortaya çıkmasına yol açabilir (Alcubilla ve Del Pozo, 2012: 5-6).

KDK'ların negatif etkileride sahip olduğu gerçekliğinden yola çıkarak derecelendirme işleminin temel amacı aşağıdaki iki kısım ile gruplandırılabilir;

- Derecelendirme, kamu ve özel kuruluşlarının borç ödeyebilme kapasite ve kabiliyetlerinin tespiti için yapılan işlemlerdir. Yapılan bu işlemler bütününe derecelendirme denir.
- Derecelendirme, uluslararası piyasalarda uzun (doğrudan) vadeli yabancı sermaye yatırımlarının ve kısa (portföy) vadeli sermaye yatırımlarının yapılmasından önce risk durum tespiti için yapılan işlemler bütünüdür. Bu işlem aynı zamanda “risklilik oranını belirleme” çalışmasıdır.

Kredi derecelendirme günümüzde oldukça hayati bir öneme sahip olmasının yanı sıra kredi derecelendirmenin en büyük katkılarından biri de dış piyasalardan iç piyasaya yatırımcı ve kaynak girişine zemin hazırlamasıdır. Bunu belli bir notlandırma işlemi yaparak olanak sağlar. Bu sayede yatırımcı veya borç veren bulunduğu piyasanın analizini kolaylıkla yapabilir. Ancak başka ülkelerin piyasaları hakkında sadece KDK'ların notlandırma işlemi sayesinde pratik ve güvenilir bir şekilde bilgi sahibi olunabilir. Başka bir ifadeyle yatırımcılar, ülkeler ve kuruluşlar KDK'ların sayesinde en doğru en güvenilir şekilde piyasayı analiz edebilir veya yatırım yapabilir (Bakdur ve Duman, 1999: 18).

1.3. Kredi Derecelendirme Tarihçesi

KDK'ların tarihçesi 1907'den önce, 1909-1970 arası ve günümüz olarak üç kısımda ele alınmıştır

1.3.1. 1907'den Önce: Resmi Olmayan Kaynaklardan Marcentile Agency

Marcentile Agency, modern işlem gören bir kredi derecelendirme kuruluşuydu (Timothy, 2009: 236). Ortaya çıkmasındaki en önemli faktör 1837'de patlak veren krizdir. Bilgi elde etme metotlarındaki yetersizlikten dolayı 1837'de çok şiddetli bir ekonomik çöküş meydana gelmiştir. Asimetrik bilginin finansal kaynaklar hakkında bilgi tahsis etmeye engel olması Marcentile Agency'nin doğal olarak ortaya çıkmasına olanak sağlamıştır. Finansal krizden sonraki dönemde kriz risklerine karşılık ticaret acenteleri gelişmiş oldu. Bu dönemde yatırımcıların güvendiği birçok ticaret acenteciliği ortaya çıktığı iddaa edilmektedir. Ancak bu kuruluşlar hakkındaki görüşlerin bazıları dayanaksızdır.

1837'de patlak veren finansal kriz New York borsasını vurduğunda bir yatırımcı ve tüccar olan Lewis Tappan'ın toplamış olduğu kredi kayıtları yoğun bir talep görmüş. Lewis Tappan çok daha fazla bilgi toplamaya daha detaylı ve tam bilgiyi dünya iş piyasasına satmaya karar vermiştir ve 1841'de Marcentile Agency'i kurmuştur. Şirket, kredi değerliliği ve itibarı hakkındaki bilgiyi tüm Amerika'da satmaya başlamıştır (Derbellay, 2013: 15).

İlerleyen yıllarda Lewis Tappan tarafından yapılan işlemler daha da önem kazanmış alternatif kuruluşlar ortaya çıkmıştır. 1849'da John Bradstreet tarafından "Bradstreet Company" adında bir şirket kurulmuş, 1857'de firma derecelendirmelerini yayınlamaya başlamış, 1859 yılında Robert Dun, Lewis Tappan'ın şirketi olan "Mercantile Agency"i satın alarak ilk derecelendirme işlemini yayımlamıştır. Bu iki şirket 1933 yılında "Dun and Bradstreet" ismiyle birleşmiş, daha sonra 1962 yılında Moody's'in bünyesine katılmıştır (Cantor ve Packer, 1995:1-2).

1860'ta gelindiğinde ise "History of Railroads and Canals of the US" adlı yayın Henry Varnum Poor tarafından yatırımcıların "bilme hakkı" prensibi doğrultusunda yayınlanmış ve Standard and Poors şirketinin finans piyasasında ilk adımı olmuştur. Yayın büyük demiryolu şirketlerinin finansal işlemleri hakkında bilgi içermekteydi.

Henry Varnum Poor 1849’da şirketin başına geçmesiyle demir yolları ortaklıkları, varlıkları, güvenilirlikleri ve kazançları hakkında sistematik bilgiyi yayımlamayı amaçlıyordu. 1868’de Poor ve oğlu büyük ABD demir yollarının birkaç yıllık finansal ve istatistiksel işlemleri “Poor’s Manual of Railroads of the United States” ilk yıllık basımını gerçekleştirmişlerdir (Alcubilla ve Del Pozo, 2012: 3).

1899’da New York’ta Alfred M. Best “A.M. Best” adlı şirketi kurmuştur. 2008 yılında NRSRO’nun bünyesinde bulunan 17 kuruluştan birisidir.

Tablo 1: KDK Endüstrisinin Tarihsel Gelişimi

CRA				
CRA- Öncesi				
1832	1849	1841	1849	
Amerika Demiryolları Dergisi	Poor’s US Demiryolları El Kitabı	İlk ticari kredi ajansı 1859 yılında Robert Dun tarafından satın alınmıştır	Jhon Bradstreet Agency	
CRA				
Evre-1 (1909-1943): CRA Endüstrisinin kurulması				
1909	1916	1930	1933	1941
John Moody’s agency	Poor şirketin derecendirme işine girmesi, John knowles Fitch’in Fitch Rating’i kurması	İlk kez kredi derecelendirmenin kullanılması	Dun & Bradstreet (D&B) birleşmesi	Poor şiketi ile Standart Statistics şirketinin birleşmesi
Evre-2 (1944-1969): Ekonomik durgunluk ve derecelendirme için düşük talep dönemi				
1962				
Moody’s Investor Services D&B bünyesine katması				
Evre-3 (1970-2001): Büyük ekonomik şok dönemi: CRA’ların hizmeti için talebin artması				

1970	1975	1995	2000
Penn Central borcunu ödeyememe durumunu ticari sayfasına eklemesi. Sonuç olarak ihraççı modellerin tanıtılması.	SEC nationally recognized statistical rating organizations (NRSRO) listesini oluşturması.	Fitch Ratings, Fimalac S.A'nın bir parçası oldu.	Fitch Ratings Duff & Phelps Kredi Derecelendirme A.Ş.'yi satın aldı.
Evre 4 (2002-Günümüz): Finansal yeniliklerin hızlı gelişimi. CRA'ların ABD dışında genişlemesi			

Kaynak: (M.Langohr, H. and T. Langohr, P. 2008: 376) “The Rating Agencies and their Credit Ratings What They Are, How They Work and Why They Are Relevant”

1900 yılında John Moody kamu kurumları, finans kurumları ve üretim yapan şirketlerle ilgili bilgi ve istatistiklerin yer aldığı “Moody’s Manual of Industrial and Corporation Securities” isimli kitapçığı yayımlamıştır (TCMB, 2010: 3).

1900 yılında kurucusu John Moody olan, “John Moody & Company” adlı yeni firma finans piyasasına adım atmıştır (Akçayır, 2013: 19).

1.3.2. 1909-1930 Kredi Kerecelendirme Kuruluşlarının Endüstrisinin Başlaması

KDK’lar ticari alanda güvenli derecelendirme işlemlerini, deneyimlerini 20. yy’da yansıtmaya başlamıştır (Harold, 1938: 11). İlk derecelendirme işlemi raporu Moody’s tarafından 1909’da yayımlanmış. İlk kuruluşlardan biri olan Mercantile Agency ile karşılaştırıldığında, Moody’s’in her derecelendirme verileri, raporları ve derecelendirme sembolü daha karmaşık ve daha sentezdir. İkinci olarak finansal veriler yayınlayarak iş hayatına giren Poor’s şirkettir (Derbellay, 2013: 15).

1913 yılında ise “Fitch Publishing Company” ismiyle John Knowles Fitch tarafından bir başka kredi derecelendirme kuruluşu kurulmuş, New York borsasına ilişkin finansal veriler yayınlamıştır. 1924’te Fitch Publishing Company finansal kıymetlerin analizi için yoğun talepten dolayı günümüzde üç büyük KDK’nın kullandığı "AAA" - "D" notlandırma ölçeğini oluşturmuş, bu ölçek piyasaya ilk Fitch tarafından sunulmuştur (Becker ve Milbourn, 2009: 4).

1880’de Merchant Agent olarak bilinen şirketin verilerinin takipçisi olan tekstil işletmeleri, toptancılar, acente ve sigorta şirketlerinin sayısı sadece 7.000 dolayındayken 1990’da bu sayı 40.000’e yükseldi. Merchant Agent 1933’de, müşterilerine mali koşulları hakkında bilgi sağlayan avukat John Bradstreet tarafından kurulan ve ilk kez ticari derecelendirme kitabı yayımlayan Bradstreet firmasıyla birleşerek Dun & Bradstreet adını aldı daha sonra söz konusu şirket 1962 yılında Moody's Investors Service tarafından devralındı (Sylla, 2001).

Bugün bile hala varlığını devam ettiren 20. Yüzyılda üç büyükler olarak da bilinen 3 kredi derecelendirme kuruluşu kuruldu. 1900’da John Moody, bugün itibarıyla ilk derecelendirme kuruluşu olan Moody's Investors Service’i kurdu ve 1909’da demiryolu menkul kıymetlerine ilişkin dereceleri yayımladı. Poor's Publishing, 1916’da derecelendirme çalışmalarına başlamış ve 1922’de derecelendirme yapmaya başlamış olan Standard Statistics ile birleşerek Standard and Poor's adını almıştır. 1913’te şirket performanslarıyla ilgili analizleri yayınlayan Fitch, 1924’te derecelendirmeye girmiştir. Sektörde Fitch Publishing Company adıyla kurulmuş ve 1997 yılında IBCA ile birleşmiştir (Orhan ve Alpay, 2012: 115-136).

1962 yılında Moody’s “Dun & Bradstreet” firmasını da bünyesine kattıktan sonra 1970’lerde firma derecelendirmeleri arasına özel sektör tahvilleri ve banka mevduatlarını da eklemiştir. 1909-1970 yılları arasında şirket raporlarını yatırımcılara satarak gelir elde ederken 1970’ten sonra hem yatırımcıdan hem derecelendirilen kurumlardan ücret almaya başlanmıştır. Günümüz koşullarında KDK’ların gelirlerinin yaklaşık hepsi bu ücretlerden elde edilmektedir ve genellikle derecelendirmenin ücreti ihraççı tarafından karşılanır. Bu da derecelendirme için KDK’lara ödeme yapanların kendi istekleri doğrultusunda hareket ettirme olanağını sunma gibi olumsuz bir durum doğurmuştur (Sylla, 2002: 35).

Savaş sonrası huzur ve refahın olduğu 1960’lı yıllarda KDK nispeten daha önemsiz hale gelmiştir. 1970’lerde KDK’lar tekrar gelişme imkânı bulmuş, finansal küreselleşmenin yeni bir alanı ortaya çıkmaya başlamıştır. 1973 yılındaki petrol krizinin etkisiyle SEC 1975 yılında ana yatırım bankaları ve diğer menkul kıymet firmalarının minimum sermaye gerekliliklerini düzenleyen bazı kararlar aldı ayrıca sermaye yeterliliklerini belirlemek için tahvillere verilen kredi notlarının gösterge olarak

kullanılmasına karar verdi. Sermaye akımlarının liberalleşmesi sonucu devletten bağımsız tahvil çıkaran pek çok özel şirket ortaya çıktı. KDK önemi arttıkça sahte derecelendirme kuruluşları ortaya çıktı ve gerçeği yansıtmayan değerlendirmeler yaptılar. Bu durum potansiyel tehlike oluşturdu. SEC acil önlem olarak “Ulusal Olarak Tanımlanmış kredi derecelendirme Kuruluşları” (NRSRO) adı altında yalnızca S&P, Moody’s ve Fitch’in dahil edildiği yeni bir kategori oluşturdu ve bu kuruluşların değerlendirmelerini geçerli kabul etti (Monaghan, 2012:11; White, 2010: 214; Tekin, 2016: 185). Günümüzde, üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu dışında derecelendirme işlemi yapan yaklaşık 150 KDK vardır. Bunların önemli olan bazılarının kuruluşları Tablo 2’de verilmiştir (Cantor and Packer, 1994). Ayrıca 1970’li yıllardan sonraki gelişmeler ikinci bölümde ele alınmıştır.

Tablo 2: KDK’lar İçin Bazı İstatistikler

İlk yayın	CRA	SEC	Analiz	Sahibi	Derecelendirme alanı
1909	Moody's	1975	1200+	Dun and Bradstreet	Tüm
1922	Fitch	1975	1000+	Independent	Tüm
1923	S&P	1975	1400+	McGraw-Hill	Tüm
1972	CBRS	NA	26	Independent	Tüm(Kanada)
1974	Thom	1991	40	Thomson Company	Finansal kurumlar
1975	JBRI	NA	91	Japan Economic Journal	Tüm(Japonya)
1975	MCM	1983	NA	Duff&Phelps	ABD(Tüm)
1977	DBRS	NA	118	Independent	Tüm(Kanada)
1978	IBCA	1990	50	Independent	Finansal kurumlar
1980	Duff	1982	160	Duff and Phelps Corp	Tüm
1985	JCRA	NA	61	Financial Ins	Tüm(Japonya)
1985	NIS	NA	70	Financial Ins	Tüm(Japonya)

Kaynak: (Cantor and Packer, 1994.) “Determinants And Impact of Sovereign Credit Ratings”

İKİNCİ BÖLÜM

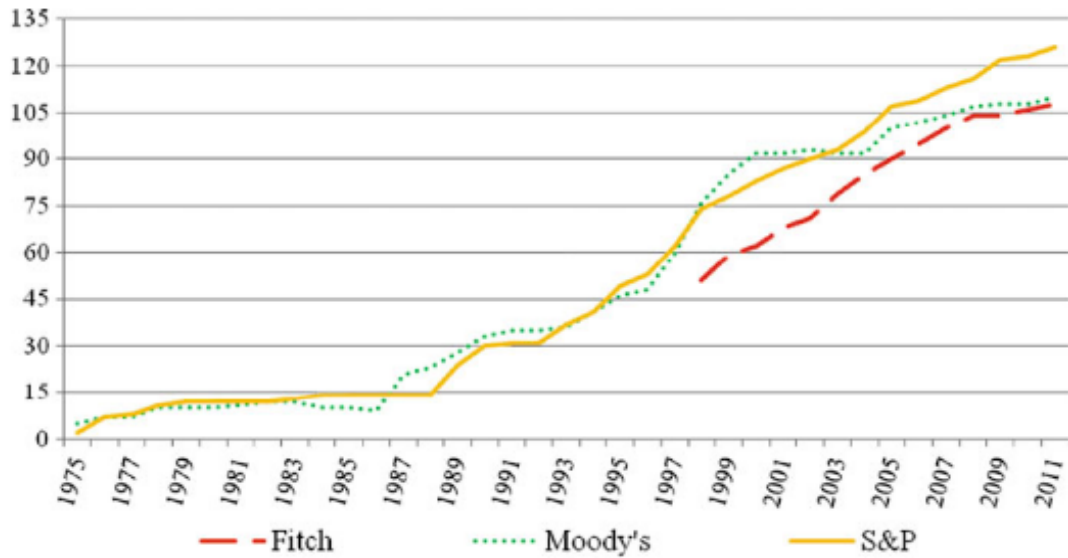
KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI VE ÜÇ BÜYÜKLER

Dünya finans piyasalarında çok sayıda KDK olmasına rağmen bunlardan çok azı tüm dünyada kabul görmüş, derecelendirme işlemleri dikkate alınmıştır.

BIS'e (Bank for International Settlements) göre, dünya çapında 130-150 kredi derecelendirme kuruluşu bulunmaktadır. Bu derecelendirme kuruluşlarının birçoğu daha çok küçük sektör veya coğrafyaya dayalı bölgesel bir pazara odaklanmaktadır. Düzenlemeler için hükümetler tarafından sadece birkaçı resmen tanınmaktadır. Borç alan ülkeleri değerlendiren en önemli üç derecelendirme kuruluşu Standard & Poor's, Moody's ve Fitch Ratings'dir (Setty and Dodd, 2003: 2).

Dünyanın önde gelen KDK'ları ABD merkezli Moody's Investor Service (1909), Fitch Investor Service (1922), Standart and Poor's Corporation (1923), Thomson Bank Watch (1974), Duff and Phelps Credit Rating (1980), Japonya'da kurulmuş olan Japanese Bond Rating Institute (1975), Nippon Investor Service (1985), İngiltere merkezli IBCA (1978), Kanada'da kurulan Canadian Bond Rating Service (1972), Dominion Bond Rating Service (1977) dünya finans piyasalarında faaliyetleri dikkatle izlenen başlıca derecelendirme kuruluşlarıdır (Çalışkan, 2002: 59).

Şekil 1: Üç büyük KDK'nın Yıllara Göre Değişimi



Kaynak: (Gaillard, 2011: 10.) “Fitch, Moody's and S&P Sovereign Ratings and EMBI Global Spreads: Lessons from 1993–2007. In A Century of Sovereign Ratings”

Piyasanın büyük çoğunlunu elinde bulunduran üç büyükler: Moody's, Standart and poor's ve Fitch derecelendirme işlemlerinde piyasada büyük karı kapmaktadırlar. Fitch 1990'ların ortasında 40 ülkenin derecelendirme işlemini yapan sırasıyla 1997 IBCA ve 2000 de Duff and Phelps satın alarak şekil 1'de görüldüğü gibi piyasa payını daha da arttırdı (Gaillard, 2011: 10).

2.1. Moody's

Dünyada iki büyük süper güç vardır: Birisi Amerika Birleşik Devletleridir, diğeri "Moody"s Bond Rating Service"dir. ABD bomba atarak sizi mahvedebilir, Moody"s ise, tahvillerinizin derecelerini düşürerek sizi mahvedebilir. İnanın, hangisinin daha güçlü olabileceği net değildir"

THOMAS L. FRIEDMAN, New York Times, 1995

Moody's, 1909 yılında piyasalara derecelendirme getiren en eski kredi derecelendirme kuruluşudur. Bugün, kredi derecelendirme, araştırma ve kredi risk analizi için dünyanın en çok kullanılan kaynaklarından biridir. 2000'den 2008'e kadar Moody's, ipotekle ilgili menkul kıymetlerin yaklaşık 45.000'ini "Aaa" olarak derecelendirmiştir. Bu durum 2010 yılını başında ABD'de altı özel sektörün yaptığıyla kıyaslandığında çok iyi bir rakam (Hemraj, 2015: 31).

Günümüz itibarıyla Moody's, finansal piyasalar da kredi derecelendirme, araştırma, araçlar ve analizler sağlamakla birlikte piyasaların şeffaflığı ve entegrasi için derecelendirme yapan küresel sermaye piyasalarının bir parçasıdır. Moody's kurumu kredi derecelendirme borçlanma araçları ve güvenliğini kapsayan araştırmaları yapan Moody's Investors Service, finansal risk yönetimi, kredi ve ekonomik analiz için önde gelen yazılım, danışmanlık ve araştırmalar sunan Moody's Analytics ana kurumlarından oluşmaktadır. Kurum, 2015 yılı itibarıyla 36 ülkede varlığını sürdürmekte, yaklaşık 10.900 kişiye istihdam sağlamakta olup yıllık geliri 3.5 milyar dolar dolayındadır.

2.1.1. Moody's Investors Service

Moody's Investors Service, kredi derecelendirme, araştırma ve risk analizi yapan bir kuruluştur. Firma, piyasaların daha şeffaf ve entegre olması için çaba sarf etmektedir. Firmanın derecelendirme ve analizi, 120'den fazla ülkenin borcu, yaklaşık

11.000 kurumsal ihracı, 21.000 kamu finansmanı ihracı ve 72.000 yapılandırılmış finans yükümlülüğünü kapsamaktadır.

2.1.2. Moody's Analytics

Moody's Analytics, sermaye piyasaları ve risk yönetimi uzmanlarının dünya çapında gelişen bir pazara güven duymalarına yardımcı olmakta. Şirket kredi analizi, ekonomik araştırma ve finansal risk yönetimi alanında riskin ölçülmesi ve yönetilmesi konusunda işlem yapmaktadır. Moody's Investors Service'in mülkiyet analizi de dahil olmak üzere önde gelen yazılım hizmetleri, danışmanlık hizmetleri ve araştırmaları Moody's Analytics tarafından sunulmaktadır (Moody's, 2016).

Tablo 3: Moody's Şirketinin Ülke Kredi Notları ve Notların Anlamları

Verilen Not	Notun Anlamı
Aaa	Riskin en az olduğu düzeydir. Finansal görevlerin yerine getirilmesi için tüm şartlar uygundur.
Aa1	En az seviyede olmasa da riskin az olduğu düzeydir. Olumlu gelişmeler sürece yansımaktadır.
Aa2	Bu not sürecin durağan bir şekilde ilerlediği anlamını taşımaktadır.
Aa3	Eğilimin pozitif olduğu ve yatırım yapılmasında sakınca olmadığı anlamına gelir.
Baa1	Bu düzey yatırımın yapılabilir düzeyde olup olmadığının belirlendiği düzeydir. Eğilim pozitiftir.
Baa2	Bu düzey, eğilimin durağan olduğu düzey olarak gösterilmektedir.
Baa3	Spekülatif olarak kabul edilen ve eğilimin negatif yönde olduğu düzeydir.
B1	Eğilim pozitif olsa da kayda değer risklerin bulunduğu not olarak kabul edilir
Ba2	Yatırım için durağan nitelikteki bir süreci ifade eder. Negatif ya da pozitif eğilim yoktur.
Ba3	Spekülatif olarak kabul edilen ve eğilimin negatif yönde olduğu düzeydir.
B1	Eğilim pozitif yönde olsa da yüksek oranda spekülatif olan bir düzeydir.
B2	Risk ifade ediyor olsa da negatif ya da pozitif bir eğilimin olmadığı düzeydir.
B3	Spekülatif niteliği taşıyan ve eğilimin negatif olduğu bir düzeydir.
Caa Ca C	Risk seviyesinin en yüksek olduğu ve yapının kırılgan olduğu düzeydir. Yatırım yapılamaz anlamı taşır.

Kaynak: (Hasbi, 2012: 32) “Kredi Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Yapılan Not Değerlendirmelerinin Ülke Ekonomileri Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği”

Kredi notu belirleme işleminin Moody's tarafından derecelendirme yapıldıktan sonra basın yoluyla açıklandığı bilinmektedir. Moody's diğer iki derecelendirme kuruluşundan farklı bir not sistemi ile derecelendirmelerini yapar. Yukarıda Tablo 3'de Moody's'in derecelendirme sistemi gösterilmiştir (Hasbi, 2012: 28).

Moody's ülkeler bazında kredi notu vermesinin yanında bankalar için de derecelendirme işlemleri yapar. Moody's'in işlemleri gerçekçi ve objektif veriler içermelidir. Moody's derecelendirme şirketinin yüzden fazla ülkede işlem yapıyor olması finans piyasasında varlıklarını sürdüren kişi ve kurumlar tarafından dünya üzerinde en etkin ve en büyük KDK olarak görülmesinde etkili olmuştur (Halıcı, 2005: 79).

2.2. Standart and Poor's

Amerika Birleşik Devletleri'nin en büyük iki derecelendirme kuruluşundan biri olan S&P, finansal kurumların piyasadaki değerlerini belirlemeye yardımcı olmakta ve onlara bağımsız görüş, analiz ve bilgi sağlamaktadır. Ülkesinde ve 21 farklı ülkede 40 ofisi ve iştiraki bulunan S&P, yatırım ve finansal analiz konusunda deneyimli, kendi ülkesinde 1200, diğer ülkelerde 5.000'den fazla analistçi çalıştırmaktadır (Toraman ve Yürük, 2014: 132).

Daha önceden de açıklandığı gibi S&P'nin tarihi, Henry Varnum Poor'un Birleşik Devletler Demiryolları ve Kanalları Tarihi'ni yayımladığı 1860'a kadar dayanmaktadır. Finansal bilgi endüstrisinde yatırımcının hakkını vurgulayan ilk şirkettir. Yayıncı şirketler ve mali bilgi sağlayıcıları arasında sinerji geleneğini sağlayan S&P 1966'da New York merkezli bir şirket olan McGraw-Hill Companies tarafından satın alındı. 2004 yılında McGraw-Hill Grubunun toplam gelirinin % 39'una ve işletme kârının %65'ini S&P Financial Services sağlamıştır. 1941'de S&P'nin doğumundan 1970'lerin başlarına kadar işler nispeten istikrarlı bir süreç geçirmiştir. Ancak pazar temelli fonlama, 1960'ların sonları ve 1970'lerin başında daha yaygın hale geldiğinde, derecelendirme talebi hızla büyümeye başladı. 1970'lerin başında, spekülasyon yada önemsiz tahvilleri sayısındaki büyümenin arttığı görülmüş ve bu da derecelendirmeye olan ihtiyacın artmasına neden olmuştur. 1974 yılında S&P, AA'dan B'ye her genel kategoriye '+' (artı) ve '-' (eksi) ekleyerek derecelendirme tayinini yaparak bir derecelendirme işleminin kategorisinin üst sınırda mı yoksa alt sıraya mı geldiğini

belirtti. Böylece derecelendirme not verme işlemi 10 noktadan 22 noktaya taşındı. S&P yatırımcı aboneliklerinin şirketin sadece talep açısından değil aynı zamanda daha da karmaşık analiz gereklilikleri açısından karşılaşılan maliyetleri karşılayamayacağından, ihraççıyı derecelendirmelerine almaya karar vermenin önemli bir adımını attı. SEC KDK'lar için düzenleyici bir adım olarak 1976'da Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO) statüsünü uygulamaya koymuştur. S&P, Moody's ve Fitch ile birlikte bu atamayı alan ilk derecelendirme kuruluşlarından biri olmuştur.

Derecelendirme evrenindeki büyüme sadece ürünler açısından değil aynı zamanda yeni pazarlar açısından da önemlidir. Şirket ilk dış temsilciliğini, 1984 yılında Londra'da, ikincisini 1985 yılında Japonya'da açtı. Avrupa kıtasında genişlemeyle birlikte 1990'da S&P Fransız kredi derecelendirme şirketi Agence France d'Evaluation Financiere (ADEF) % 50 oranında aldığını ilan etmiştir. Bu ilk adım, S&P'ye Fransa ve Avrupa'daki Moody's'e göre daha avantajlı bir konum sağladı ve daha sonra S&P 1996'da ADEF'in tamamını satın aldı. S&P'nin başkanı Leo O'Neill, ADEF'in satın almanın iki amacı olduğunu: İlk olarak, Fransa faaliyetlerinin S&P'nin uluslararası ağına entegrasyonunu tamamlamak ve ikincisi de Paris merkezli Fransa, Belçika, İtalya ve Lüksemburg'u kapsayan bölgede merkez operasyonlarını geliştirmek olduğunu belirtmiştir.

S&P'nin diğer yurtdışı girişimleri olarak 1996 yılında Avustralya derecelendirme kuruluşlarını satın alması ve 2000 yılında Kanada'nın en büyük tahvil derecelendirme kuruluşu olan Kanada Tahvil Puanlama Hizmeti (CBRS) ile birleşmesi yer almıştır. Fransa'daki ADEF'in satın alınması gibi Kanada'daki birleşmede de, S&P'nin yeni bir pazarda büyümesine ve CBRS'nin yurtdışındaki alanını genişletmesine yardımcı olmak için tasarlandı. S&P 2005 yılında Hint derecelendirme kuruluşu CRISIL'in (1996 yılında başlayan ilişkiyi) önemli bir hissedarı haline gelerek Asya Pasifik'teki konumunu daha da güçlendirdi. S&P'nin Londra ofisinin açılmasından yirmi yıl sonra 21 ülkede ve pazarda; Stockholm'den Moskova'ya, Mexico City'den Sydney'e kadar açıldı. S&P hem yatırımcılar tarafından hem ABD hem de Avrupa pazarlarında kabul görmüş oldu. ABD borç pazarının 2005 yılında nominal döviz cinsi hacminin %94'ünü, hem ABD hem de Avrupa için yapılandırılmış finans kategorileri ve şirketleri dahil olmak üzere Avrupa borç pazarının nominal dolar hacminin %85'ini

derecelendirmesinin yanında ayrıca ABD'deki belediyeleri de derecelendirmiştir (Langohr ve Langohr, 2008: 390-391-392).

Uluslararası alanda derecelendirme yapan diğer büyük kredi derecelendirme kuruluşların gibi bu kuruluş kararları da, kurumsal kredi derecelendirmelerinde olduğu gibi bir derecelendirme komitesi tarafından yapılır. Derecelendirmelerin niteliği, çeşitli niceliksel göstergelere eklenen çeşitli niteliksel faktörlerin kullanılmasını gerektirir. Aşağıdaki tabloda S&P tarafından listelenen değişkenlerin bir derecelendirmenin belirleyici faktörleri olduğunu göstermektedir. Kredi derecelendirme notları genel olarak makroekonomik temellerle tutarlıdır, Kullanılan kriterlerin çokluğundan ötürü, ülke kredi notlarındaki değişimin %90'ının altında açıklanabileceği belirlenmiştir. Bu faktörler şunlardır:

- Kişi başına GSYİH, satın alma gücü temelinde
- Reel GSYİH büyümesi
- Enflasyon oranı
- Dış borç, ihracat gelirlerine göre
- Ekonomik kalkınma seviyesi
- Borç yükümlülüklerini yerine getirebilme geçmişi

Ülke kredi notları belirleme esnasında Standard and Poor's aşağıda tabloda verilen belirleyicileri esas almaktadır.

Tablo 4: S&P'de Ülke Notlarının Belirleyicileri

1. Politk risk ✓ Siyasi kurumların istikrarı ve meşruiyeti ✓ Siyasi süreçlere halkın katılımı ✓ Liderlik başarısının düzenliliği ✓ Ekonomik politika kararlarında ve amaçlarında şeffaflık ✓ Kamu güvenliği ✓ Jeopolitik risk
2. Ekonomik yapı ve Gelir ✓ Refah, çeşitlilik ve ekonominin pazara odaklı derecesi ✓ Gelir farkları ✓ Aracı fonların finansal sektörde etkinliği; Kredi kullanılabilirliği ✓ Mali olmayan özel sektörün rekabet edebilirliği ve kârlılığı ✓ Kamu sektörünün etkinliği ✓ Korumacılık ve diğer piyasa dışı etkiler ✓ İş esnekliği
3. Ekonomik büyüme beklentisi ✓ Tasarruf ve yatırımın boyutu ve bileşimi ✓ Ekonomik büyümenin oranı ve şekli
4. Mali esneklik ✓ Genel olarak hükümetin gelir, harcama ve artı yönlü eğilimleri ✓ Geliri artıran esneklik ve etkinlik ✓ Harcamaların etkililiği ve baskısı ✓ Raporlamada zamanlama, kapsama alanı ve şeffaflık ✓ Emeklilik yükümlülükleri
5. Genel devlet borç yükü ✓ Genel devlet brüt ve net (varlıkların) borcun, GSYİH'ya oranı ✓ Faiz ayrılmış gelirin payı ✓ Para birimi yapı ve vade dağılımı ✓ Yerel sermaye piyasalarının derinliği ve genişliği

6.Yabancı ülkeden ve şarta bağlı yükümlülükler
✓ Mali olmayan kamu kesimi işletmelerinin büyüklüğü ve sağlığı ✓ Finansal sektörün sağlamlılığı
7. Parasal esneklik
✓ Ekonomik döngülerde fiyat davranışı ✓ Para ve kredi genişlemesi ✓ Döviz kuru rejimi ile parasal hedeflerin uyumluluğu ✓ Merkez bankası bağımsızlığı gibi kurumsal faktörler
8.Dış likidite
✓ Faiz ve para politikalarının dış hesaplara etkisi ✓ Cari hesabın yapısı ✓ Sermaye akışlarının görünümü ✓ Yedek yeterlilik
9. Kamu sektörü dış borç yükü
✓ Cari hesap makbuzlarının yüzdesi olarak yapısal borcu da içeren brüt ve net kamu kesimi dış borcu ✓ Vade dağılımı, para birimi görünümü ve faiz oranındaki değişimlere duyarlılık ✓ İmtiyazlı fonlara erişim ✓ Borç hizmeti yükü
10. Özel sektör dış borç yükü
✓ Cari hesap makbuzlarının yüzdesi olarak, brüt ve net finansal sektör veya mevduat ve yapılandırılmış borç da dahil olmak üzere dış borç ✓ Cari hesap makbuzlarının yüzdesi olarak yapılandırılmış borç da dahil olmak üzere brüt ve net finansal olmayan özel sektör dış borcu ✓ İmtiyazlı fonlara erişim ✓ Vade dağılımı, para birimi görünümünde ve faiz oranındaki değişimlere duyarlılık

Kaynak: (Langohr, M.H. and Langohr, P.T. 2008: 287-288-289) “The Rating Agencies and their Credit Ratings What They Are, How They Work and Why They Are Relevant”

Standart and Poor's derecelendirme şirketinin kullandığı notlar ve anlamları yatırım yapılabilirliği aşağıda verildiği şekildedir.

Tablo 5: Standard and Poor's Ülke Notları ve Tanımı

AAA	AAA olarak derecelendirilen bir yükümlülük, Standard and Poor's tarafından en yüksek derecelendirmeye sahiptir. Yükümlülüğüyle ilgili finansal taahhüdünü yerine getirme kapasitesi son derece güçlüdür.	Yatırım yapılabilir
AA+ AA AA-	AA olarak derecelenen bir yükümlülük, en yüksek derecelendirilmiş yükümlülüklerden yalnızca küçük bir farkla ayrılır. Yüklenicinin yükümlülüğe olan mali taahhüdünü yerine getirme kapasitesi çok güçlüdür.	Yatırım yapılabilir
A+ A A-	A olarak derecelendirilen bir yükümlülük, yüksek derecelendirilmiş kategorilerdeki yükümlülüklerden şartlar ve ekonomik koşullardaki değişimlerin daha olumsuz etkilerine karşı daha hassastır. Bununla birlikte, yükümlülük ilgili mali taahhüdünü yerine getirilme kapasitesi hala güçlüdür.	Yatırım yapılabilir
BBB+ BBB BBB-	BBB olarak derecelendirilen bir yükümlülük, yeterli koruma parametrelerini sergilemektedir. Bununla birlikte, olumsuz ekonomik koşullar veya değişen koşulların, yükümlülünün yükümlülüğüne olan finansal taahhüdünü yerine getirme kapasitesinin zayıflaması daha olasıdır.	Yatırım yapılabilir
BB+ BB BB-	BB olarak derecelendirilen bir yükümlülük, diğer spekülative konulardan daha fazla ödemeye açık değildir. Yüklenicinin yükümlülük üzerindeki finansal taahhüdünü yerine getirmede yetersiz kalmasına yol açabilecek başlıca belirsizlikler veya olumsuz iş, mali veya ekonomik koşullara maruz kalmaktadır.	spekülative
B+ B B-	B olarak derecelenen bir yükümlülük, BB olarak belirtilen yükümlülüklerden daha fazla ödeme yapılmasına karşı daha savunmasız ancak yükümlü mevcut yükümlülük üzerindeki mali taahhüdünü yerine getirme kapasitesine sahiptir. Olumsuz iş, finansal veya ekonomik koşullar, yükümlülünün yükümlülüğüyle ilgili finansal taahhüdünü yerine getirme kapasitesini veya istekliliğini muhtemelen zayıflatacaktır.	spekülative
CCC+ CCC CCC-	CCC olarak derecelendirilmiş bir yükümlülük hali hazırda ödememeye açıktır ve yükümlülünün yükümlülüğüyle ilgili finansal taahhüdünü yerine getirmek için olumlu iş, mali ve ekonomik koşullara bağlıdır. Olumsuz ticari, finansal veya ekonomik koşullar olması durumunda, borçlu yükümlülüğe olan finansal taahhüdünü yerine getirme kapasitesine sahip olmayacaktır.	spekülative
CC	CC'ye göre ödenecek bir yükümlülük son derece riskli ve geri ödememe olasılığı çok yüksektir.	spekülative
C	C olarak derecelendirilen bir sermaye benzeri borç veya tercih edilen hisse senedi yükümlülüğü ödeme durumuna karşı oldukça savunmasızdır. C derecesi, bir iflas dilekçesinin açıldığı veya benzer bir işlem yapıldığı, ancak bu yükümlülüğe yapılan ödemelerin devam ettiği bir durumu kapsamak için kullanılmaktadır.	
D	Standard and Poor's'in D derecelendirme kategorisine ilişkin bir yükümlülüğü ödemememe söz konusu olduğunda veya böyle bir ödemenin kullanım süresi boyunca yapılacağına inanmadığı geçerli olan ödemenin kullanım süresi dolduğu hallerde yapılmadığında kullanılır.	

Kaynak: (Sinclair, 2005: 39) "The New Master of Capital: American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness"

2.3. Fitch Rating

Üçüncü büyük derecelendirme kuruluşu olan Fitch Ratings, 75'in üzerinde ülkede derecelendirme ve araştırma yapmaktadır (Setty ve Dodd, 2003: 5). 1932 yılında

kurulan Duff and Phelps, 1989 yılında kurulan IBCA ile birlikte Nisan 2000 yılında birleşen Fitch, Bank Watch Birliğini Thompson şirketinden satın almıştır. Fitch IBCA ismini, 2002 yılında Fitch Ratings olarak değiştirmiştir (Karagöl ve Mihçioğur, 2012: 12).

Fitch Ratings, günümüzde ise yaklaşık 6.000 finans kurumunda (3.500'den fazla banka ve 1.400 sigorta şirketi dahil olmak üzere) işlemini sürdürmektedir. Finansman ve finansal kiralama şirketleri, aracı danışmanları, varlık yöneticileri, fonlar ve tahviller de dahil olmak üzere mali kurum derecelendirme ve analiz işlemlerini yapmaktadır. (Hemraj, 2015: 30).

Fitch Ratings diğer kuruluşlara benzer şekilde, geniş bir borç güvenliği araştırma yelpazesini sahip bunlar; şirketler, finansal kuruluşlar, belediye yönetimi, sigorta tarafından sağlanan menkul kıymetler, şirketler ve borç almak isteyen devletleri de kapsamaktadır. Ayrıca 1997'de Fitch Ratings tamamen Fimalac tarafından satın alınmış, Fimalac, ABD'de bir derecelendirme ajansı olan Duff & Phelps'i de satın alarak 2000 yılında derecelendirme pazarı penetrasyonuna katkıda bulunmuştur. Fitch Orta Avrupa'da ofis açarak ve Asya derecelendirme kuruluşlarında ortak girişimler ve hisse senetleri ile açılımını genişletmiştir. Fimalac 2001'de 1.4 milyar euro kazanmış ve Fitch Ratings, satışların % 25'ini yani yaklaşık 350 milyon euro gelir sağlamıştır (Setty ve Dodd, 2003: 5).

Tablo 6: Fitch'in Ülke Notları ve Tanımları

AAA	Olağanüstü güçlü: 'AAA' notu kredi riskinin en düşük beklentisini gösterir. Bu not yalnızca finansal taahhüdün zamanlı ödemesi için istisnai çok yüksek kapasite durumunda uygulanır. Bu kapasitenin öngörülebilir olaylarla ters şekilde etkilenmesi yüksek derecede muhtemel değildir.
AA	Çok güçlü: 'AA' notu çok düşük kredi riski beklentisini gösterir. Finansal taahhütlerin zamanlı ödemeleri için yüksek kapasiteyi gösterir. Bu kapasite öngörülebilir olaylara büyük ölçüde açık değildir
A	Güçlü: 'A' derecelendirmeleri, ödemelerin durdurulması veya kesilmesinin düşük olduğunu ifade eder. A notu poliçe sahibinin sözleşme yükümlülüklerini zamanında karşılamak için güçlü bir kapasiteye sahip olduğunu işaret etmektedir. Bununla birlikte, bu kapasite, daha yüksek derecelendirmelerde olduğu gibi ekonomik koşullardaki değişikliklere karşı daha savunmasız olabilir.
BBB	İyi: 'BBB' notu şimdiki durumda düşük kredi riski beklentisi olduğunu gösterir. Finansal taahhütlerin zamanında ödenmesi kapasitesi yeterlidir. Fakat şartlardaki ya da ekonomik koşullardaki ters değişimin bu

	kapasiteye zarar vermesi daha muhtemeldir. Bu, en düşük 'güvenli' derecelendirme kategorisidir.
BB	Orta derecede zayıf: 'BB' derecelendirmeleri, özellikle zaman içinde olumsuz ekonomik veya piyasa değişiklikleri sonucunda ödemelerin durdurulması veya kesilmesi ihtimalinin bulunduğunu göstermektedir. Bununla birlikte, sözleşme yükümlülüklerinin zamanında yerine getirilebilmesi için işletme veya finansal alternatifler mevcut olması gerekir. Bu ve alt kategorilerdeki dereceler "savunmasız" kabul edilir.
B	Zayıf: 'B' notu önemli kredi riskinin mevcut olduğunu fakat sınırlı bir emniyet marjının kaldığını gösterir. Finansal taahhütler halihazırda karşılanmaktadır fakat devam edecek ödeme kapasitesi sürdürülebilirliği iş ve ekonomik çevreye bağlıdır.
CCC CC C	Çok zayıf: 'CCC' ¹ derecelendirmeleri yüksek ödememe riskine sahiptir. Ödememe gerçek bir olasılıktır. Finansal taahhütleri karşılama kapasitesi sadece devam edebilir; iş ve ekonomik gelişmeye dayanır. CC notu bir çeşit borcunu ödememe olasılığı olduğunu gösterir. C çok yakın bir ödememeye işaret eder.

Kaynak: (Langoir, M.H and P.T 2008: 298) "The Rating Agencies and their Credit Ratings What They Are, How They Work and Why They Are Relevant"

¹ Derecelendirme kategorisinde bir kredinin görel konumunu belirtmek için derecelendirmeye "+" veya "-" eklenebilir. Bu eklemeler, 'AAA' kategorisindeki derecelendirmelere veya 'CCC' kategorisinin altındaki derecelendirmelere eklenmez.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ SAĞLADIĞI FAYDALAR OLUŞTURDUKLARI RİSKLER VE ELEŞTİREL BİR BAKIŞ

Zihinsel olarak yetkin olan tüm bireyler, derecelendirilme, tartma, değerlendirilme gibi neredeyse sürekli bir seyirle meşguldürler. Gıdaların, giyim eşyalarının ve faaliyetin seçimi esas olarak kararların bir sonucu olarak yapılır... Bireyin dikkatini çeken tüm uyaranlar bilinçli veya bilinçsiz olarak iyi, kötü veya ilgisiz olarak değerlendirilirler. Beğenin temel niteliği budur.

GILBERT HAROLD, *Bond Ratings as an Investment Guide*, 1938

3.1. Kredi Güvenilirliğini Değerlendirme veya Derecelendirme

Son zamanlarda KDK'lar için temel göstergeler; varsayılan risk, faiz oranı, büyüme oranı, borç stoku ve borç-GSYİH arasındaki orandır. Derecelendirme kuruluşları ekonominin sosyal, politik ve dışsal özelliklerinin bu değişkenleri nasıl etkilediğini incelemektedir. Bu özellikler mali sürdürülebilirlik ve dolayısıyla bir devletin kredi itibarının zaman içinde nasıl değiştiğine ilişkin ek bilgiler sağlar. Schroeder'e (2013) göre kredi derecelendirme ile ilgili bazı kavramlar aşağıdaki gibi tanımlanabilir;

Derecelendirme süreci, tüm şirketler derecelendirme sürecini, halka açık bilgilerin toplanması, yatırımcı temsilcilerinin ek bilgi için görüşmelerinin alınması (derecelendirme egemen tarafından başlatıldığında) ve derecelendirme ekibinin bilgi ve uzmanlığından yararlanarak bilgileri bir araya getirmek için çalışma yapmaktadır. Bilgiler, kamu maliyesi, dış pozisyon, ekonomi, sağlık ve yönetim ile ilgilidir. Bu alanlardaki bilgiler çoğunlukla göstergelerin çizildiği alanlara ilişkin anlayışlarını derinleştirecek; uzmanların açıklamaları, analizleri ve takviye edilen veri serileri veya göstergelerle temsil edilmektedir. Göstergeler, bir ülkenin sosyal, politik ve kurumsal özellikleriyle ilişkili olan nüansları, mali sürdürülebilirlikle ilişkili anahtar göstergelerin yorumlanmasını veya düzenleme yapma fırsatı sağlar.

Göstergeler, kurumların egemen riski değerlendirmek için önemli gördükleri "faktörlere" uygun olarak gruplandırılmıştır. Örneğin, Standard and Poor's'ın beş faktörü vardır: Kurumsal ve yönetim etkinliği, güvenlik riski, ekonomik büyüme ve yapı, dış likidite ve uluslararası yatırım pozisyonu, mali performans, esneklik ve parasal esneklik, Moody's'in dört göstergesi vardır: Ekonomik güç, kurumsal güç, mali güç ve duyarlılık gücü, ve Fitch'in dört göstergesi ise: Yapısal özellikler, kamu maliyesi(Kamu borcu ve finansmanı), dış finansman(ödeme dengesi ve dengesizlikleri) ve makro ekonomik performans, beklentileridir.

Tablo 7: Moody's'in Derecelendirme Faktörleri ve Göstergeleri

Ekonomik Güç	Büyüme, Ortalama GSYİH büyümesi, GSYH büyümesinin oynaklığı, Rekabetçi endeks ölçeği, Nominal GSYH, Milli gelir GSYİH/kişi ayarlama faktörleri çeşitlendirme
Endüstriyel güç	Dünya Bankası'nın yasalarına ilişkin Kurumsal etkinlik endeksleri, Yolsuzluk kontrolü, Politika güvenilirliği ve Enflasyon seviyesi için hükümetin etkililiği ve varsayılan kredi geçmişi tarihçesi
Mali güç	Borç yükü, GSYİH'ya ve gelirlere göre Devlet borçları, Borç alınabilirliği, Borç eğilimi, GSYİH'ya ve gelirlere göre Hükümet faiz ödemeleri, Diğer devlet borç/GSYİH, Yabancı para borç/toplam borcu, Kamu finansal varlıkları veya Egemen servet fonları/GSYİH
Duyarlılık gücü	Jeopolitik Siyasi Risk, Devlet likidite riski, Temel ölçüler, piyasadaki tedirginlik, Bankacılık sektörü risk boyutu, fonlama zayıflıkları, Dış risk güvenlik açığı göstergesi, Net uluslararası yatırım pozisyonu/GSYİH (Cari hesap bakiyesi + DYY/GSYİH)

Kaynak: (Schroeder, 2013: 83) "Public Credit Rating Agencies: Increasing Capital Investment and Lending Stability in Volatile Markets"

Bu faktörler, bir ülkenin kredi değerliliğini (veya kredi riski) incelerken bir ön sıralama veya skora göre uygulanabilir veya birleştirilebilir. Bu ön sıralama, genellikle derecelendirmeyi yapan analistlerden oluşan bir komite ve üst düzey yöneticilerden oluşan bir komite arasında tartışılır. Sonuçlar daha sonra kamuoyuna ilan edilmeden önce sonuç hakkında yorum yapma hakkına sahip olan ihraççıya iletilir.

Göstergeler, firma göstergelerinde olduğu gibi, kurumlar tarafından ülke riskini değerlendirmek için kullanılan bilgi setlerine benzerdir, ancak analizleri, bilgilerin nasıl ve ne şekilde gruplandırıldığına göre farklılık gösterir. Genel olarak, ülke kredi itibarı değerlendirirken başlıca dikkate alınan konular ekonomik yapı, mali pozisyon, borç

yükü, kurumsal güç ve hükümetin etkinliği, finansal sisteminin gelişimi, dış konumu ve ekonominin durumudur (Schroeder, 2013: 80-81).

Tablo 8: Standard and Poor's Derecelendirme Faktörleri ve Göstergeleri

Kurumsal ve Yönetişim Etkinliği ve Güvenlik Riski	Kamu maliyesinin sürdürülebilirliği Ekonomik büyümeyi teşvik etmekteki denge Ekonomik ve siyasi şoklara cevap verebilme Verilerin ve kurumların şeffaflığı, istikrarı ve güvenilirliği ile ödeme kültürü Muhtemel jeopolitik risk
Ekonomik Yapı ve Büyüme	Gelir seviyeleri (Ör. GSYİH / kişi) Büyüme modeli ve beklentiler (Ör. GSYİH / kişi başına düşen eğilim) Ekonomik çeşitlilik ve değişkenlik Endüstrinin yoğunlaşması
Dış Likidite ve Uluslararası Yatırım Pozisyonu	Uluslararası işlemlerde egemen bir para biriminin varlığı Ülkenin dış likiditesi (Örneğin, cari hesap girişleri, ofis rezervleri) Dış borçluluk (Ör. Cari hesap makbuzlarına net dış borç) İkamet edenlerin varlık ve yükümlülükleri
Mali Performans ve Esneklik	Yatırım (kaynak) açıklarının sürdürülebilirliği ve borç yükü (Örneğin borç / GSYİH, likit varlıkların boyutu, geliri artırma veya harcamayı azaltma becerisi) Mali esneklik (borç yükü değerlendirmesi, faiz maliyeti) Uzun vadeli mali eğilimler ve zayıf noktalar, Borç yapısı, fon erişimi ve şarta bağlı borçlardan kaynaklanan potansiyel riskler
Parasal Esneklik	Para otoritesinin para politikasını uygulayabilme kabiliyeti ve güvenilirliği İşlemlerde kullanılan baskın para biriminin kontrolü, para tabanı ve para arzı ve iç likidite koşulları Para politikasının etkinliği, enflasyon ile kanıtlandığı üzere (Ör. TÜFE'deki değişim%) Yerli finansal sistemin genişliği ve derinliği

Kaynak: (Schroeder, 2013: 82) "Public Credit Rating Agencies: Increasing Capital Investment and Lending Stability in Volatile Markets"

Tablo 9: Fitch'in Derecelendirme Faktörleri ve Göstergeleri

Yapısal Özellikler ve Siyasi Risk	Olabilecek olağandışı olaylara tepki vermedeki esneklik Uluslararası sermaye akışları ve ticarete açıklık, Kaynakları yeniden tahsisi için mekanizmalar (yasal ve kurumsal) bir araya getirme becerisi, Vergi makbuzlarını ve harcamalarını etkilemek için siyasi kabiliyet, İş ortamı yönetimi, Siyasi Rejim yolsuzluğunun meşruiyeti, Toplumsal ve siyasal gerginliklerin varlığı, Hesap verebilirlik hukukun üstünlüğü, Bankacılık sektörünün gücü (Ör. Bileşik yönetim göstergesi, GSYİH / kişi, dünya GSYİH'ndaki pay, para arzı).
Kamu Maliyesi, Genel Hükümet	Yönetim kalitesi, Borç yükünün seviyesi ve eğilimi (sürdürülebilirlik), Devlet borçlarının durumu (para birimi, vade ve faiz oranı), Vergi gelirlerinin oynalığı, Devlet borç ödeme değerlendirmesi, Net yabancı varlık pozisyonu (Ör. Genel devlet brüt borç, bütçe dengesi, faiz ödemeleri, kamuya açık yabancı para)
Dış Mali Durumlar	Ödemeler dengesi Dış borçlar ve varlıklar Döviz miktarı Ticaret ve finansal akışlar Cari işlem açıklarının boyutu ve finansmanı Yerel para cinsinden borçlanma (Ör. Rezerv para esnekliği, emtia bağımlılığı, net yabancı varlıklar, dış faiz hizmeti, cari işlemler dengesi ve net doğrudan yabancı yatırım).
Makroekonomik Performans, Politikalar ve Beklentiler	Makroekonomik istikrarın dökümü Politika çerçevesinin güvenilirliği Enflasyonun tarihi Tasarruf ve yatırımları engelleyen unsurların varlığı Döviz kuru rejimi ve para politikaları (Ör. Reel GSYİH büyüme volatilitesi, tüketici fiyatları enflasyonu, reel GSYİH büyümesi)

Kaynak: (Schroeder, 2013: 84) “Public Credit Rating Agencies: Increasing Capital Investment and Lending Stability in Volatile Markets”

3.2. Kredi Derecelendirme Kuruluşları Hakkında Hakim Görüşler ve Avantajları

Kredi derecelendirme kuruluşları küreselleşen dünyada, piyasaların serbestleşmesi ile uluslararası sermaye akımlarının yönünü gelişmiş ülkelere çevirmesi sonucu yatırımcılar için hayati bir önem kazanmıştır. Yatırımcı kurum, kuruluş ve ülkeler açısından çok önemli bir işlevi gerçekleştiren kredi derecelendirme kuruluşları aynı zamanda gelişmekte olan piyasaların yetersiz olan sermayelerinin temini için yaptıkları derecelendirmeler çok önemli bir kaynak teşkil etmektedir.

3.2.1. Kredi Derecelendirme Kuruluşları Hakkında Hakim Görüşler

Birçok bilimadamı, kredi derecelendirmelerinin düzenleyici olduğu görüşüne itiraz etmektedir, bunun yerine kredi derecelendirme endüstrisinin rekabetçi ve itibar odaklı olduğunu iddaa etmektedirler. Bu görüşler daha çok kabul görmüş gibi görünmektedir. Ayrıca genel olarak kredi derecelendirme kuruluşları hakkındaki temsilci ifadeleri şunlardır:

- Gerçekte, derecelendirme kuruluşlarının ücretlerini tamamen alabilmesinin tek sebebi, kredi ihtiyacı olan kurum ve kuruluşlar yatırım riskliliğini değerlendirirken değerli olduklarını bulmak için bu derecelerin bütünlüğüne güvenmesindendir.
- Kredi derecelendirme kuruluşları, güvenlik için tek bir kredi notuna büyük miktarda bilgi aktararak sermaye piyasası altyapısını güçlendirir. Bu derecelendirme, ihracçının yükümlülüğünün koşullarını yerine getirebilme kabiliyetine ilişkin nihai kararını yansıtır. Potansiyel yatırımcılar için sıklıkla bu kararlar önemlidir ve büyük maliyetler haricinde başka türlü elde edilemez.
- Birçok pazarda KDK'lar herhangi bir düzenleme müdahalesi olmadan bir sertifika rolü oynarlar, örneğin Standard and Poor's ve Moody's şirket borçlarının kredi riskini belgeleyerek kuruluş hakkında piyasayı bilgilendirmiş olurlar.
- Menkul kıymet analistleri veya kredi derecelendirme kuruluşları gibi bilgi aracıları, piyasadaki belirsizlikleri çözerek sözleşmeleri kolaylaştırmaktadırlar.

- Bir ajansın derecelendirmelerinin değeri, bir muhasebecinin görüşleri gibi bir şirketin finansal verilerini bağımsız ve güvenilir değerlendirmesinde yatmaktadır (Levich vd., 2002: 67).

3.2.2. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Avantajları

Derecelendirme kuruluşlarının faaliyetlerinin nesnel veriler içermesi; kullanan kişilere, sermaye piyasalarına, ülkelere ve şirketlere olumlu katkı sağlar.

Gelişmekte olan ülkelerin en büyük sorunlardan biri de yatırım amaçlı fon kaynağının bulunmaması veya ülkeye çekememesidir. Yeterli tasarruf için gelirin düşük kalması ve fon kaynaklarını ülke içi sermaye birikimine yönlendirememesidir. Bu durum ülke yatırım ve gelişimi için hayati olan fon temininin uluslararası piyasalardan karşılanmasının ne kadar önemli olduğunu ortaya koymaktadır. Bununla birlikte gelişmekte olan ülkelerin bu fon kaynaklarına erişebilmesi için birkaç uluslararası derecelendirme kuruluşundan kredi verilebilir olumlu görüşünün onaylanması gerekir. Alınan güçlü kredi derecelendirme notu, kolay ve düşük maliyetle fon temininde kolaylık sağlar (Vergili, 2016: 26). Derecelendirme kuruluşunun onayı ile hükümetler, dünya çapında toplam borçların yüzde 40'ını oluşturan 20 trilyon dolara (15 trilyon euro) yakın borç alabilmekte ve bu sayede önemli toplumsal projelerini gerçekleştirebilmektedirler (Karaca, 2005: 7).

Kredi notları avantaj ve dezavantajlarıyla ilginç bir çelişki oluşturmaktadır. Ancak diğer taraftan, kredi notları çok değerli ve önemlidir, derecelendirme kuruluşlarının hem piyasaya etkisi hem de piyasa değeri büyüktür. Derecelendirme kuruluşları sabit gelirli piyasaların her sektöründe önemli rol oynamaktadır. Kredi notları, yatırımcılara tahvil alımı veya satışı konusunda bilinçli kararlar almaları için ihtiyaç duydukları değerli bilgileri sunmaktadır. Bu da kredi derecelendirme kuruluşlarının yatırımcılar üzerinde etkileyici bir konuma sahip oldukları göstermektedir (Levich vd., 2002: 65). Finansman konusundaki merkezi bir konu, belki de finansman konusundaki temel mesele, bir borç alanın borcu ödeyip ödemek istemediğiyle ilgili belirsizliğidir. Asimetrik bilginin kritik problemlerinden biri: Borçlunun genellikle borç verenden daha fazla şey biliyor olmasıdır. Sonuç olarak bir kredi derecelendirme işlemi sözleşmesinde borç verenler, muhtemelen kredi kullananlar hakkında kapsamlı bilgi toplayarak, kredi borçlularının hangilerinin daha değerli

olduğunu ve hangilerine kredinin daha az verileceğini belirlemek isteyecektir. Hatta bir kredi süresini uzattıktan sonra borç vereni izlemek isteyecektir. Borçlunun eylemlerinin tehlikeli olmaması, geri ödeme yapacağından emin olmak için borçlunun işlemlerini takip etmek isteyecektir (White, 2010: 5).

Doğru derecelendirme finansal piyasalardaki hareketlenmelerden önce ortaya çıkabilirse, derecelendirme mevcut sermaye yönünü azaltmada veya dizginlemede çok yararlı olabilir. Ekonomik bir genişleme sırasında sıcak para, gelişmekte olan bir ülkeye hızla gidebilir. Bu genişleme dönemindeki beklentiler olabilecek bir düşüşün üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Bu durum, bir ülkenin kriz yaşama sürecine girme ihtimalini azaltacaktır. Aynı şey ekonomik bir daralma sırasında derecelendirmenin yükseltilmesi için de geçerlidir. Yükseltme büyük olasılıkla sermaye çıkışlarını azaltacak ve ülkenin durgunluğunu daha düşük faiz oranlarıyla finanse etmesine yardımcı olacaktır (Setty and Dodd, 2003: 12).

KDK'lar avantajlarını daha kısa bir paragrafta özetlersek Moody's Investors Service, Standard and Poor's veya Fitch Ratings gibi kredi derecelendirme kuruluşları, borç verenlerin; örneğin firmalar, sigorta şirketleri, bankalar, belediyeler ve egemen devletler gibi kredi değerliliğini tahmin eden ve değerlendiren özel şirketlerin yanı sıra finansal enstrümanları (örneğin; bonolar, krediler ve teminatlı borç yükümlülükleri gibi yapılandırılmış finansal ürünleri) analiz ederek piyasaya güvenilir fon kaynağı temini için olanak sağlarlar (Kruck, 2011: 1).

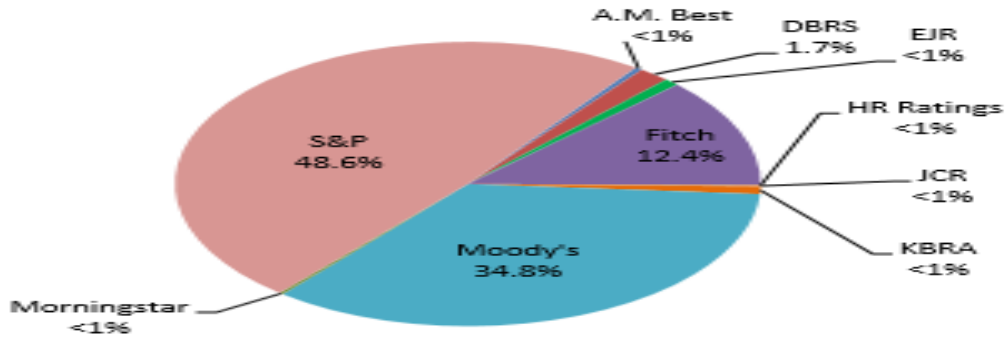
3.3. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Dezavantajları ve Yapılan Eleştiriler

Kredi derecelendirmelerinin bilgi açısından çok değerli olmadığına dair birçok önemli örnek vardır. Özellikle 1970'lerin ortalarından beri, kredi notlarının güvenilirliği azaldı. Son yıllarda, Enron Orange County, Mercury Finance, Pacific Gas Electric gibi büyük ihraççılar ve gelişmekte olan birçok piyasa ülkesinin hükümetleri ve bankaları dahil birden fazla beklenmeyen notlandırma ve ani kredi derecelendirmeleri olmuştur (Levich vd, 2002: 65). Moody's, S&P ve Fitch bazı ülke ve şirketlere verdikleri tartışmalı notlar ile ağır bir şekilde eleştirilmiştir. 2008 yılında notu daha önce AAA olan pek çok yatırım aracının notu ani bir şekilde düşürülmüştür. Kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlardaki uygunsuzluğun ortaya çıkması sonucu önde gelen kredi derecelendirme kuruluşlarından biri olan Moody's verdiği yüksek derecelendirme

notları nedeni ile suçlamaların odağı haline gelmiştir. Yaşanan bir skandal sonrası Moody's, bilgisayar sistemlerine virüs bulaştığı ve bunun da notu aslında düşük olan yatırım araçlarının yatırım yapılabilir seviyede derecelendirilmesine yol açtığını iddia etmiştir (Yazıcı, 2009: 8). Derecelendirme kuruluşlarına en büyük eleştirilerinden biri, durgunluk dönemlerinde derecelendirme sayısı artsa bile, KDK'ların döngüsel değerlendirmelere dayalı derecelendirme değişiklikleri yapma konusunda isteksiz olmalarıdır (Langohr and Langohr, 2008:369).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının büyük finansal krizleri ve iflasları öngörmede başarısız olmasıyla birlikte, kredi notlarının genel güvenilirliği sorgulanmaya başlanmıştır. Ancak son 2008 küresel mali kriz yılına kadar, kredi derecelendirme kuruluşları performanslarından sorumlu tutulmamıştır. Aslında, kredi derecelendirme kuruluşlarının hesap verebilirlik eksikliği, 'hesap verebilirlik boşluğu' (yarı-) düzenleyici güç olan kredi derecelendirme kuruluşlarının etkin gözetim ve denetiminin olmadığı ile ilgili görüşler artmış ve çalışmalara konu olmuştur. Yapılan başka bir eleştiri de mevcut iş modelinin neredeyse mutlaka bir çıkar çatışması yarattığını ve 'rating-alışverişi'ni teşvik edilebileceğini, yani en iyi kredi risk değerlendirmesini 'sunan' kredi derecelendirme kuruluşunu seçileceğidir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının finansman modeline bağlı olarak potansiyel bir ahlaki tehlikeyi de ifade etmektedir: "Bir derecelendirme şirketi, daha yüksek bir ücret karşılığında bir ihraççının notunu iyileştirmeyi teklif edebilir. İstenmeyen bir derecelendirme talebinin (ücret bazlı) olması gerekenden önemli ölçüde daha düşük notlandırılma riskiyle karşı karşıya kalabilir (Kruck, 2011: 12).

Şekil 2: Toplam Derecelendirmeler (2014) içinde Üç Büyüklerin Payı

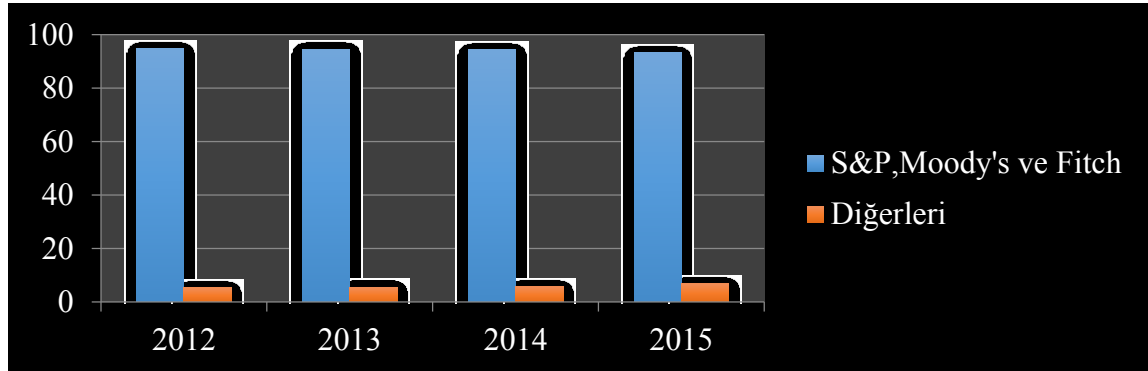


Kaynak: (NRSRO, Aralık 2015: 11) "Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations"

Günümüzde KDK'lar için yapılan önemli eleştirilerden biri de dünya çapında faaliyet gösteren yüzden fazla KDK arasında, Üç büyüklerin (Big Three) yapılan derecelendirme pazar payının %90'ından fazlasına sahip olmasıdır.

Kredi derecelendirme kuruluşlarını analiz eden yorumcuların daha çok yaptıkları eleştiriler; koşullar değiştiğinde ihraççıların yüksek notlarını derhal düşürülmemesidir. KDK'ların şirket yönetimiyle çok yakın bir ilişki kurdukları bunu rahatsız edici bir boyuta getirmeleri, şirketin herhangi olumsuz bir durumda konunun doğrulamasına gerek duymadan, KDK'ların konuyla ilgili açıklamalar yaparak şirketi büyük bir krizle karşı karşıya bırakılmasına sebep olmalarıdır. Düzenleyici kurumlar, mevcut çıkar çatışmalarını kısmen önlemek amacıyla düzenleyici bir rol oynamak için örtülü olarak ihraç payı modeline izin vermiştir. Bu düzenlemeye göre Menkul kıymet ihracı yapan şirketler KDK'lara derecelendirme için ödeme yapar. Ancak bu düzenleme KDK'ların yatırımcılar adına titizlikle hareket etmesine engel teşkil etmiştir. Piyasaya girişin önündeki engeller ve KDK'ların ticari itibarı gerçeğinden ötürü büyük şirketler, üç büyük KDK'yı, derecelendirme işlemi için seçmek zorunda bıraktırır (Hemraj, 2015: 45)

Şekil 3: Yıllar İtibarıyla NRSRO Gelir Yüzdesinde Üç Büyüklerin Payı



Kaynak: (NRSRO Aralık 2016 Raporu: 17) "Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations"

3.4. KDK'lar ile İlgili Düzenlemeler

Genel olarak düzenlemeye olan talep, ağır bir mali krizden hemen sonra hissedilir. Mortgage Krizi, küresel finansal krize sebep olmasının yanı sıra gerçek değişim fırsatı sağlamış, ancak hiç kimse alacağı kesin formu ve başlangıç zamanını ve

şiddetini öngörememiştir. Bu da KDK'larla ilgili düzenlemelere sebep olmuştur. Geçmiş mali krizler düzenleyici ortamda değişim için güçlü talepler getirmiştir, fakat krizler tekrarlamaktadır.

Bunun nedeni, bir krizin içereceği önlemlerin bir sonraki kriz için yetersiz kalmasıdır. "Yetersiz ya da aşırı kontrol, kendi veya devlet düzenlemeleri arasında doğru denge oluşturamamak, ulusal ya da uluslararası finansal piyasalara ters düşmesine neden olacaktır" (Hemraj, 2015: 7).

Bir başka dezavantaj ise derecelendirme sürecinin, üç büyükler içinde aynı olmasıdır. İhraççıdan bilgi toplayan bir ekip vardır, faaliyette bulunduğu endüstri ve piyasa tarafından tanımlanan mali tablo, gelişme durumu ve iş ortamı ile ilgili beklentiler, kamuya açık bilgilerle birleştiren bir ekip vardır, tartışma için derecelendirme kuruluna ön değerlendirme getirilir. Komite ekibi, diğer takım üyeleri ve ajansın belirli yöneticilerinden oluşur. Temel amaç, derecelendirmenin diğer derecelendirme kuruluşları tarafından verilen verileriyle tutarlılığını sağlamaktır (Schroeder, 2015: 11). Bu da uluslararası derecelendirme kuruluşlarının krizi öngörme ya da önlenmesi için bilgilendirme yapmasına engel teşkil etmektedir.

Schroeder (2015) derecelendirme kuruluşlarının dezavantajlarını şu başlıklar altında toplamıştır:

- **Menfaat çatışması:** Çıkar çatışması, bir şahsın veya kurumun kazanç için sonucu ihlal etmek üzere bir tarafın bir işlem veya karara itilmesi durumuyla ilgilidir. Derecelendirme endüstrisindeki çıkar çatışmalarının, derecelendirme sürecinde kurum çalışanlarının karşılaştığı gerilim veya ikilemlerden kaynaklandığı düşünülmektedir ki, bu da değerlendirmelerinin kalitesini etkileyebilir.
- **Yöntem ve süreçlerin şeffaf olmaması:** Şeffaflık derecelendirme kuruluşları tarafından kamusal alana, derecelendirme yöntemleri ve süreçlerine ilişkin bilgilerin açık olmasına ilişkindir. Şeffaflık, bilgi asimetrisini ve dolayısıyla kredi veya varsayılan risk değerlendirilmesindeki belirsizliği azaltır. Şeffaflık eksikliği, bilgi asimetrisinin, ajanslar tarafından mümkün olduğu kadar azaltılmadığını ima eder.
- **Değerlendirme yöntemleri:** Geleneksel borçlanma araçlarının derecelendirme metotları, yapılandırılmış enstrümanların derecelendirilmesine basitçe taşınamaz, aynı zamanda geleneksel borçlanma araçlarını ve ihraççısını değerlendirmek için

kullanılan yöntemlerle ilgili sorunlarda vardır. Yöntemler, kredi riskinin temellerini ve dinamiklerini tam olarak yakalayamazsa, derecelendirmelerin kalitesi sağlam olmayacaktır. Yine, önyargılı derecelendirmeler genel olarak ekonomik ve finansal sistemde varsayılan riski artırmaktadır.

- **İstenen ve istenmeyen derecelendirmeler arasındaki tutarsızlık:** İstenen dereceler, kamuya ait ve özel bilgilerin birleşiminden oluşur. İstenmeyen derecelendirmeler yalnızca kamuya açık bilgilerden oluşur. İstenmeyen dereceler daha az elverişli olabileceği kabul görür. Ayrıca derecelendirme kuruluşlarının talep edilmeyen derecelendirmeleri istenen derecelere dönüştürmek için piyasa gücünü (derecelendirme notunu yükseltmek ve sermaye maliyetini düşürmek için) kullanmakla suçlandığı durumlarda vardır.
- **Durum tespitiin zayıflığı:** Durum tespiti, derecelendirmeye konu olanları kontrol etmekle, onların performansına karşı derecelendirmelerle ilgilidir. Zayıf inceleme, bilginin doğal asimetrisini azaltmak için çok az şey yapar ve bu nedenle şirketler ve yatırımcılar tarafından zayıf yatırım ve finansman kararları riskini artırır.
- **Derecelendirmelere aşırı güvenme:** “Derecelendirme borç notları ekonomik ve finansal krizleri öngörmek için bir işaret ya da gösterge olarak kullanılmalı mı?” Derecelendirme kuruluşları bunun doğru olmayacağını ileri sürüyor, ancak finansal sistemde dahil olmak üzere ekonominin sağlığının nasıl değerlendirileceğine dair bir görüş birliği bulunmadığından, derecelendirme borç notları yine de krizi değerlendirme işaretleri olarak kullanılmıştır. Derecelendirme notlarının düşürülmesi, ekonomik performanstaki zayıflamayı, bir şok durumu ya kötü politikalara atfedildiğini ya da hükümetin yanlış yönettiğini gösterir.
- **Pazar yapısı ve rekabet:** Derecelendirme endüstrisi, Standard and Poor's ve Moody's'in hakimiyeti altındadır. Bu yapı, endüstrinin "eksik rekabetçi" olarak tanımlanmasına yol açmıştır. Rekabet eksikliği, derecelendirme kuruluşlarının ürünlerinin kalitesini yükseltmek ve durum tespiti yapmak konusunda isteksiz olmasına neden olmuştur.
- **Derecelendirmenin tetiklenmesi:** Büyük bir derecelendirme kuruluşu, yaygın olarak tutulan bir varlığın notunu düşürürse, yatırımcıların topluca satış eğilimi göstermesi durumunda bir piyasa reaksiyonu ortaya çıkabilir. Düşüş, bir firmanın

daha önce borcunu ödemesi veya borç faiz oranını artırması borç veren kişilerin firmayla işlem yapmamasına neden olabilir.

3.4.1. ABD ve AB'deki düzenlemeler

Federal finansal denetim otoritesi (Federal Financial Supervisory Authority-BaFin) Başkanı, 2003 yılında Alman Parlamentosu Finans Komitesinde yapılan duruşmada “kredi derecelendirme kuruluşları küresel finansal sistemde ve dolayısıyla ulusal finansal sistemde en büyük kontrolsüz güçtür” ifadesi kullanılmıştır (Utzig, 2010: 4).

Enron'un çöküşünden sonra Avrupa'da kredi derecelendirme kuruluşlarının güvenilirliği konusunda ciddi şüpheler oluşmuş, bunun üzerine 6 Haziran 2001 yılında Avrupa Komisyonunun aldığı kararla CESR (Avrupa Menkul Kıymetler Düzenleyicileri Komitesi) kurulmuştur. Sonraki yıllarda özellikle Parmalat'ın çöküşüyle beraber Kasım 2004'te Komisyon, Avrupa Birliği sınırları içerisinde işlem yapan KDK'ların çalışmalarına yönelik düzenlemeler getirmiştir. Parmalat'ın çöküşünden sonraki yapılan tartışmalar dışında IOSCO (Uluslararası Menkul Kıymet Komisyonları Teşkilatı) ile uyumlu olarak CESR yönetimi tarafından 2008 yılına kadar herhangi bir değişiklik yapılmamıştır. Fakat 12 Kasım 2008 yılında Avrupa Komisyonu üyesi Charlie McCreevy tarafından yapılan 'Kredi Derecelendirme Kuruluşları' basın toplantısında KDK'lar için gelecekte yapacakları derecelendirmelerinin güven ve standartlarının olabildiği en yüksek seviyelere çıkarmak için bazı yeni düzenlemeler yapıldığını deklare etmiştir. Düzenleme başlıca dört temel beklenti içermektedir;

- Faiz anlaşmazlıklarını önlemeli, derecelendirmenin bağımsızlığını garanti edilmeli,
- Derecelendirme kalitesi yeniden tesis edilmeli,
- Yüklenimleri açığa çıkarmalı ve şeffaflığı tesis edilmeli,
- Efektif bir kayıt ve gözetim rejimi tesis etmelidir.

ABD ise 1975 yılında ulusal düzeyde tanınmış kredi derecelendirme kuruluşlarını tek çatı altında toplamak amacıyla NRSRO'yu (Ulusal Olarak Tanınan Derecelendirme Organizasyonları) oluşturmuştur (Yazıcı, 2009).

Ayrıca kredi derecelendirme sektörünün canlanmasıyla uluslararası piyasalarda küreselleşme daha da önemli hale gelmiştir. Yapılan hatalı derecelendirmeler ve finansal skandalların uluslararası boyutlara ulaşması Uluslararası Menkul Kıymet

Komisyonları Teşkilatı (IOSCO)² tarafından oluşturulan KDK Davranış Kuralları ve Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS) Basel Komitesi tarafından deklare edilen Basel Uygulamaları 2008 krizinden önce yapılan düzenlemeler arasındadır (Vergili, 2016: 75).

3.4.2. NRSRO

Derecelendirme kuruluşlarının faaliyetlerini ve piyasaya giriş çıkışlarını bir standartta bağlamak için 1975 yılında Amerikan Sermaye Piyasası Kurulu (SEC) NRSRO'yu (Ulusal Olarak Tanınan Derecelendirme Organizasyonları) kurarak bu kuruluşları denetim altına almıştır (Yazıcı, 2009: 6).

Kredi derecelendirme kuruluşları, borçluyu bir varlık olarak veya belirli menkul kıymet veya para piyasası araçlarına göre kredibilitesini değerlendirir. Bir kredi derecelendirme kuruluşu, ulusal olarak kabul edilmiş bir istatistiki derecelendirme kuruluşu ("NRSRO") olarak kayıt için SEC'e başvurabilir. SEC'in Kredi Derecelendirme Notları, NRSRO'lara ilişkin çeşitli diğer işlevleri yerine getirmenin yanı sıra SEC'in NRSRO'lara ilişkin kurallarını yönetir (SEC, 2016).

NRSRO, ABD hükümetinin çeşitli düzenleyici alanlarda kullandığı kredi derecelendirmesini sağlayan kredi derecelendirme kuruluşlarını tanımlayan resmi terimdir. Ulusal Tanınan İstatistiki Derecelendirme Kuruluşları (NRSRO) tarafından sağlanan dereceler, yatırımcılar tarafından sıklıkla kullanılır ve ayrıca federal devlet kurumları tarafından karşılaştırmalı değerlendirme olarakta kullanılır. Genellikle, bir kuruluşun NRSRO olarak değerlendirilmek için ABD'de "ulusal olarak tanınması" ve güvenilir derecelendirmeler sağlaması gerekmektedir. Ayrıca, kredi derecelendirme kuruluşunun büyüklüğü, operasyonel kabiliyeti ve kredi derecelendirme süreci de dikkate alınmaktadır (Investopedia, 2016).

KDK'lara karşı genel olarak piyasadaki gerçek durumu yansıtmada konusunda eleştiriler olmuş, özellikle menkul kıymetleri ihraç edenler, menkul kıymetlerinin ihracı

² **IOSCO** (International Organization of Securities Commissions-Uluslararası Menkul Kıymet Komisyonları Teşkilatı) 1983 yılında kurulmuştur. Dünya'nın menkul kıymetler ve vadeli işlemler piyasalarını düzenler. 100'ü aşkın ülkeden üyeye sahip olan IOSCO, menkul kıymetler piyasasının % 95'ini düzenlemektedir. IOSCO'nun amaçları ve ilkeleri G-20 ve Finansal İstikrar Kurulu(FSB) tarafından da kabul edilmiştir.

ile ilgili olarak bir değerlendirme sunma konusunda ciddi eksiklikler olmasından dolayı eleştirilmiştir. Eleştirilerin nedeni;

Politika eksikliği ve şeffaflığın eksikliği, ihraççıları ve işlemleri derecelendirmede kullandıkları ölçütler, bir puanı değerlendirirken toplam varlık değerlerini etkileyebilecek muhtemel zararlı piyasa etkileri ile ilgili olarak daha geniş bir perspektif hesaba katmamaları ve özellikle ihraç eden tarafa rekabetçi ihale yoluyla ödenen ücretler kazanma şekillerine ilişkin çelişkilerdir (Hemraj, 2015: 6).

Kamu düzenleyicileri, kredi derecelendirme kuruluşları tarafından finansal düzenlemelerde değerlendirilebilecek olan dış kurumların kredi değerlendirme kuruluşu ünvanını kazanmak için uygulanan zorunluluklar yıllar içinde aşamalı olarak artmıştır. İlk zamanlarda kredi düzenleyici kuruluşa olmak için kredi derecelendirme kuruluşları özel bir gerekliliği yerine getirmek zorunda kalmamışlardır. Nitekim Moody's ve S&P'i, derecelendirmeye dayalı düzenlemeler için tek ciddi, güvenilir seçenek olarak düşünülmüştür. Ancak 1975 yılından bu yana, herhangi bir kredi derecelendirme kuruluşuna değil, yalnızca NRSRO'ya veya ABD düzenleyicilerine güvenme uygun bulunmuştur (Sinclair, 2005: 42).

SEC tarafından bir firmanın, NRSRO olarak belirlenmesi için kullanılan en önemli kriter, kuruluşun güvenilir bir bilgi kaynağı olarak yatırımcılar tarafından ulusal olarak tanınması olmalıdır. Diğer kriterler şunlardır;

1. Derecelendirme kuruluşunun organizasyonel yapısı;
2. Kuruluşun bağımsız olarak faaliyet gösterip göstermediği
3. Derecelendirme değerlendirmelerinin kapsamlı ve yetkili olup olmayacağını belirlemek için personelin yeterliliği ve kalitesi
4. Kuruluşun, derecelendirdiği şirketlerden bağımsızlığını değerlendirme
5. Derecelendirmelerin; tutarlı, inandırıcı ve doğru olup olamayacağını belirlemek için derecelendirme kuruluşunun derecelendirme prosedürü.
6. Kamuya açık olmayan bilgilerin yanlış kullanımını önlemek için organizasyonun iç usulleri

Yukarıda SEC kriterlerine ek olarak 1999'da Basel Bankacılık Denetim Komitesi (BCBS), kuruluşları tanıma kriterleri konusunda üyelerine bir öneri gönderdi. Kriterler, dereceleri atamak için dış politik ve ekonomik etkilerden bağımsız olarak sistematik, titiz ve tarihsel olarak geçerli bir metodoloji içermektedir. Farklı üyeler, bazıları BCBS tekliflerini de içeren farklı önlemler ile yanıt verdi ve bazıları piyasa kullanımına, güvenilirliğine ve personelin yeterliliğine dayalı ek önlemler içeren çeşitli önlemler aldı (Setty and Dodd, 2003: 3).

3.4.3. IOSCO

Kredi derecelendirme kurumlarına yönelik tartışmalar özellikle Enron'un çöküşüyle daha da şiddetli bir hal almıştır. Avrupa Komisyonu 6 Haziran 2001 yılında aldığı kararla Avrupa Menkul Kıymetler Düzenleyicileri Komitesi (CESR) kurmuştur. 2004 Kasım ayında meydana gelen Parmalat skandalı ile komisyon yeni bir düzenlemeye giderek KDK'ların Avrupa Birliği sınırları içinde işlemlerini gerçekleştirirken uyması gereken belli bir düzenleme ve denetim esaslarına yeni standartlar getirmiştir. CESR yönetimi, IOSCO teşkilatıyla uyumlu olarak 2008'e kadar düzenleme ve denetim alanında herhangi yeni bir değişikliğe gitmemiştir (Gür ve Öztürk, 2011-2: 80). IOSCO'nun oluşturduğu kurallar doğrudan KDK'larla ilişkili olmasıyla büyük bir önem ifade etmektedir (Vergili, 2016: 76). Aynı şekilde daha detaylı açıklayacağımız Basel Uygulamaları da doğrudan Bankacılık Sektörüne ilişkin olmasının yanında dolaylı yönden KDK'lar ile ilgili bölümler de içermektedir. Bu kısımda IOSCO Kodu'nu ele alacağız.

3.4.3.1. IOSCO Kodu

2003 yılında KDK'ların faaliyetleri ile ilgili çalışmaları incelemek için IOSCO'nun Teknik Komitesi tarafından İş Ekibi olarak oluşturulan heyet "IOSCO KDK İlkeleri"ni yayınlamıştır. Bu yayınlanan belge birden fazla ülkede faaliyet gösteren KDK'ları etkileyen ya da kısa süre içinde etkileyecek yeni düzenleyici girişimleri içermiştir (IOSCO, 2010: 8). IOSCO Teknik Komitesi, ABD SEC, Roel C. Campos'un birer komisyon üyesi ve 13 ülkenin menkul kıymet düzenleyici kuruluşlarından temsilcilerin başkanlığında bir görev grubu oluşturulmuştur. İş Ekibi, tüm üyeleri DBRS, Fitch, Moody's ve S&P hakkında birer anket hazırlamıştır. Daha sonra İş Ekibi, Basel Bankacılık Denetim Komitesinden ve dört KDK'dan üst düzey

temsilcilerle istişarede bulunmuştur. Görüşmelerde sonuç olarak IOSCO Teknik Komitesi prensipleri dört başlık altında belirlemiştir (Langohr ve Langohr, 2008: 443);

- Derecelendirme işleminde asimetrik bilgiyi azaltmak.
- Derecelendirme süreci bağımsız ve objektif olmasının sağlanması.
- KDK'lar şeffaflık ve açık bir süreci izlemelirinin sağlanması.
- KDK'ların kamuya açık olmayan tüm bilgileri kısıtlamalarının engellenmesi.

2004'te, Enron ve WorldCom'daki KDK'ların başarısızlıklarına tepki olarak Kredi Derecelendirme Kuruluşları için Davranış Kuralları Yönetmeliği (The Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies) IOSCO tarafından yayınlandı (Utzig, 2010: 7);

- Derecelendirmenin izlenmesi, derecelendirme sürecinin kalitesi ve bütünlüğünü sağlamaya ilişkin kurallar koyulmuştur,
- Çıkar çatışmalarını önlemek için uygun iç prosedürler ve analist bağımsızlığını güvence altına almak,
- Derecelendirme yöntemlerinin şeffaf olduğundan emin olmak ya da gecikmeksizin derecelendirmenin düzeltilmesini sağlamak,
- Gizli bilgileri işleme konusunda KDK'ların kuralları ne derecede önemsediklerini ortaya çıkarmak.

Ancak bu kurallar için oranlar, modeller veya derecelendirme gibi metodolojik ayrıntılar önerilmemiştir. Bu kurallar için standartlar KDK'lara bırakılmıştır

3.4.3.2. IOSCO Kodunun Küresel Kriz Sonrası Revizyonu

2008 mali krizinin ardından IOSCO Kredi İş Ekibi Başkanı Vekili derecelendirme kuruluşlarının yapılandırılmış finans piyasasındaki KDK'ların rolü üzerine bir araştırma yaptırmıştır. Çalışmanın bulguları daha sonra bir rapor olarak yayınlanmıştır. Rapor, IOSCO Kodu Yasasını revize etmek için raporların yayınlanması ile eşzamanlı olarak kabul edilen bazı önerileri de içermektedir (IOSCO, 2014 Şubat: 2). IOSCO Yasası hala metodolojilerle ilgili belirli kurallar içermemekle birlikte, hem yatırımcıların hem de düzenleyicilerin derecelendirmeler hakkında daha iyi fikir sahibi olmalarını ve kendi kararları pahasına KDK'lara aşırı güvenmelerini önlemeyi amaçlayan kapsamlı açıklama gerekliliklerini ortaya koymaktadır. Revize edilmiş kanundaki ana değişiklikler aşağıdaki gibidir;

1. Derecelendirme sürecinin kalitesini ve bütünlüğünü korumak için KDK'lar

- KDK analistlerine, yapılandırılmış finans ürünlerinin tasarımı konusunda KDK'nın önereceği teklif veya tavsiyeler yasaklanmalı,
- Derecelendirmeler için gerekli bilginin kalitesini sağlamak ve kullanıcıları derecelendirmenin kısıtlamaları konusunda bilgilendirmeden emin olunmalı,
- Kullandıkları yöntemleri ve modelleri düzenli olarak gözden geçirmeliler,
- Derecelendirme işleminde karar verme sürecinin objektif bir tarzda yürütülmesini sağlamalılar,
- Derecelendirme analistlerinin uygun bilgi ve tecrübeye sahip olmasını sağlamalılar,
- Piyasadaki risk karakteristiklerinin değiştiğinde derecelendirme sürecinde metodolojilerin ve modelin değiştirilmesinden emin olmalılar,
- Derecelendirme sürecinin izlenmesine ve güncellenmesine yeterli kaynağın ayrıldığından emin olmalılar.

2. KDK'nın bağımsızlığını sağlamak ve çıkar çatışmalarından kaçınmak için KDK'lar;

- İhraççıların, değerlendirilen ürünle ilgili tüm bilgileri kamuya açıklayıp açıklayamayacaklarının belirtilmesi,
- Herhangi bir müşterinin yıllık gelirinin %10'undan fazlası alınıyorsa bu kamuoyunu açıklamalı,
- Ayrılan analistlerin geçmiş çalışmaları gözden geçirilmeli,
- Derecelendirme sürecinin nesnelliğini sağlamak için ücret politikalarını gözden geçirilmeli,
- Neleri ek iş faaliyeti olarak dikkate aldığını, neleri dikkate almadığını ve bunun nedenlerini açıklamalıdır.

3. KDK'ların Yatırım yapan kamuya ve ihraççılara karşı sorumlulukları konusunda;

- Derecelendirme kuruluşu derecelendirme süreciyle ilgili tarihsel süreci ve performansını yayınlamalı,
- Yapılandırılmış finansal ürünlerin diğer derecelendirmelerden ayırt etmek için farklı derecelendirme sembollerinin kullanılması gerekir,
- Her bir kredi görüşünün niteliklerini ve sınırlamalarının belirtilmesi gerekir,

- Bir yatırımcıya KDK derecelendirme sürecinin neler ifade ettiğini nasıl bir işlem sürecinden geçtiğinin temelini anlayabilmesi için yatırımcılara yeterli bilgi sağlanmalıdır,
- KDK'lar Derecelendirme yaparken kullanılan temel metodoloji veya metodoloji sürümünü açıklamalıdır.

Tüm yeni eklenen IOSCO kodu maddeleri ve yaşanan küresel krizden sonra yapılan reformlar KDK'ların yaşanan krizdeki sorumluluğunu daha sonra meydana gelebilecek krizlerde sorumluluğunu en aza indirmek amacıyla yapılmıştır. Ancak bu yapılan son revizyon değildir. Temmuz 2008 sonunda, IOSCO (2008b), İş Ekibi, KDK'ların, IOSCO Yasası tarafından öngörülen bilgileri eksiksiz ve tam olarak açıkladığından emin olmak amacıyla üyeleri arasındaki muhtemel işbirliğini sağlamak için bir bildiri yayınlamıştır. Düzenleyici gerekliliklerin sıkılaştırılması, Eylül ayında yapılan açıklamayla son bulmuş: IOSCO, KDK'ların faaliyetlerinin izlenmesi için tutarlı bir küresel düzenleyici yaklaşımı desteklemiştir (Utzig, 2010: 13).

3.4.4. Basel I

Basel I, kredi riskini en aza indirmek amacıyla finansal kurumların minimum sermaye gereksinimlerini ortaya koyan Basel Banka Denetleme Komitesi (Basel Committee on Bank Supervision-BCBS) tarafından ortaya atılan bir dizi uluslararası bankacılık düzenlemesidir. Uluslararası alanda faaliyet gösteren bankaların, risk ağırlıklı varlıkların bir yüzdesine dayanan asgari bir miktarda (% 8) sermaye tutmaları gerekmektedir. Basel I; Basel I, II ve III olarak tek tek bilinen ve Basel Anlaşması yönetmeliklerinden birincisidir (Investopedia, 2017). Başlangıçta G10³ ülkelerinin uluslararası alanda faal bankaları için tasarlanan ve şu anda 100'den fazla ülkede bankacılık düzenlemelerine ilham kaynağı olmuş ve çoğu zaman ulusal bankalar üzerinde de uygulanmaktadır. Basel I Uzlaşısı bankacılık sektörünü daha güvenli bir yer haline getirmeyi başardı mı? Konuyla ilgili çok araştırma yapılmıştır, ancak cevap hala net değildir. Çoğu bankanın sermaye oranı 1990'lı yılların başında arttırılmıştır (G-10

³ **G10** (Group of Ten), IMF'nin yetersiz kalması durumunda birbirlerine ve özel durumlarda üçüncü devletlere kredi verilmesi için anlaşma yapmış 11 sanayileşmiş ülkeler topluluğudur. 1962 yılında ABD, Belçika, Birleşik Krallık, Fransa, Hollanda, İsviçre, İtalya, Japonya, Kanada olmak üzere 8 IMF üyesi ülkelerin merkez bankalarının katılımıyla kurulmuş ve hemen sonrasında Almanya ve İsveç'te eklenmiştir. 1964 yılında ise İsviçre'nin de G10 grubuna katılmasıyla üye ülke sayısı 11'e yükselmiş fakat ismi değişmemiştir.

bankalarının sermaye oranları 1988'de ortalama yüzde 9,3 iken 1996'da yüzde 11,2'ye yükselmiştir) ve banka başarısızlıkları azaldı (Balthazar, 2006: 32).

Fakat Basel I risk belirlemede yoğun olarak “OECD kulüp kuralı” odaklı bir uygulama öngördüğü için OECD ülkelerinde %0 iken diğer ülkelerde %100 riske sahip olduğu değerlendirilmektedir (Babuşcu, 2005: 262). Basel I her ne kadar başarılı olarak görülsede eksik ve eleştirilen yönleri düzenlemek amacıyla 2004 yılında Basel II antlaşması yürürlüğe girmiştir.

3.4.5. Basel II

Basel II, borçluların kredibilitesini hesaba katmayan tek tip sermaye yükümlülükleri ile belirlenen yanlış teşvikleri düzeltmek ve daha geniş anlamda bankacılık denetim prosedürlerini finansal koşulların değişmesine uyarlamak için Basel I tarafından açık bırakılan düzenleyici konulara değinmiştir (Kruck, 2011: 146). Nitekim bankacılık düzenlemesinin tasarlanması ve uygulanmasına yönelik bu yaklaşım, değişen piyasa koşulları altında yeni düzenleyici zorluklara uymayı amaçladığı için kabul görmüştür. Küresel finansın gittikçe daha karmaşıklaşan, teknik ve en iyisi “uzmanlara” bırakarak, özel uzmanlığa yönelmek en makul seçenek olarak görülmüştür (Tsingou 2008: 64). Basel II, mevzuat risk ağırlıklarını fiili ekonomik riskleri doğru bir şekilde yansıtabilecek şekilde ayarlayarak düzenleyici sermaye arbitrajı için teşvikleri ortadan kaldırmayı amaçlamaktaydı. Daha geniş anlamıyla, düzenlemeyi kredi riski yönetiminde en iyi uygulamalarla uyumlu hale getirmeye ve bankalara daha karmaşık olan riski ölçme ve yönetim yeteneklerine yatırım yapma konusunda teşvikler sağlamaya çalışmaktaydı. Daha sofistike risk yönetimi uygulamalarının benimsenmesi için düzenleyici banka, düzenleyici sermaye gereksinimlerini ölçmek için giderek karmaşıklaşan yöntemlerin kullanılmasına elverişli hale getirmek amacıyla: (1) Standart Yaklaşım; (2) İç Derecelendirmeye Dayalı Yaklaşım (The Foundation Internal Ratings-Based Approach-FIRBA); veya (3) Gelişmiş İç Derecelendirmeye Dayalı Yaklaşım (The Advanced Internal Ratings-Based Approach-AIRBA) geliştirilmiştir. Üçüncü yaklaşım, ikinci yaklaşımdan daha düşük bir düzenleyici sermaye gereksinimi üretmek üzere kalibre edilmiştir ve bu da birinci yaklaşımdan daha düşük sermaye gereksinimlerini üretmesine sebep olmuştur. Basel II, ayrıca, bankacılık defterinde operasyonel risk ve faiz oranı riskini de içerecek şekilde sermaye yükümlülüğünün

kapsamını genişletmeyi ve aynı zamanda denetleme gözden geçirme sürecini güçlendirmeyi, piyasa disiplini geliştirmeyi önermiştir. Ancak Anlaşma'nın bazı temel zayıflıklarına değinilmemiştir. Basel II, sermaye gereksinimlerinin uygulanmasında ülkeler arasında muazzam çeşitlilik sorununu görmezden gelmiş ve ayrıca, Standardize Yaklaşım için asgari sermaye yükümlülüğünün yüzde 8'i (sayının mantığı Basel Komitesi tarafından açıkça belirtilmemiş olmasına rağmen) tekrar gözden geçirilmemiştir (Levich v.d, 2002: 204-205).

Tablo 10: Basel II Teklifine Göre: İçsel Derecelendirmeler Yaklaşımı

Kredi Değerlendirmesi	AAA'dan AA-'ya	A + 'dan A-	BBB + 'dan BB-	BB- düşük
FIRBA risk ağırlıkları	0	20.89%	113.42%	477.090%
AIRBA risk ağırlıkları	0	8.65%	43.02%	270.23%
Standartlaştırılmış risk ağırlıkları	20%	50%	100%	150%

Kaynak: (Levich vd., 2002: 206) "Ratings, Rating Agencies and The Global Financial System"

Basel I'de olduğu gibi, asgari yasal sermaye gereksinimi, bankaların risk ağırlıklı varlıkları ve bilanço dışı bilançoların bir yüzdesi olarak hesaplanmaktadır. Bankaların karşı tarafları için risk ağırlıkları, çoğunlukla kredi derecelendirme kuruluşları olması beklenen, dış kredi değerlendirme kurumlarının kredi derecelendirmesine dayalı olarak belirlenmiştir. Derecelendirme notları (Standard & Poor's ölçeğine göre) AAA'dan B'ye ve risk ağırlıkları sıfırdan yüzde 150'ye kadar değişmektedir. Örneğin AAA'dan AA'ya derecelendirilen kurum, kuruluş, ülke sıfır risk ağırlığına sahipken, B- değerinin altındaki dereceler yüzde 150 risk ağırlığına sahiptir (Alexander and Dhumale, 2012: 110-112).

Basel II düzenlemesiyle yapılan değişikliklerden biride meydana gelebilecek operasyonel risklere karşı özel sermaye ayrılmasıdır. Operasyonel riski karşılamak için gerekli olan sermaye yükümlülüğünü ölçmek için Basel II tarafından üç yöntem önerilmiştir. En basit iki gösterge *temel gösterge yaklaşımı* ve *standartlaştırılmış*

yaklaşımlar bir bankanın operasyonel risk sermayesinin brüt gelirinin bir kısmı olarak tanımlanır; *Gelişmiş ölçüm yaklaşımı* (the advanced measurement approach-AMA), bankaların yıllık operasyonel risk maruziyetlerini kapsayan düzenleyici sermayesidir.

AMA düzenlemesi çerçevesinde gereklilikleri sağlamak amacıyla dört bilgi kaynağı birleştirilir (Gregoriou, 2009: 4);

1. İç operasyonel risk kaybı verileri
2. İlgili harici operasyonel risk kaybı verileri
3. Uzman görüşünün analizi
4. Banka'daki özel iş ortamı ve iç kontrol faktörleri

3.4.6. Basel III

Basel III antlaşması 2008 küresel krizinden sonra ele alınmıştır. Krizde ortaya çıkan aksaklıklardan dolayı gündeme gelmiş olan Basel III 2009 Aralık ayında G-20 zirvesinde alınan kararlar ile bankacılık sektöründe kırılmalılığın azaltılması sermayenin nitelik ve niceliğinin daha üst seviyelere çıkarılması ve uluslararası bir likidite risk ölçümü ve denetleme mekanizmasının oluşturulması amaçlanmıştır. Birçok gelişmiş ülkenin getirilen yeni düzenlemelerin bankacılık sektörüyle uyumlu olmamasından kaynaklı olarak Basel III düzenlemeleri G-20 zirvesinde alınan kararlar ile son halini alamamıştır. Basel III bir başka sebebi de kredi derecelendirme kuruluşlarının işlemini yaptıkları yatırımcılarına karşı yanlış bir tutum içinde olmaları ve aynı zamanda siyasi olarak tarafsızlıklarını koruyamamış olmaları bazı ülkeleri harekete geçirmiş bir dizi düzenleme yapılması kararlaştırılmıştır (Karagöl ve Mıhçıokur, 2012: 27).

Basel III ortaya çıkma sebebi Eylül 2008 yılında Lehman Brothers'ın iflas etmesi, ABD'de Fannie Mae ve Fredi Mac'in ulusallaştırılması, AIG'in çöküşün eşiğine gelmesi, Fortis'in parçalanması ve satılması, İzlanda'nın en büyük ticari bankasının ardından ülkenin bankacılık sisteminin çökmesi pek çok ülkenin bankalara destek amaçlı büyük bütçeler ayırması olabilecek krizler için yeterince önlemin alınmadığını işlemekte olan sistemin büyük boyutta eksiklikler içerdiğini göstermiştir. Bu nedenle, Basel Komitesi tarafından hazırlanan yeni düzenleme takvimi Ekim 2009'da Pittsburgh'da düzenlenen G-20 liderler zirvesinin en önemli konularından biri olmuştur. 12 Eylül 2010'de Basel Komitesi basına yapılacak olan reformları açıklamıştır.

Basel III ile ulaşılmak istenen amaçlar şu şekilde sıralanabilir;

- ❖ Finansal ve ekonomik krizlere karşı bankacılık sisteminin güçlendirilmesi,
- ❖ Kurumsal yönetim ve risk yönetiminin uygulamalarının ilerletilmesi,
- ❖ Bankaların şeffaflaştırılması ve kamuoyunun bilgi alma isteklerinin karşılanması,
- ❖ Bankanın kendi bünyesinde yapacağı düzenlemelerle ekonomik şoklara karşı güçlendirilmesi.

Basel III hesaplama yöntemini tümünden değiştiren bir devrim değil ancak Basel II'nin özelliklerine son finansal krizle ortaya çıkan eksikliklerine bir ek düzenlemedir. Basel III olarak adlandırılan düzenleme değişikliklerini amaçları daha detaylı bir şekilde aşağıda ele alınmıştır.

- **Daha Nitelikli Sermaye:** Yapılan düzenlemelerle ana sermaye bünyesinde en kaliteli sermaye kalemlerinin almasını ve diğer bazı sermaye kalemlerinin ana sermayede indirim olarak hesaplanması sağlanmıştır.
- **Niceliği Artırılmış Sermaye:** Çekirdek sermaye (common equity) oranı, Tier 1⁴ ve Toplam yasal sermaye oranı artırmaya gidilmiştir. Düzenlemeye göre çekirdek sermaye oranı %7'ye, Tier 1 %8,5 çıkarılmıştır, ancak ana sermaye oranı asgari seviye olarak %8,5 olarak belirlenmiştir buda bazı konularda bankaların daha rahat hareket etmesini sağlamıştır.
- **Sermaye Tamponu Oluşturulması:** Bulunması gereken sermaye %0 - %2,5 arasında ilave edebilecek düzeyde düzenlenmiştir.
- **Risk Bazlı Olmayan Kaldıraç Oranı:** Aşamalı olarak öngörülen kaldıraç oranı %3 olarak tespit edilmiştir.
- **Likidite Düzenlemeleri:** Likidite karşılama oranı ve Net İstikrarlı Fonlama oranı adında iki düzenleme asgari seviyeleri %100 olacak şekilde 2018 kadar bir uyum süreci amaçlanmıştır (BDDK, 2010: 1-4).

⁴ **Tier 1** olarak ifade edilen kavram Ülkemiz mevzuatındaki bazı değişikliklerin dışında Ana Sermaye'yi ifade etmektedir. Katkı Sermaye ise Tier 2 olarak anılmaktadır. Bahsi geçen değişikliklerden bazıları şunlardır;

- Ülkemizde Yasal Özkaynak hesaplamasında Sermayeden İndirilen Değerler (SİD), Ana ve Katkı sermaye toplamından düşülürken, Tier 1 hesaplamasında ise SİD'ler %50 Ana Sermaye'den %50 Katkı Sermaye'den şeklinde indirilmektedir.
- Ülkemizde asgari sermaye yeterlilik oranı Yasal Özkaynak (Ana sermaye +Katkı Sermaye-SİD)/RAV oranına bağlantılı olarak şekillendirilmiştir. Diğer taraftan, mevzuatımızda Tier 1 oranı için herhangi bir asgari sermaye yeterlilik oranı doğrudan yer almazken, Katkı Sermayenin Ana Sermayenin %100'ünü geçmemesi kısmen de olsa Ana Sermaye miktarının yüksek oranda olmasını sağlamaktadır.

3.5. Türkiye’de KDK’lar ile ilgili Gelişmeler

Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları 90’lı yıllardan önce gelişmekte olan ülkeleri derecelendirmeye tabi tutmuyorlardı. Türkiye derecelendirme tarihi 1989 ile başlamasına rağmen ilk notu 1992 yılında açıklanmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye’de faaliyet göstermesi ile Türkiye bu işlemler ve uygulamaları için belli standartlar getirmiştir.

3.5.1. Türkiye’nin Derecelendirme Süreci

Türkiye’nin 1989 yılında sermaye piyasalarında serbestleşmeye gitmesiyle ülkeye hızlı bir sermaye akışı yaşanmıştır. Böylece 1991 yılında Türkiye içinde derecelendirme notu süreci başlamış oldu. Aslında ilk olarak not verme süreci 1989’da başlamasına rağmen Yankee Bond ve Japonya’da Samurai Bond ihraç edilmesi nedeniyle S&P derecelendirme notunu 1992 yılına kadar ertelemiştir. Türkiye için ilk derecelendirme notu kullanan derecelendirme kuruluşu S&P olmuştur. Daha sonra Moody’s ve ardından Fitch derecelendirmeye tabi tutmuştur. 1990’lı yıllarda Moody’s ve S&P’ye göre yatırım yapılabilir seviyede notlandırılmıştır. Sonraki dönemlerde yaşanan uluslararası krizler ve yaşanan siyasal çalkantılar nedeniyle Türkiye’nin notları aşağı yönlü trendler izlemiştir.

2001 yılında bankacılık sektöründe yaşanan kriz nedeniyle derecelendirme kuruluşları ülke notunu spekülasyon seviyeye kadar geriletmiştir.

2004 yılında iktidarın değişmesiyle yakalanan toparlanma kredi derecelendirme notlarında yansımış yukarı yönlü bir hareketlenme gerçekleşmiş.

2013 yılına gelindiğinde Moody’s ve S&P göre Türkiye kredi notu yatırım yapılamaz olarak analiz edilmiş fakat Fitch ise yatırım yapılabilir seviyeye çıkarmıştır.

2014 yılında Moody’s ülke notunu tekrar yatırım yapılabilir seviyeye çıkarmıştır, Fitch kredi notunu ise bir önceki yıla aynı tutarak BBB vermiş ancak görünümü durağandan negatife çevirmiştir, S&P BB+ olarak belirleyip durağan olan not görünümünü negatife çevirmiştir.

2015 yılına gelindiğinde ise Moody’s herhangi bir değişikliğe gitmemiş, Fitch ise BBB- notu vererek yatırım yapılabilir durağan seviyede tutmuş, S&P ise Türkiye’nin kredi notunu değiştirerek BBB- seviyesine indirmiştir.

2016'da Türkiye tekrardan yatırım yapılamaz ülkeler kategorisine iki derecelendirme kuruluşu (Moody's ve S&P) tarafından alınmıştır. Fitch ise yatırım yapılabilir seviyede tutmuş fakat negatif olan görünümünü değiştirmemişti (Süngü, 2017).

2017 yılının başlarında S&P ülke notunu "Yatırım yapılamaz" olan düzeyde tutmuş ve görünümünü durağandan negatife dönüştürmüştür. Son yatırım yapılabilir seviyede tutan derecelendirme kuruluşu Fitch, Türkiye'nin BBB- olan notunu, BB+ seviyesine düşürmüştür. Görünümü ise durağan olarak belirlemiştir. Fitch, Kasım 2012'de Türkiye ekonomisindeki olumlu gelişmeleri göstererek ülke notunu yatırım yapılabilir seviyeye yükselten ilk kurum olmuştur (BBC, 2017). 2017 yılı itibarıyla derecelendirme notları aşağıdaki gibidir.

Fitch 28 Ocak 2017 Negatif BB+ (Yatırım yapılamaz)

S&P 27 Ocak 2017 Negatif BB (Yatırım yapılamaz)

Moody's 23 Eylül 2016 Durağan Ba1 (Yatırım yapılamaz).

Türkiye'nin üç büyükler tarafından ilk derecelendirme tarihinden günümüze not değerleri aşağıda toplu halde Tablo 11'de verilmiştir.

Tablo 11: Üç Kredi Derecelendirme Kuruluşunun Uzun Vadeli Türkiye Not Scalası

KDK	Derecelendirme Notu	Görünüm	Tarih
Fitch	BB+	Negatif	28 Ocak 2017
S&P	BB	Durağan	27 Ocak 2017
S&P	BB	Durağan	4 Kasım 2016
Moody's	Ba1	Durağan	23 Eylül 2016
Fitch	BBB-	Negatif	19 Ağustos 2016
S&P	BB	Negatif	20 Temmuz 16
Moody's	Baa3	Olumsuz izleme	18 Temmuz 16
S&P	BB+	Durağan	6 Mayıs 2016
Moody's	Baa3	Negatif	11 Nisan 2014
S&P	BB+	Negatif	7 Şubat 2014
Moody's	Baa3	Durağan	16 Mayıs 2013
S&P	BB+	Durağan	27 Mart 2013
Fitch	BBB-	Durağan	5 Kasım 2012
Moody's	Ba1	Pozitif	20 Haziran 2012
S&P	BB	Durağan	1 Mayıs 2012
Fitch	BB+	Durağan	23 Kasım 2011
Fitch	BB+	Pozitif	24 Kasım 2010
Moody's	Ba2	Pozitif	5 Ekim 2010

S&P	BB	Pozitif	19 Şubat 2010
Moody's	Ba2	Durağan	8 Ocak 2010
Fitch	BB+	Durağan	3 Aralık 2009
Fitch	BB-	Pozitif	27 Ekim 2009
Moody's	Ba3	Pozitif	18 Eylül 2009
S&P	BB-	Durağan	17 Eylül 2009
S&P	BB-	Negatif	13 Kasım 2008
S&P	BB-	Durağan	31 Temmuz 2008
S&P	BB-	Negatif	3 Nisan 2008
Fitch	BB-	Durağan	9 Mayıs 2007
S&P	BB-	Durağan	27 Haziran 2006
S&P	BB-	Pozitif	23 Ocak 2006
Moody's	Ba3	Durağan	14 Aralık 2005
Fitch	BB-	Pozitif	6 Aralık 2006
Moody's	B1	Pozitif	11 Şubat 2005
Fitch	BB-	Durağan	13 Ocak 2005
Fitch	B+	Pozitif	25 Ağustos 2004
S&P	BB-	Durağan	17 Ağustos 2004
S&P	B+	Pozitif	8 Mart 2004
Fitch	B+	Durağan	9 Şubat 2004
Moody's	B1	Durağan	21 Ekim 2003
S&P	B+	Durağan	16 Ekim 2003
Fitch	B	Pozitif	25 Eylül 2003
Fitch	B-	Pozitif	6 Ağustos 2003
S&P	B	Durağan	28 Temmuz 2003
Fitch	B-	Negatif	25 Mart 2003
S&P	B-	Durağan	7 Kasım 2002
Moody's	B1	Negatif	10 Temmuz 2002
S&P	B-	Negatif	9 Temmuz 2002
S&P	B-	Durağan	26 Haziran 2002
Fitch	B	Durağan	5 Şubat 2002
S&P	B-	Pozitif	29 Ocak 2002
Moody's	B1	Durağan	15 Ocak 2002
S&P	B-	Negatif	30 Kasım 2001
Fitch	B	Negatif	2 Ağustos 2001
S&P	B-	Negatif	11 Temmuz 2001
S&P	B-	Negatif	27 Nisan 2001
S&P	B-	Negatif	17 Nisan 2001
Moody's	B1	Negatif	6 Nisan 2001
Fitch	B+	Negatif izleme	2 Nisan 2001
S&P	B	Negatif izleme	23 Şubat 2001
Fitch	BB-	Negatif izleme	22 Şubat 2001
Moody's	B1	Durağan	21 Şubat 2001
S&P	B+	Negatif izleme	21 Şubat 2001
S&P	B+	Durağan	5 Aralık 2000
Fitch	BB-	Durağan	21 Eylül 2000
Moody's	B1	Pozitif izleme	24 Temmuz 2000
Fitch	BB-	n/a	27 Nisan 2000
S&P	B+	Pozitif	25 Nisan 2000
Fitch	B+	Pozitif izleme	10 Nisan 2000
S&P	B	Pozitif	10 Aralık 1999

Moody's	B1	Pozitif	30 Kasım 1999
S&P	B	Durağan	21 Ocak 1999
S&P	B	Pozitif	11 Ağustos 1998
Moody's	B1	Durağan	13 Mart 1997
Moody's	Ba3	Negatif izleme	9 Ocak 1997
Fitch	B+	n/a	20 Aralık 1996
S&P	B	Durağan	13 Aralık 1996
Fitch	BB-	Negatif izleme	29 Temmuz 1996
S&P	B+	Negatif izleme	17 Temmuz 1996
S&P	B+	Durağan	18 Ekim 1995
Fitch	BB-	n/a	26 Eylül 1995
S&P	B+	Pozitif	24 Temmuz 1995
S&P	B+	Durağan	16 Ağustos 1994
Fitch	B	n/a	10 Ağustos 1994
Moody's	Ba3	Durağan	2 Haziran 1994
S&P	B+	Negatif izleme	29 Nisan 1994
S&P	BB	Negatif izleme	22 Mart 1994
S&P	BBB-	Negatif	14 Ocak 1994
Moody's	Ba1	Durağan	13 Ocak 1994
S&P	BBB	Negatif	3 Mayıs 1993
Moody's	Baa3	Durağan	5 Mayıs 1992
S&P	BBB	Durağan	4 Mayıs 1992

Kaynak: (<http://www.tradingeconomics.com/turkey/rating>)

3.5.2. Türkiye’de yapılan Düzenlemeler

Türkiye’nin kredi derecelendirme kuruluşları ile yakın geçmişte tanışmış olmasından dolayı yapılan yasal düzenlemelerde oldukça yakın bir zaman da gerçekleşmiştir (Akçayır, 2012: 63). Türkiye’nin yasal altyapı 06/03/1997 tarihinde ve 22925 sayılı resmi gazete tarafından kamuoyuna bildirilen “Derecelendirme Faaliyeti ile Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar” başlıklı Seri: VIII No: 31 Tebliği ile oluşturulmuştur. Derecelendirme faaliyetinde bulunacak kredi derecelendirme kuruluşlarının ülke içerisindeki faaliyetlerini bu tebliğle düzenlenmiştir (Dilçikık, 2010: 45-46). Türkiye’de derecelendirme faaliyeti, kredi derecelendirmesi ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi faaliyetlerini kapsamaktadır (BorsaGündem, 2017). Türkiye’de KDK’ların gözetim ve denetimini gerçekleştiren iki farklı kamu kurumu mevcuttur. Bunlar SPK ve BDDK’ dır (Yazıcı, 2009: 13).

Türkiye’de sermaye piyasasında işlem gören KDK’lar ile ilgili temel düzenlemeler aşağıdaki gibidir (Şen, 2014: 19);

- 5411 sayılı Bankacılık Kanunu’nun 15, 34, 36 ve 93’üncü maddelerine dayanarak Bankacılık ve Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) hazırlanan ve 01.11.2006

tarihli ve 26333 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan “Derecelendirme Kuruluşlarının Yetkilendirilmelerine ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik”,

- 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun 22’nci maddesinin birinci fıkrasının “n” bendi ve 39’uncu maddelerine dayanarak Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından hazırlanan ve 12.07.2007 tarihli ve 26580 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan Seri: VIII, No:51 “Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği”,
- IOSCO tarafından Mayıs 2008’de gözden geçirilmiş bulunan “Kredi Derecelendirme Kuruluşları İçin Yönetim Kuralları Temel Esasları”,
- Avrupa Birliği (AB) Parlamentosu ve Avrupa Konseyi’nin 17.11.2009 tarihli ve L.302/1 sayılı AB Resmi Gazetesinde yayımlanan “Kredi Derecelendirme Kuruluşları Hakkındaki 16.09.2009 tarihli ve 1060/2009 sayılı Düzenlemesi” (Akbulak, 2012: 178).

3.5.2.1. SPK Tarafından Yapılan Yasal Düzenlemeler

12/07/2007 tarihinde ve 26580 sayılı Resmi Gazete’de derecelendirmede bulunan bu kuruluşlar ve bu kuruluşların çalışanlarına kurulca kabul edilen uluslararası KDK’lara ilişkin, usul ve esasları düzenlemek için SPK tarafından Seri: VIII No: 51 sayılı yayımlanmıştır. Tebliğ’de öne çıkan bazı konular 4. Maddesine göre;

- İşletmelerin derecelendirme yaptırmaları ihtiyaridir. Fakat kurulca yapılması gerekli görülmesi durumunda yapılması zorunludur.
- KDK’lar işletmelerin talebi olmaksızın derecelendirme yapabilirler. Derecelendirme kuruluşları herhangi bir talep olmadan yapılan işletmelerin derecelendirmelerini kamuoyuna açıklama yapmadan ilgili işletmelere bilgi vermek zorundadır. İşletmeler hakkında yapılan derecelendirmeler yapılırken bilgiler titizlikle incelenmelidir.
- Talebe bağlı olmayan derecelendirmeler bu Tebliğde usul, esas ve ilkelere uygun olarak işletmenin birbirini izleyen 3 hesap dönemi süresince devam edilir. Verilen notlar en fazla 6 ay boyunca incelenip açıklanır.
- Talebe bağlı olmayan derecelendirmelerde; derecelendirme notu ile öngörülen ücret birlikte kamuoyuna açıklanması zorunludur.

Tablo 12: Seri: VIII, No:51 Tebliğ'inin 7'nci Maddesine Göre Kabul Edilen KDK'lar

Türkiye'de Kurulan ve SPK Tarafından Yetkilendirilen Kuruluşları	Türkiye'de Faaliyetinde Kabul Edilen Kurulca Uluslararası Derecelendirme Kuruluşları
1- Fitch Ratings Finansal Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. 2- JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş. 3- Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. 4- Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş. 5- TURKRATING İstanbul Uluslararası Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.	1- Standards and Poor's Corp. 2- Moody's Investor Service Inc. 3- Fitch Ratings Ltd.

Kaynak: (www.spk.gov.tr)

3.5.2.2. BDDK Tarafından Yapılan Düzenlemeler

BDDK yaptığı düzenlemelerle finansal piyasalarda güven ve istikrar sağlamak ister bunun temel amacı kredi sisteminin etkin ve tasarruf sahiplerinin hak ve menfaatlerini uygun şekilde çalışmasına ortam hazırlamaktır. Bankalar mali işlemleri ve kuruluş faaliyetleri BDDK'nın iznine tabidir. Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının bankalar için işlemde bulunabilmesi ancak BDDK'dan yetki alabilmeleriyle mümkündür (Karagöl ve Mihçioğur, 2012: 25).

01.11.2006 tarihinde ve 26333 sayılı Resmi Gazete yayınlanan "Derecelendirme Kuruluşlarının Yetkilendirilmesine ve Faaliyetlerine ilişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik" yayımlanmıştır. Yönetmeliğin 12. Maddesinde KDK'lar için öngörülen bazı şartlar aşağıdaki gibidir;

- Esas sözleşmelerinde sadece derecelendirme işleminde bulunacağına dair ibarenin bulunması,
- Ticaret unvanlarında derecelendirme ibaresinin bulunması,

- Derecelendirme işlemini gerçekleştirecek donanım, yeteri nitelik ve sayıda uzman, belge ve kayıt düzenine sahip olunması,
- Uluslararası ve ulusal çapta derecelendirme yetkisinin iptal edilmemiş olması,
- Yaptıkları işlemlerden doğabilecek zararları karşılamak amacıyla mesleki sigorta yapacaklarını taahhüt etmesi.

Tablo 13: BDDK Tarafından Yetkilendirilen Kredi Derecelendirme Kuruluşları

Kredi Derecelendirme Kuruluşu	Kuruluş Tarihi	Yetkilendirme Tarihi
1. İstanbul Uluslararası Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.	04.07.2006	20.08.2009
2. Jcr Avrasya Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.	22.02.2007	01.10.2009
3. Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme Ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş.	Haziran 2008	20.08.2009

Kaynak: (Akçayır, 2012: 64)

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI VE KRİZLERDEKİ ROLLERİ

Derecelendirme kuruluşlarının güç ve yetki alanlarındaki en büyük sorun, ani bir mali bozulmanın tahmin edilmesinde başarısızlık olduğunda ortaya çıkar. Yatırımcılar, şirketler, belediyeler ve hükümetler hemen ortaya çıkmayacak sorunları olma ihtimaline karşı derecelendirme kuruluşlarından olabilecek bir kriz durumunda kendilerini uyarmasını bekler. KDK'lar sıklıkla bunu yaparlar; 2001'de yatırımcıları Arjantin'in mali durumunun kötüleştiğini belirttiler, yatırımcıları tekrar tekrar Japonya'nın artan borçluluğuna karşı uarmaya başladılar. Yatırımcıların KDK'ları yanlış anlamasıyla sorunlar gelişmeye başladı ve sonuç olarak telekomünikasyon endüstrisi çöktü. Böyle olunca, örneğin yatırım yapılabilir bir derecelendirme yapan KDK, bir iflası öngörmede başarısız olduğunda, suçlamalar hatsafhaya çıkar ve derecelendirme krizi başlar. Ancak derecelendirme krizleri yeni bir şey değildir. Modern çağların ilk büyük derecelendirme krizi Haziran 1970'deki Penn Central Demiryolları'nın iflasıydı. 1951'de kredi kartını yaratan banka olan Franklin National Bank'ın başarısızlığı, 1974'de bir diğer önemli derecelendirme krizini başlattı. 1970 yılların sonlarında küreselleşen finansal kriz nedeniyle derecelendirme kuruluşlarının başarısızlıkları şiddetli bir şekilde kamuoyu tarafından görülmeye başlandı (Sinclair, 2005: 157).

Tablo 14: Modern Küresel Krizler

1994-1995	Meksika ekonomisi krizi, Meksika pezosunda yapılan devalüasyon sonucu ortaya çıktı ve Latin Amerika'yı etkiledi
1997-1998	Asya finansal krizi Tayland'da baht'ın çökmesiyle başladı. Fakat borsanın çökmesiyle çoğu güney Asya ülkesini ve Japonya'yı etkiledi.
1998	Rusya finansal krizi emtia fiyatlarının aniden düşmesiyle para bono piyasalarıyla borsada yaşanan çökme sonucu ortaya çıktı ve Asya finansal krizini tetikledi.
1999-2002	Arjantin finansal krizi, Arjantin ekonomisine yatırımcıların güveninin sarsılmasıyla başladı ve Arjantin de GDP'nin düşmesine neden oldu. Önemli miktarda para ülke dışına çıktı.
2000	DOT.com krizi: IT firmasıyla ilgili hisse senetlerinde 1998 yılından beri yaşanan spekülasyon artışının ardından patlayan DOT.com köpüğü krize neden oldu.
2002	Arjantin kriziyle bağlantılı olarak Uruguay'da başlayan banka krizleri bankaların kitlesel çöküşüne neden oldu.
2007-2008	ABD'de başlayan mortgage krizi tüm dünyayı etkiledi.
2007-2009	Küresel finansal kriz

Kaynak: (Toraman ve Yürük, 2014: 137) “Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Finansal Krizlere Etkileri”

Bu krizlerde kredi derecelendirme kurumlarının rolü oldukça tartışılmıştır. Kredi derecelendirme kurumlarının bazı ülkeler ve şirketlerin yaşadığı belli başlı krizler üzerinde etkisi olmuştur.

Değişen derecelerde derecelendirme alanına hâkim ‘risk ustaları’ (Moody’s Investors Service, Standard & Poors ve Fitch Ratings) olan KDK’ların isimleri yakın geçmişte neredeyse her ciddi finansal ve mali krize karışmıştır. 1998’de yaşanan Asya krizinden, kurumsal ticaret skandallarına, enerji ticareti devi Enron’un ya da 2003’te dolandırıcılık yapan Parmalat’ın çöküşüne, 2007-08 kredi krizine kadar uzanan bu finansal araçlar bir takım yanlış değerlendirmelerden (pazar hareketlerini döküntü veya geç dönem) dolayı sorumlu olarak görülmüştür (Paudyn, 2014: 1).

4.1. Ülkeler Çapındaki Krizler

4.1.1. Meksika krizi

1980 ve 1990 yıllarındaki Latin Amerika krizlerinden farklı olarak, 1994-1995 yıllarında Meksika’daki kriz makroekonomik istikrarın nispeten sağlandığı bir ortamda meydana gelmiştir. Kriz çıkana kadar ülkenin gelişmekte olan birçok ülkeye kıyasla büyümeye ve gelişmeye gayet sağlıklı görülmekteydi. Ülkede devasa bütçe açıkları olmamakla birlikte enflasyon düşüktü. Meksika 1980’li yıllarda başlattığı özelleştirme reformlarıyla 1982’de kamulaştırdığı bankalardan 1990’da 18 tanesini özelleştirerek başarılı bir girişime imza atmıştır. Faiz oranlarını serbestleştirmiş kredi sınırlamalarına son vermiştir (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002: 8). Dünya faiz oranlarındaki artış ve iyileşme Meksika’ya giren yabancı yatırımların düşüşüne yol açmış siyasi sorunlar ve suç oranlarındaki artış ekonomiyi kötü bir şekilde etkilemiştir. Artık belirginleşen siyasi belirsizlik ve ekonomik istikrarsızlık ve rezervlerin azalması nedeniyle Pezo devalüasyona uğratmıştır (Turan, 2011: 59). Meksika’nın 23 Aralık 1994’te S&P tarafından olumsuz görünümlü listeye alınması aynı zamanda 10 Şubat 1995’te BB+’den BB’ye indirilmesi ve daha olumsuz bir görünüm verilmesi 23 Mart 1995 Meksika Pesosu krizini kötüleştirmiştir. Ortaya çıkan piyasa krizi daha da derinleşmiştir (Kraussl, 2000: 14).

4.1.2. Asya krizi

1993 ve 1997 yılları arasında uluslararası yatırımcılar Asya ülkelerine \$500 milyon fazla yatırım yapılmıştır. Dönemin piyasalarının iyi olmasından dolayı yatırımcılar bölgedeki pazarların çoğunda şeffaflık ve düzenleyici yasalarının eksikliğini bilmemekteydiler. Kriz 1997 ortasında patlak vermesiyle birçok yatırımcının yatırımları heba olmuştur. Asya finansal krizi, uluslararası finansal sistemi etkin bir şekilde çalıştırmanın önemi ve zorluğu için bir uyarıdır. Asya krizi ile ilgili olarak bir Ekonomist; “Uluslararası finansal yönetimde kendiniz bir işletme okulu sınavına girdiğinizi düşünün. Test bir vaka çalışmasıdır. Bu vaka, bir karmaşa içindeki gelişmekte olan bir ekonomi ile ilgili belirsizliği ilgilendiriyor. Ayrıca bankaların ve şirketlerin, genellikle uzun vadeli yerel yatırım projelerini finanse etmek için kısa vadeli borç aldıklarını biliyorsanız, ülkenin dış borçlarının ne kadar büyük olduğunu bilmiyorsanız ve etkili bir iflas kanunu bulunmamakla birlikte yolsuzluk yaygınsa, soru: Burası, para yatırmak için güvenli bir yer mi?” (Langohr and Langohr, 2008: 357).

Maalesef derecelendirmeler, borçların sorumluluk riskini üstlendiği ucuz kaynaklı bir ön inceleme biçimi olarak değerlendirilmek suretiyle (pasif) portföy yöneticileri ve tahvil tüccarları, derecelendirme yapılacak kurum kuruluşları doğru bir şekilde tanımak için gerekli ve yeterli araştırmayı yapamamışlardır. Dış kaynaklı durum tespiti kolaylıkla değerini gösterebilir ancak doğruluğu kesin değildir. Bu zihniyet 1980'lerdeki borç krizinin ardından daha da güçlenmiştir. Her zamankinden daha karmaşık olan menkul kıymetler için daha yoğun bir talep olmuş, dahası bu finansal enstrümanlara eşlik eden yüksek ücretler ve komisyonlar nedeniyle büyüyen büyük ticaret bankaları, büyük sermaye hareketlerini bir kez daha gelişmekte olan piyasalara yönlendirilmeye başlamış; Bu durum Doğu Asya için; 'Asya Kaplanları' kükremesi olarak ifade edilmiştir (Paudyn, 2014: 39). Kuşkusuz Asya krizi kısa sürede küreselleşti ve dünyaya hızla yayılmaya başladığı için dikkat çekti yapılan devalüasyonların eskiye oranla daha az etkili olması yanında krizi öngörmeye KDK'larda başarılı olamamıştır (Parasız, 2002: 320).

Finansal kriz sonrası ülke paraları değer kaybı yaşamış, işsizlik oranı artmış, ekonomi bozulmuş ve küçülmüş, uluslararası yatırımlar düşmüş borsalar çökmüş ve çok sayıda banka ve finansal şirket batmıştır (Turan, 2011: 61). Kriz sonunda kredi

derecelendirme tarihinin en büyük not düşürme olayları yaşanmıştır. Örneğin; S&P, 1 Temmuz 1997’de Tayland’a A notunu vermiş iken kriz sonrası 30 Kasım 1998’de bu notu BBB- seviyesine düşürmüştür, Endonazyaya 1997’de BBB notu veren S&P 1998’de bunu CCC+ indirmiştir. Kriz sonrası Endonezya ve Kore notları sekiz basamak, Malezya beş basamak, Tayland dört basamak aşağı çekilmiştir (Kraussl, 2000:5).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının notları bir anda birden çok kademedede indirmesi krizi dahada derinleştirmesi KDK’ların daha fazla eleştiriye maruz kalmasına sebebiyet vermiştir. Ülkelerin mali, finansal ve ekonomik göstergelerinde çok fazla değişiklik olmamasına rağmen büyük not indirimleri KDK’ların sağlıklı analiz yapmadıkları kanaatinin daha ağır basmasına neden olmuştur (Gür ve Öztürk, 2011: 77).

4.1.3. Rusya Krizi

1991’de Sovyetler Birliği’nin dağılmasıyla Rusya merkezi yapılı ekonomiden serbest piyasa ekonomisine geçiş için 1992 yılında serbest piyasa koşulları oluşturulmuş, dış ticarete liberalizyon gerçekleştirilmiştir. Kamu sektörünün büyük kısmı özelleştirilmiştir. 1998 de rublenin devalüasyonu ile başlayan bir kriz patlak vermiş kısa vadede borçların ertelenmesine karar verilmiştir. Asya ülkelerinde patlak veren krizde Rusya’nın etkilendiği iç ve dış faktörler; dünya enerji piyasasında fiyatlarda düşüş yaşanması dış faktör iken serbest piyasa ekonomisine geçerken giderlerin dış borçlanmayla, kısa vadeli borçların artması, üretimin azalması başlıca iç faktörlerdendir (Seyidoğlu ve Yıldız, 2006: 362). 1998’de Rusya’da meydana gelen krizden dolayı S&P Rusya’nın notunu B- den, negatif görünümünü koruyarak CCC’ye düşürdü. Aynı şekilde diğer kredi derecelendirme kuruluşlarında not düşürmesiyle 1998’de Rusya devalüasyon yaparak borçlarını erteleme kararı almıştır. Pazardaki spekülasyon durumu kısa sürede Brezilya, Arjantin, Meksika ve Türkiye piyasalarında da etkisini göstermiştir. Özellikle Rusya’nın notunun düşürülmesi Brezilya spekülasyon pazar endeksinde %20 oranında artış görülmesine neden olmuş buda KDK’ların bir ülkenin notunun düşürülmesinin sadece o ülkeyi etkilemediği diğer piyasaları da etkilediğini gözler önüne sermiştir (Toraman ve Yürük, 2014:141).

4.1.4. Türkiye krizleri

Türkiye’de meydana gelen başlıca krizler (1994, 1998 ve 2000-2001) ele alınmış ve uluslararası krizlerde rol oynayan KDK’lara da değinilmiştir.

4.1.4.1. 1994 Krizi

1993 yılında, KİT açıkları, altyapı yatırımları, ücret ve maaşlardaki hızlı artışlar, terörle mücadele ve körfez savaşından kaynaklı faizlerin üzerinde baskı artmış, kamu açıklarının finansman maliyeti düşürülmek istenmiştir. Borçlanma miktarlarında sınırlamaya gidilerek faiz oranları düşürülmeye başlanmış ancak yüksek enflasyon, yüksek cari işlemler ve bütçe açıkları gibi gösgelerdeki tutarsızlıklardan dolayı TL’ye olan güven sarsılmış TL ile finansal piyasalarda işlem yapma cazibesi hiç yok denecek kadar azalmıştır. Ayrıca dış kaynak bulmakta zorlanan hazine 1994 yılından itibaren geçerli olacak olan %5 oranında gelir vergisi stopajı uygulanacağını ilan edince iç piyasalardan kaynak bulma ve borçlanma işleminde de azalma yoluna gidilmiştir. Zorunlu olarak Merkez Bankası kaynakları tüketilmeye başlanmıştır.

Sonuç olarak piyasadaki likit fazlası dövize yönelmiştir. Kur hızlanmaya başlamış 26 Ocak 1994 tarihinde TL yaklaşık %14 devalüsyona uğramış bunu 1 Mart ve 17 Mart tarihlerindeki iki devalüasyon izlemiştir. TL’nin yabancı paralar karşısında hızla değer kaybetmesi kur-faiz makasını daraltmış, bankaların açık pozisyonlarını kapatmak için dövize hücum etmesinden kaynaklı merkez bankasının 1 Aralık 1993’de 7 milyar dolardan fazla olan döviz rezervleri 1 Mart 1994’de 3.3 milyar dolara düşmüştür.

Bütün bu gelişmelere iki büyük kredi derecelendirme şirketinin (Moody’s ve Standart and Poor’s) Türkiye’nin kredi notunu düşürmesi ve üç küçük bankanın kapatılması eklenmiştir (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002: 17). Bu sebeplerden ötürü 1994 krizi patlak vermiş ve kur, faiz dengesini yeniden dengeye oturtacak bir ekonomik programın yapılması gerekliliği ortaya çıkmıştır (Mangır, 2006: 464).

4.1.4.2. 1998-1999 Krizi

1995 ve 1996 yıllarında sürekli olarak enflasyonun artmış olması, IMF ile yapılan stand-by anlaşmasının sona ermiş olması, toplam ithalatın toplam ihracattan çok daha fazla çıkması 1997 yılına gelindiğinde ise dış borç ve cari açığın hızla artmış

olması tüm bu olumsuz göstergelerin yanında hükümet ve ordu arasındaki anlaşmazlıklar da artmıştır. 1998 yılında ise Asya ülkelerinde olan kriz bu kez Rusya da patlak vermiş dünyada üretim ve ticarete yapılan yatırımlarda daralma olmuş ve bu durum Türkiye’den 6 milyar dolar paranın çıkmasına sebep olmuştur. 1999 yılında Marmara bölgesinde meydana gelen 7.4 şiddetindeki deprem büyük hasara sebep olmuş depremin tahmini zararı 10 milyar TL dolayında olduğu DPT tarafından açıklanmıştır (Akpınar, 2009). Özellikle Asya ülkeleri, Rusya ile ihracattaki düşüş ve turizmdeki düşüş Türkiye’de krizin daha da derinleşmesine sebep olmuştur (Kazgan, 2005: 223).

Gelişmekte olan ülkelerdeki krizlerin ortaya çıkışına bakıldığında, genel de ülkeye hızla giriş yapan sıcak paradaki artış, düzensizleşen finansal serbestleşme, yabancı yatırımcının düzensizleşen piyasadan çıkışına sebep olduğu görülmüştür (Abanoz, 2012: 46). Türkiye’nin 1990’lı yıllarda düşük not almasından dolayı uluslararası piyasalardan borçalanırken, vade yapısı ve maliyeti daha uygun olan piyasa ekonomilerinden yararlanamamış bu da ekonominin dahada zayıflamasına yol açmıştır (Karagöl ve Mihçioğur, 2012: 18). Tüm bu göstergeler ışığında Kredi derecelendirme kuruluşları 1992 yılında derecelendirmeye başladıkları Türkiye piyasasını takip eden yıllar da sürekli not indirimleri yaparak veya sabit tutarak Türkiye’nin krize sürüklenmesinde doğrudan etkili olmuştur.

4.1.4.3. 2000-2001 Krizi

2000’lerin başında yaşanan bu iki kriz özellikle Türkiye ve Arjantin’de meydana gelmiş IMF’nin çabalarıyla krizin daha da yıkıcı olmasının önüne geçilmiştir (Akman, 2010: 215). Türkiye, 2000 Kasım ayında döviz için yapılan yoğun spekülasyon saldırıyı önlemek amacıyla yüksek faiz oranları çok büyük miktarda döviz rezervi kayıpları ve IMF’den 7.5 milyar dolar büyüklüğünde kredi çekilmesiyle son bulmuş. Yaşanan 2000 (Kasım) Krizi ile 2001 (Şubat) Krizi aslında tek bir ekonomik krizin parçaları olarak kabul görmüştür (Altunöz, 2013: 153).

2001 Şubat krizi sonrası ekonomi %8,5-9’luk bir daralma yaşamış 19 banka 125 işyeri kapanmış 1,5 milyon insan işsiz kalmış enflasyon oranı yüksek bir artış göstermiş kriz yılında Türkiye GSMH’si 50 milyar dolar kayıp yaşamıştır (Turan, 2011: 73). Türkiye’nin kriz dönemlerinde üç kredi derecelendirme kuruluşu tarafından not

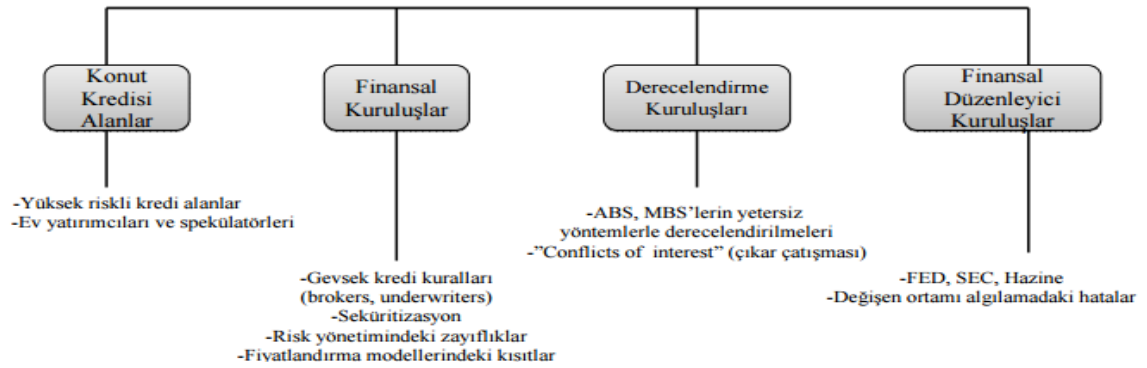
yükseltmeye gidilmemiş sadece görünümü değiştirmiş bu da ülkenin finans kaynağı bulma konusunda ciddi sıkıntı yaşamasına sebep olmuştur.

4.1.5. 2008 Mortgage Krizi

2008 yılının eylül ayında önce ABD’de sonra tüm dünyayı saran küresel krizin kökeninde tarihin en büyük gayrimenkul ve kredi balonu yatmaktadır. ABD’deki mortgage piyasası yaklaşık 10 trilyon dolarlık bir büyüklüğe ulaşmış ve dünyanın en büyük piyasası olmuştu (Eğilmez, 2008: 66). Bir Çin atasözünün dediği gibi “Fırtına çıktığında esen rüzgardan en çok etkilenen ağaç, en yüksek olanıdır.” Küreselleşmenin en önemli etkilerinden biri dünyadaki hiçbir ülkeyi artık sadece kendi ekonomik göstergelerine dayalı milli planlama yapamaz hale getirmiş olmasıdır (Kurtoglu, 2011: 164).

Bu kriz kapitalizmin bugüne kadar gördüğü en derin ekonomik kriz olduğu konusunda herkes görüş birliğindedir. Bu kriz Birleşmiş Milletlere (BM) göre “yüzyılın krizi” Ulusal Para Fonuna (IMF) göre “dünya ekonomisinin 1930’lardan bu yana karşılaştığı en tehlikeli finans şoku” olarak ifade edilmiştir.

Şekil 4: Mortgage Krizinin Aktörleri



Kaynak: (Aslan, 2008: 8)), “İpotekli Konut Finansman Sisteminde Kriz”

Temmuz 2008’de ABD’de Fannie Mae ve Freddie Mac adını taşıyan federal hükümet destekli iki dev konut kredisi için mali sıkıntı içinde olduklarına dair iddaalar ortaya atılmaya başlanmıştır. ABD’de konut piyasasının büyük bir payını elinde tutan iki kuruluşun hisse senetleri büyük bir değer düşüklüğü yaşamış Ocak 2008 de 68 dolar olan hisse senetleri Temmuz 2008’de 5 dolar seviyesine inmiş 7 aylık kısa bir sürede %92 oranında değer kaybı yaşamıştır (Coşkun, 2011: 65).

2008 krizinde faizlerin düşük olduğu dönemlerde artan risk iştahıyla kişilerin kredi geçmişlerine bakılmadan verilen sub-prime mortgage kredilerinde, faizlerin yükselmesiyle birlikte yaşanan temerrütler ve icra yoluyla satışlar artmaya başlamış ve bu durumun karmaşık türev araçlarla finansal sisteme yayılarak dalgalanmaya neden olmuştur. 2007 yılının ikinci çeyreğinden itibaren krize dönüşen mortgage kredilerinin ödenmemesi sistemi tümüyle olumsuz etkilemiştir (BDDK, 2008: 45). Ancak KDK'lar, neredeyse değersiz sub-prime'lar ile ilgili menkul kıymetlerin binlercesine AAA notu vermeyi sürdürdü. A.I.G.'nin bir kademe aşağı indirilmesi bile Krize girmeden önce 8 milyar dolarlık bir kurtarma işlemi olacaktı. KDK'lar kredi piyasasında oluşan balona katkıda bulundukları yönünde eleştirilmektedir (Ryan, 2012: 11). Aynı kredi derecelendirme kurumlarının, bu tahvillere yakın tarihlerde olumlu notlar verirken, bir anda not indirimlerine gitmesi sistemin sorgulanmasını da beraberinde getirmiştir. Sonuç olarak bu yatırım araçlarının fiyatları oldukça düşmüş ve milyarlarca dolarlık fonlar değerini kaybetmiştir (BDDK, 2008: 57).

4.1.6. Yunanistan Krizi

Lehman Brothers'ın Eylül 2008 ortalarındaki çöküşünün ardından finansal piyasalar kargaşa içine düşmüş. Bankalararası faizler ve kredi spreadleri rekor düzeylere yükselmiş ve büyük çaplı temerrüt korkuları artmıştı. Ayrıca finans piyasasındaki aşırı stok, birçok hükümeti (gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde) hem bankaları kurtarmaya hem de kamu borcu yükünü arttırmaya zorladı. Bu durum birkaç Avro bölgesi üyesi (Yunanistan, İrlanda, Portekiz ve İspanya) ülkenin mali durumlarıyla ilgili belirsizlik, olumsuz ekonomik görünüm ve zayıf bankacılık sistemlerinden dolayı bu ülkelerin kredi değerliliğini zayıflattı (Gaillard, 2012: 174).

Yunanistan Euro bölgesine girdikten sonra bütçe açığı ve kamu borç stokunda sürekli bir artış olmuş, borç krizinin ortaya çıktığı 2009'da bütçe açığının gayri safi yurtiçi hasılaya oranı %15.6, kamu borç stokunun gayri safi yurtiçi hasılaya oranı %129.7'ye çıkmış, kriz sonrasında 2012 yılı itibariyle bütçe açığının gayri safi yurtiçi hasılaya oranı %10, kamu borç stokunun gayri safi yurtiçi hasılaya oranı %156.9 seviyelerindeydi. Yunanistan ekonomisi küresel ekonomik kriz çıkmadan önce 2001-2007 arsında %4.2 büyürken Euro bölgesi (17 ülke) %2 büyüdü yüksek ekonomik büyüme oranları, özel tüketim harcamaları ve kamu yatırımları ile sağlanmış aynı

zamanda büyük ve etkin olmayan kamu yönetimi, emeklilik maliyetleri ve sağlık sistemi genel olarak vergi kaçırma ve mali disiplinin yetersizliğinden dolayı Yunanistan'ın artan bütçe açıkları kamu borç stokunun artmasına sebebiyet veren etkenlerdir. Yunanistan ekonomisi, Euro bölgesine katıldıktan sonra cari açığı sürekli artmış, fakat Almanya, makroekonomik göstergeler ve ekonomisinin rekabetçi gücü açısından Yunanistan'ın çok üzerinde olmasına rağmen, iki ülke 2000-2008 arası dönemde hemen hemen aynı faiz oranından borçlanmışlardır. Düşük faiz oranlarıyla alınan borçlar kamu bütçe açığı, cari açık ve yatırım tasarruf açığı finanse edilmiş. Alınan fonlar gelecekte ödenmesi sağlayacak üretken yatırımlar yerine cari tüketim, cari açıklara, bütçe ve cari açıkların finansmanında kullanılması bütçe açığını ve kamu borç stokunu sürdürülemez seviyelere ulaşmasına sebep olmuştur. Bütçe ve cari açık finansmanı için uluslararası finansal piyasalara ve yatırımcılara aşırı bağımlılık olabilecek herhangi bir değişimde ülkeye savunmasız hale getirmiştir.

Yunanistan kredi notu, S&P tarafından Kasım 1998 Ekim 2003 arasında BBB'den A+'ya, Moody's tarafından Aralık 1996 Kasım 2002 arasında Baa1'den A1'e, Fitch tarafından Haziran 1997 Ekim 2003 arasında BBB'den A+'ya yükseltilmiş Yunanistan'ın borçlanma maliyetinin düşmesindeki etkenlerden birisi olmuştur. Nitekim Yunanistan bütçe açıkları fon kaynaklarının daraldığı bir dönemde, bütçe açığını yukarı yönlü daha önce açıkladığının çok üzerinde olarak düzeltmesi, yatırımcıları tedirgin etmiş, bu da Yunanistan'ın devlet tahvili faiz oranında artışa gitmesine yol açmıştır. Bununla birlikte kredi derecelendirme kuruluşlarının not düşürümleri ile birlikte daha da artan faiz oranları Yunanistan'ın bütçe açığı ve kamu borcunu sürdürülemez boyuta getirerek borç krizinin ortaya çıkmasına neden olmuştur. ABD'de ortaya çıkan krizle Yunanistan'ın borcunu ödemeyeceğine ilişkin endişeleri artırmış ve kredi derecelendirme kuruluşları tarafından kısa süre içerisinde art arda kredi not düşürümleri gelmiştir (Bayar, 2015: 48-52).

Derecelendirme tetikleyicileri borçlu için likidite problemine ve yatırımcının güveninde hızlı bir düşüşe neden olur. Büyük bir düşüş durumunda, uzun vadeli tahvillerin derhal ödemesi gerekecek ve düşük borç ödeme firmaları zorla iflas etmeye neden olmaktadır. Bu konu, Derecelendirme Tetikleyicileri'nin doğruluğunu ve geçerliliğini ve son zamanlarda Euro bölgesinde görülen şirketler ve ülkeler üzerindeki potansiyel etkileri konusunda daha fazla tehdit yaratmıştır. KDK'ların kararlarının olası

etkisini dikkate almadan veya kilit politika kararlarının alınmasını beklemeden uygun olmayan zamanlarda derecelendirmeler yayınlamasından ötürü Nisan 2010'da, S&P Yunanistan'ın kredi notunu BB + 'ya indirmiştir (Ryan, 2012: 11).

4.2. Firmalar Çapında Skandallar

Kredi derecelendirme kuruluşlarının rol ve etkilerinin olduğu şirket skandalları aşağıda başlıklar halinde ele alınmıştır.

4.2.1. Alman Sigorta Şirketi Hannover Re

Moody's tarafından 1998 yılında uluslararası çapta üne sahip Alman sigorta devi Hannover Re'ye gönderdiği bir mektupla şirketten herhangi bir ücret talep etmeksizin şirketin mali durumunu incelemeye karar verdiğini bildirir. Fakat Hannover Re diğer iki derecelendirme kuruluşuyla çalıştığını belirterek başvuru talebini reddetmiştir. Moody's kabul görmemesine rağmen yine de firmayı incelemeye alır diğer kredi derecelendirme kuruluşlarının firmanın mali yapısıyla ilgili olumlu sonuçlar yayınlamasına rağmen Moody's incelemeleri olumsuz olan bir sonuç yayınlamıştır. Bu incelemeler sonucunda firma hissedarlarında tedirginlik oluşmuş ve 2003 yılının Mart ayında Moody's'in son not indiriminden sonra firmanın hisseleri saatler içinde yüzmilyonlarca değer kaybetmiştir (Karaca, 2005: 4). Moody's'in bu işlemi şirketin piyasa durumunu ve geleceğini ne kadar kısa bir sürede mahvedebileceğini göstermiştir. Bu da KDK'ların işlem gücünü ve tehlike boyutunu gözler önüne sermiştir.

4.2.2. Amerikan Yazılım Şirketi "Compuware"

Kredi derecelendirme kuruluşlarının özellikle üç büyüklerin kendilerine has kuralları ve işleyiş biçimleri vardır. Bu durum çoğu zaman güçlerini piyasada kötüye kullanmalarına yol açmaktadır. Derecelendirme şirketleri iş yaptıkları kişi, kurum ve kuruluşların çoğu zaman haberi onayı olmadan talep ettikleri ücretleri yükseltebilmektedir. Böylesi bir durum 1999 yılında Amerikan yazılım şirketi olan Compuware Corp. ile yaşanan olaydır. Standart and Poor's ve Moody's ile 500 milyon dolar borçlanmak için firmalarla belli bir ücrette anlaşılan şirket sonradan Moody's yıllık ekstra 5 bin dolar talep etmesine herhangi bir itirazda bulanamadı ve bu meblağı ödemek zorunda kaldı (Karaca, 2005: 4). Not indirimleri olma ihtimali durumunda firma çok daha büyük bir kayıpla karşılaşacağı için kredi derecelendirme şirketlerini karşısına almamıştır.

4.2.3. Enron Skandalı

Kredi derecelendirme kuruluşlarının inceleme konusunda piyasadan ağır eleştiriler aldıkları ve güvenilirliklerinin sorgulanmasına sebep olan firma skandallarının başında Enron vakası gelir. 1985 yılında “Haustan Natural Gas” ile “Internorth” adlı doğal gaz firmasının birleşmesiyle kurulan şirket faaliyetlerini sadece Amerika ile sınırlı bırakmamış İngiltere, Almanya gibi büyük ülkelerde de faaliyet göstermiştir. Sadece doğal gaz ve enerji faaliyetleriyle sınırlı kalmayan firma kömür, kağıt, kağıt hamuru, plastik ve fiber optik kablo ticaretinde milyonlarca dolarlık iş hacmine ulaşmıştır. Öyleki başarısı 2000 yılında Financial Times dergisi tarafından “Yılın en iyi şirketi” ve “Yılın en cesur ve Başarılı yatırım kararı” dallarında iki ödüle layık görülmüştür. Ayrıca 2001 yılında Ağustos ayında Fortune dergisi tarafından “1996-2001 Yılları Arasında En Yenilikçi Şirketi” ödülüne layık görülmüştür (Tolgay, 2013). Sadece 15 yıllık bir sürede 40’tan fazla ülkede 21.000 çalışanı olan ve Amerika’nın her yerinde büyüyen, en büyük şirket olmuştur (BBC, 2002).

Şirket zarar ederken bile çok yüksek miktarda para kazanan Enron’un eski başkanı Jeffry Skilling’in (Odabaşı ve Ergen, 2015) hocası Forbes’e verdiği röportajda anlattığına göre; bir sınıf tartışmasında firmasının halk sağlığına zararlı bir üretim yapmaya kalktığında ne yapacağı sorulur. Skilling bu soruya “Ben üretimimi yapmaya ve satmaya devam ederim. Bir işadamı olarak benim görevim şirketimin hisse senetlerini en yüksek kar marjıyla döndürmektir. Zararlı ürünleri kontrol etmek ise hükümetin görevidir” diyerek aslında firmanın asıl politikası, stratejisini de bir nevi açıklamış. Enron firmasının denetleme işini yapan şirket, işletmelerle ve kamu kurumlarıyla sık sık eleman değiştirmiş. Enron şirketi denetçi firmanın haberdar olduğu yüzlerce paravan şirket kurmuş, birçok yolsuzluğu muhasebe kayıtlarını makyajlayarak, vergi kaçırarak piyasada büyük bir kazanç sağlamıştır. Amerika ve diğer ülkelerde daha çok siyasi ağırlığını kullanarak sektörlere girmiş olan şirket, girdiği sektörlerde büyük bir borç ağırlığı altına girmiş, bu yüzden yatırım yapamamış bunu gizlemek için ise kamuoyunun dikkatini başka yöne çekmeyi başarmıştır. Enron, uluslararası bir şirket olmasına rağmen milyarlarca dolar borcunu medyadan, yatırımcılardan ve diğer tüm ilgililerden muhasebe hileleri ile kaçırmıştır. Bunu da, medyayı çok etkin bir şekilde kullanarak başarmıştır (Bilgedenetim, 2007).

Derecelendirme kuruluşları ise yatırımcıyı bilgilendirme ve olası kayıplara karşı görevini yerine getirememiş ve şiddetli eleştirilere maruz kalmışlardır. Aynı dönemde Enron şirketine (Mart 2000’de) Moody’s “Baa1”, S&P ve Fitch ise “BBB+ “ şeklinde yatırım yapılabilir notlar vermiştir. Enron şirketi faaliyetlerini sürdürebilmek için likiditeye ihtiyaç duymaktaydı ve bunun için notunu düşürmemek hatta olabildiğince yükseltmeliydi. Bu amaçla şirketin Mali İşler Müdür Yardımcısı Tim DeSpain Moody’s ve Standard and Poor’s ile görüşerek firmanın iştiraklerinin bir bölümünün borç ve zararların mali tablolara yansıtılacağını dönem faaliyetlerinin zarar kaydedileceğini ve özkaynak indirimi olacağını ve sadece işlemin bir muhasebe düzeltimiymiş gibi ifade ederek firmanın durumu piyasaya duyuracağını bildirmiştir. Bu görüşmeden sonra KDK’lar herhangi bir not indirimine gitmemiş. Eski CEO Jeffrey Skilling’in yerine Ken Lay geçmiş, yeni CEO, S&P ve Moody’s uzmanlarının not indirimi yönündeki fikirlerini değiştirmek adına görüşmeler yapmış aynı şekilde O’da başarılı olmuştur. Moody’s Enron’a “Baa” yatırım yapılabilir seviyede not vermiştir. Fakat kısa bir süre sonra üç kredi derecelendirme kuruluşu da not düşürmeye gitmiştir. 2 Aralık 2001 şirket iflas için başvuruda bulunmuş iflasından sadece 4 gün önce not indirimine giden kredi derecelendirme kuruluşlarının “şirkette yaşanan usulsüzlüklere göz mü yumdular?” gibi sorulara karşı karşıya kalmalarına neden olmuştur (Vergili, 2016: 56).

Tablo 15: Enron Krizi Döneminde Not Seviyesini İndirilmesi

Tarih	S&P	Moody's
19.04.2001	BBB+	Baa1
27.06.2001	BBB+	Baa1
15.08.2001	BBB+	Baa1
16.10.2001	BBB+	Baa1 (neg.)
23.10.2001	BBB+	Baa1 (neg.)
24.10.2001	BBB+	Baa1 (neg.)
26.10.2001	BBB+	Baa1 (neg.)
29.10.2001	BBB+	Baa2 (neg.)
31.10.2001	BBB+	Baa2 (neg.)
1.11.2001	BBB (neg.)	Baa2 (neg.)
6.11.2001	BBB (neg.)	Baa2 (neg.)
7.11.2001	BBB (neg.)	Baa2 (neg.)
9.11.2001	BBB- (neg.)	Baa3 (neg.)
21.11.2001	BBB- (neg.)	Baa3 (neg.)
26.11.2001	BBB- (neg.)	Baa3 (neg.)
28.11.2001	BBB- (neg.)	Baa3 (neg.)
28.11.2001	B-	B2 (neg.)
29.11.2001	B-	B2 (neg.)

30.11.2001	CC (neg)	B2 (neg.)
1.12.2001	D	Ca

Kaynak: (SEC, 2002)

4.2.4. WorldCom

WorldCom'un hikayesi, işadamları Murray Waldron ve William Rector, Hattiesburg'daki bir kafede bir peçeteyle uzun bir süreçte telefon hizmeti sağlayıcısı kurmak için yaptıkları plan ile başlamış. Yeni şirketleri, Long Distance Discount Service (LDDS) , 1984'te uzun menzilli bir bayi olarak faaliyete başlamıştır (Ferrell ve Ferrell, 2011). Küçük bir Telefon şirketi olarak başlayan şirket, benimsediği saldırgan büyüme stratejisiyle 15 yıl gibi kısa bir sürede 60'tan fazla firmayı bünyesine katarak ABD'de bilgi işlem sektörünün ikinci en büyük şirketi oldu. Hızlı büyüme hakkındaki söylenti ve şüpheler olmaya başlamış. Bu yüzden WorldCom, ABD'de finans ve muhasebe işlemlerini denetleyen SEC tarafından incelemeye alınmıştır (NTV Arşivi).

Telekomünasyon sektöründe faaliyet gösteren şirket muhasebe işlemlerinin usulsüzlüğü masraf kalemlerini varlık hesaplarına aktardığı sonradan ortaya çıkmış. Şirketin bu şekilde gelirlerini 3.8 milyar dolar yüksek gösterdiği vergi öncesi karını abartılı bir şekilde tablolara yansıttığı, şirketin bu makyajlama ve usulsüzlükler yaşanırken denetçi firma ile arasında herhangi bir uyuşmazlık olmadığıda görülmüştür (Atmaca, 2012: 193). Sonradan yapılan incelemelerde, yanlışlıkla sermaye yatırımı olarak gösterildiğini açıklamış olan firmanın; battıktan sonra hesaplarında usulsüzlükler yapıldığı ortaya çıkan Enron şirketi gibi WorldCom hadisesi de Arthur Andersen⁵ adlı mali denetim şirketi tarafından denetimi yapıldığı ortaya çıkmıştır. Bu olay borsada işlem gören diğer iletişim hisse senetlerini de olumsuz etkilemiştir. WorldCom şirketi 30 milyar dolara yaklaşan borcuyla iflasın eşiğine gelmiş, dünyanın farklı yerlerinde 80.000 dolayında çalışanı olan şirket daha sonradan masraflarını azaltacağını ve 17.000 çalışanının işine son vereceğini açıklamıştır (Amerikanın Sesi, 2002). Böylesi bir skandal karşısında kredi derecelendirme kuruluşları yatırımcılara, oluşan bu tehlikeli durum karşısında bilgi verme sorumluluğunu yerine getirmemiştir. KDK'lar skandalın kamuoyuna duyurulmasından sonra yatırımcılarla birlikte haberdar olmuş daha sonrada Tablo 16'dan görüleceği gibi not indirime gitmiştir.

⁵ **Arthur Andresan:** Chicago merkezli Arthur Andersen LLP, Amerikan muhasebe şirketlerinden biridir ve büyük şirketlere denetim, vergi ve danışmanlık hizmetleri sunmuştur. 2002'de şirket, gönüllü olarak, Teksas'ta iflas etmiş olan bir enerji şirketi olan Enron'un denetimi ile ilgili cezai suçlamalardan suçlu bulunduktan sonra ABD'de Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler olarak lisanslarını teslim etmiştir.

Tablo 16: WorldCom Şirketinin Skandaldan Sonra Not İndirimi

Tarih	Egan-Jones* ⁶	S&P	Moody's
1.11.2000	A- (neg. İzleme)	A-	A3
3.11.2000	A- (neg. İzleme)	A- (neg. İzleme)	A3
17.11.2000	BBB+ (neg. İzleme)	A- (neg. İzleme)	A3
8.02.2001	BBB	A- (neg. İzleme)	A3
27.02.2001	BBB	BBB+	A3
25.06.2001	BBB-	BBB+	A3
26.07.2001	BB+ (neg. İzleme)	BBB+	A3
29.01.2002	BB (neg. İzleme)	BBB+	A3
7.02.2002	BB- (neg. İzleme)	BBB+	A3
7.02.2002	BB- (neg. İzleme)	BBB+	A3 (neg. İzleme)
19.02.2002	B+	BBB+	A3 (neg. İzleme)
12.04.2002	B+	BBB+ (neg. İzleme)	A3 (neg. İzleme)
22.04.2002	B+	BBB	A3 (neg. İzleme)
23.04.2002	B	BBB	A3 (neg. İzleme)
23.04.2002	B	BBB	Baa2
25.04.2002	B-	BBB	Baa2
9.05.2002	B-	BBB	Ba2
10.05.2002	B-	BB	Ba2
14.06.2002	B- (neg. İzleme)	BB	Ba2
17.06.2002	B- (neg. İzleme)	B+	Ba2
20.06.2002	CCC (neg. İzleme)	B+	Ba2
20.06.2002	CCC (neg. İzleme)	B+	B1
26.06.2002	D	B+	B1
26.06.2002	D	CCC-	B1
26.06.2002	D	CCC-	Ca
1.07.2002	D	CC	Ca
17.07.2002	D	D	Ca

Kaynak: (SEC, 2002)

4.2.5. Parmalat

Kredi derecelendirme kuruluşları gerek büyük ulusal ekonomileri, gerekse uluslararası kuruluşların yükümlülüklerini incelemek ve yasal denetim sağlamakla sorumludur (Blaurock, 2007: 3). Parmalat skandalı da yine kredi derecelendirme kuruluşlarının sorumluluklarını yerine getirmediği büyük firma skandallarından biridir.

Parma Collecchio'da bulunan bir gıda tüccarları hanedanının varisi olan Calisto Tanzi, doksanlı yılların sonuna doğru süt pazarına girdi ve Tetra Pak tarafından geliştirilen sürekli ambalajlama sürecinden yararlandı. Parmalat, süt endüstrisinde

⁶ **Egan-Jones Rating***: 1995 yılında derecelendirme işlemi yapmaya başlamıştır. Uluslararası olarak tanınan bir derecelendirme kuruluşudur. NRSRO ve NAIC (Ulusal Derecelendirme Komiserleri Birliği) tarafından bir kredi derecelendirme sağlayıcısı olarak tanınmaktadır (Egan-Jones, 2017).

büyümeye başladı. Yetmişlerde, spor dünyasındaki yüksek profilli sponsorlukları sayesinde Parmalat markası popüler hale geldi. Parmalat, süt piyasasında ve fırın ürünleri, domates sosları, meyve suları ürünlerinin üretiminde dünya liderleri arasında yerini pekiştirdi. 90'lı yıllarda, Parmalat Grubu (Aşağı "Parmalat"), Güney Amerika'da yoğun ve yeni bir uluslararası satın alma kampanyası başlattı. Grubun cirosu 1995 yılında 4.300 milyar Euro'dan 1996'da 5.464 milyara yükseldi. Grup, Euromarket'te sermaye piyasasında tahvil düzenleyen çok aktif bir firma oldu. Firma aynı zamanda futbola yönelerek Parma Calcio'yu ve tanınmış Brezilyalı kulüp Palmeiras ve Audax Italiano adlı bir Şili kulübünü satın aldı (Ferrarini ve Giudici, 2005: 7). Şirketin borç batağına düşmesi halka açıldığı yıl (1990) ile iflasını açıkladığı yıl (2003) arasında finansal kaynaklarını tüketmesiyle meydana geldi. Kasım 2003'te, şirketin 10 milyar Euro dolayındaki bono ödemesini gerçekleştirememesi denetçilerin ve bankaların dikkatini çekmiş şirketin hesapları dikkatli bir incelemeye tabi tutulmuştur. Şirketin %38'lik aktifini oluşturan 4.9 milyarlık kısmı ileri sürülen hesapta bulunamamış İtalyan savcılar yöneticilerin borçları aktif hesaplardan mahsup ettiğini, şirketin 15 yıldan fazla bir süre boyunca hileli işlem yaptığını tespit etmiş ve aynı gün şirketin hisse senetleri işlemleri askıya alınmıştır. Yöneticilerin pek çok düzmece muhasebe işlemi yaptığı, olmayan hesapların ve işlemlerin türetildiği ortaya çıkmıştır. Sonuç olarak çok sayıda insan işini kaybetmiş. Bu skandaldan bankalar, hissedarlar ve yatırımcılar derin bir şekilde etkilenmiştir. Moody's verilerine göre Parmalat'ın menkul kıymetlerine yatırım yapan Amerikan sigorta şirketleri 1.6 milyar dolar kaybetmiştir. Yoğun eleştiriye maruz kalan derecelendirme şirketlerinden biri olan Standards and Poor's yapılan muhasebe hilelerinden dolayı kendilerinin suçlanamayacakları yönünde bildiri yayınlamıştır (Göçen, 2010: 117-125).

4.2.6. Lehman Brothers

Lehman Brothers batana kadar 158 yıllık geçmişe sahip dünyanın en eski yatırım bankalarından biridir. Pamuk ticaretiyle uğraşan Alman göçmeni 3 Yahudi kökenli kardeş tarafından 1850'de kurulmuştur. Kuruluş tarihi Amerikan iç savaşından daha eskiye dayanan bu kuruluşun 15 Eylül 2008 batması, 1929 "Büyük Buhran"dan bu yana yaşanan en büyük banka batışıdır (Coşkun, 2011: 85-86). Yüzyılın en büyük krizi olarak görülen skandal yolsuzluğa batmış olan firma yöneticilerinin artık ülkenin hazinelerini hortumlaya başlamış ve iddalara göre çok büyük miktarda para İsrail'e

aktarılmıştır (Kılıçaslan, 2016: 77). Lehman Brothers o kadar büyük bir bankaydıki, titanic için söylenen “batmaz” ifadesi bu banka için kullanılmıştır. Fakat Lehman Brothers da titanic gibi batmaktan kurtulamamıştır. 2008 küresel krizinde 613 milyar dolar borcu ile ABD tarihinin en büyük iflas başvurusu yapması sadece küresel krizin başlangıç noktası ve tetikleyicisi olmamış, aynı zamanda iflasından bir gün öncesine kadar en yüksek yatırım yapılabilir seviye olan “AAA” not ile derecelendirilmesi KDK’ların bir kez daha hedef tahtasına oturtmuştur. KDK’ların güvenilirliklerine yitirmesine sebep olmuştur (Akçayır, 2013: 85).



BEŞİNCİ BÖLÜM

ARAŞTIRMANIN LİTERATÜRÜ

Araştırmayla ilgili literatür taraması, diğer ülkelerde yapılan çalışmalar ve Türkiye’de yapılan çalışmalar şeklinde ele alınmıştır.

5.1. Diğer Ülkelerde Yapılan Çalışmalar

Günümüze dek yapılan çalışmalar incelendiğinde kredi derecelendirme kuruluşları alanındaki öncü araştırmalardan biri Glascock vd. (1987) tarafından yapılmış, çalışmada Moody's Bond Service tarafından bir bono derecelendirme değişikliğinin duyuru tarihine ilişkin hisse senedi getirisi davranışlarını incelemişlerdir. Sonuçlar, hisse senedi getirilerinin ve tahvil getirilerinin yeniden yapılandırmaya tepki verdiğini göstermiştir.

McCarthy vd. (1988) bu çalışmada yeni bir yaklaşım geliştirmişlerdir. Portföy yaklaşımı, derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme değişikliklerinin tahvil piyasası için yeni bilgi sağlayıp sağlamadığına veya tahvil piyasasının derecelendirme değişikliğinden önceki diğer finansal haberleri hesaba katıp katmadığı sorusunu incelemek için kullanmıştır. Markowitz ortalama-varyans etkin portföyünün kısıtlı optimizasyonu, riskli varlıkların (tahvil) zaman içinde talep değişikliklerini belirlemek için kullanılmıştır. Yapılan çalışmanın sonucunda Tahvil derecelendirme kuruluşları, derecelendirme değişikliklerinin üçte ikisinden fazlası, piyasanın tepkisini geriletmiş ve piyasa değerlendirme oranının derecelendirmedeki düşüş karşısında farklılaştığını belirtmişlerdir.

Hand vd. (1992) ilk olarak, Standard and Poor's kredi izleme listesinden yaklaşık 250 eklemekten oluşan bir örnek incelemiştir. İkinci olarak, Moody's ve Standard and Poor's'ın yaptığı yaklaşık 1,100 adet derecelendirme not değişikliği örneği incelemişlerdir. Derecelendirme kuruluşları tarafından gerçek düşürme ve yükseltme duyuruları tahvil fiyatlarını etkilediği gözlenmiştir. Ayrıca aynı anda yayınlanan duyurular, indirgemeler ve yükseltme işlemlerin sonuçlarını zayıflattığı sonucuna ulaşılmıştır.

Cantor ve Packer (1996) ülke kredi notunu (S&P); kişi başına milli gelir, GSYİH Büyümesi, Ekonomik Gelişmişlik Düzeyi, Enflasyon oranı, Dış Açık, Yükümlülüklerini Yerine Getirmeme Geçmişi, Çoklu Regresyon analizi yöntemiyle incelemişlerdir. Çalışma kredi derecelendirme öngürülerinin ekonomiye etkisini incelemiştir. Sonuç olarak kredi skorlarının ABD hazine bonolarının tercihinde büyük etkisi olduğu tespit edilmiştir.

Altman ve Saunders (1997) son 20 yıldaki gelişmelere dayalı olarak risk ölçümü yapmışlardır. Bireysel kredilerin, kredi portföyünün ve kredi portföylerinin kredi riskinin ölçülmesine ilişkin literatürün gelişimi incelenmiş daha sonraki kısımlarda S&P ülke not skalasında yola çıkılarak riskin borç ve tahvil getirilerinin ölçülmesi için bir ölüm riski oluşturulmuş yeni bir yaklaşım sunulmuştur.

Liu vd. (1999) ABD’de kurulmuş olan iki kredi derecelendirme kuruluşu olan Moody’s ve S&P’nin not değerlerini aynı kabul ettikleri çalışmalarında, tahvil piyasalarının Moody’s’in derecelendirmelerinde aşağı yönlü revizyon yapmasına tepki verdiği sonucuna varmışlardır.

Erb vd. (1999) Bu makalede, gelişen piyasa tahvillerinin küresel yatırım portföyündeki rolünü incelemişlerdir. 1991-1997 yılları arasında S&P yıllık volatilitésinin ve dünya sermaye piyasaları; risk, getiri ve göreceli sermaye yüzdeliği incelenmiştir. Yazarlar, bu pazarlardaki beklenen getiri ve oynaklıkları açıklamakta ülke risk önlemlerinin değerli olduğunu bulmuşlardır.

Juttner ve Mc. Carthy’nin (2000) çalışmaları daha önceden Cantor ve Packer (1996) tarafından yapılmış olan çalışmanın bir benzeridir. 1997-1998 yılları arasında derecelendirme kuruluşlarının yaptığı derecelendirmelerin, hangi makro ekonomik büyüklük ya da büyüklüklerin hangi yıllarda belirleyici olduğunu analiz etmişlerdir. 1998 yılında faiz oranları, banka varlıkları ve GSYİH 1997 yılına göre hangilerinin payı daha fazla olduğu tespit etmişlerdir.

Goldstein vd. (2000) yaptıkları çalışmada 1970-1995 yılları arasında meydana gelen para ve banka krizlerini Asya, Afrika, Avrupa, Ortadoğu ve Latin Amerika ülkelerinin bir kısmını baz alarak erken uyarı sisteminde kredi derecelendirme kuruluşlarının rolü ele alınmıştır. 1992-93 döneminde yaşanan Avrupa krizi, 1994-95 yıllarında yaşanan Meksika krizi ve özellikle de 1997-98 yılları arasındaki Asya küresel

kriziyle birlikte finansal krizlerin erken uyarı sinyallerine olan ilginin artmasına katkıda bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu çalışma, daha etkili bir küresel uyarı sisteminin oluşturulmasının yararlı olacağı kanıtlamış, yükselen pazar ekonomileri için alternatif erken uyarı göstergelerinin performansı üzerine kapsamlı bir ampirik test paketi sunulmuştur.

Allen ve Saunders (2002) yılında kredi riski derecelendirmelerinde varsayılan riskin sabit etkilerini incelemek amacıyla Avusturya, Belçika, İtalya, Hollanda, İspanya ülkelerini 1990-2001 yılları arasındaki verilerini alarak ülke faktörleri için korelasyonlar, Simüle sistematik risk primleri, İyileştirme oranları ile makroekonomik koşullar arasındaki ilişkinin, Çevrimsel dalgalanmalarda varsayılan değer kaybı (LGD) ile Varsayım olasılığı (PD) ve LGD – PD arasındaki korelasyonları araştırmışlar çalışmanın sonucunda literatürdeki görüş birliğine ve hala çözüm bekleyen açık sorulara özet vermişlerdir. Düzenleyiciler, banka iç modellerinin, özellikle de durgunluk dönemlerinde, kredi riskini doğru bir şekilde ölçebilmesi için bu alanlarda çok fazla çalışma yapılması gerektiğini belirtmişlerdir.

Reinhart (2002), yaptığı çalışmada kurumsal yatırımcılar için Moody's Investors Service ve Standard and Poor's'in verdiği kredi notlarını kapsamaktadır. Institutional Investor örneği 1979-1999 dönemini kapsamaktadır. Çalışmada ulaşılan sonuçlar Moody's ve Standard and Poor's derecelendirme panellerinin dengesiz olduğudur (diğer bir deyişle, tüm ekonomiler için aynı gözlem sayısına sahip değildirler). Bu makale birkaç soruyu ele almıştır. Örneğin döviz krizleri ve temerrütler arasındaki etkileşim nedir? Örneklemden gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde notların (%84) ezici çoğunluğu para krizleriyle ilişkili olduğu tespit edilmiştir.

Sy (2003) yaptığı çalışmada 1994-2002 yılları arasında kriz yaşamış 30 ülkeyi S&P ve Moody's not değerleri kapsamında incelemiştir. İncelemede Bartholdy ve Lekka'nın (görünüm ve gözden geçirme / CreditWatch) derecelendirme ölçeği seçilmiş daha sonra bu arttırılmış ölçek, 1'den 58'e kadar olan bir endekse çevrilmiştir. Bu çalışma, ülke kredi notlarının finansal krizleri önceden tahmin edip etmediği sorusunu tekrar gözden geçirmiştir. Erken uyarı sistemleri literatürü doğrultusunda, derecelendirmelerin döviz krizlerini tahmin etmede başarısız olduğunu, ancak krizlerin

ardından indirildiğini tespit etmiştir. Bununla birlikte, borç krizleri ile para krizleri arasındaki ilişki daha yakından incelenmesi gerektiğini öne sürmüştür.

Kraussl (2003) 28 gelişmekte olan ekonominin iki (S&P, Moody's) büyük kredi derecelendirme kuruluşunun 1 Ocak 1997 - 31 Aralık 2000 yılları arasında yapılan 302 derecelendirme ilanını ampirik bir çalışmayla ele almıştır. Değişken olarak bir gecelik faizler, nominal döviz kuru, piyasa stok indeksi ve spekülasyon piyasası baskı indeksi değişkenlerini kullanmıştır. Kısa dönemli faiz oranlarıyla ülke kredi dereceleri arasındaki ters orantılı etkiden yola çıkarak, ülke kredi notlarının gelişmekte olan ekonomilerde artış veya indirimlerde krizi nasıl daha da derinleştirdiği incelemiştir. Gelişmekte olan ekonomilerde yapılan kredi not indirimlerinin krizi tetiklediği sonucuna varılmıştır.

Manasse vd. (2003) Egemen borç krizleri için erken uyarı modeli geliştirmişlerdir. Bir ülke, Standard & Poor's tarafından temerrüde düşme olarak sınıflandırılmışsa ya da kotanın yüzde 100'ünü aşan imtiyazsız IMF finansmanına erişirse, bu durum borç krizi olarak tanımlanmıştır. Logit ve ikili özyinelemeli ağaç analizi vasıtasıyla bir borç-kriz dönemini önceden öngören ödeme gücünü ve likidite faktörlerini yansıtan makroekonomik değişkenleri belirlemişlerdir. Logit modeli, birkaç yanlış alarm gönderirken tüm kriz girişlerinin yüzde 74'ünü öngörmüş, yineleyici ağacın yaklaşım daha fazla yanlış göndermiş ancak krizlerin yüzde 89'unu öngörmüştür.

Afonso (2003), önde gelen iki kredi derecelendirme kuruluşu Moody's ve S&P tarafından verilen kredi notlarının olası belirleyicilerinin, derecelendirme ölçeklerinin doğrusal, lojistik ve üstel dönüşümlerinin analizini yapmıştır. Sonuç olarak bir ülkenin kredi notunun belirlenmesinde en çok altı değişkenin kişi başı GSYİH, dış borç, ekonomik kalkınma seviyesi, varsayılan tarih, gerçek büyüme hızı ve enflasyon oranının, kredi notlarının açıklanmasında önemli olduğu tespit edilmiştir.

Setty and Dodd (2003) yaptıkları çalışmada büyük kredi derecelendirme çalışmalarının tarihsel gelişimini ve rekabetçi yapısını ele almışlardır. Ayrıca derecelendirmelerin ekonomilere ve sermaye akımlarına etkisinde ele alınmıştır. Çalışmada varılan önemli sonuçlardan bazıları gelişmekte olan ekonomilere yatırımların artırılması yanısıra kredi derecelendirme kuruluşlarının bağımsızlığının ve kalitesinin korunmasının önemi vurgulanmıştır.

Gande and Parsley (2004) 1996-2002 yılları arasında kredi derecelendirme değişikliklerinin 85 ülkede özkaynak yatırım fonları akışlarına etkisi incelemiştir. Ülke kredi derecelendirme not düşüşleri ile fon yatırımları arasında belirgin bir ilişki yok iken ülkeden sermaye çıkışıyla kuvvetli bir ilişkisi olduğu tespit edilmiştir. Sonuçlar, ülke büyüklüğü, yasal gelenekler, piyasa likiditesi, kriz dönemlerine karşın krizin kontrolünden sonra da devam etmesi ve hisse senedi akışlarının ay içindeki dağılımı, aylık tahmin edilen gösterge akışları ve öz kaynak akışlarının sürekliliği ile ilgili farklı varsayımlara göre değişmeyeceği vurgulanmıştır.

Faff vd. (2004) yaptıkları bu çalışma ülke derecelendirme değişikliklerinin borsaya etkisini incelemiştir. Şirketin kredi derecelendirme değişikliklerine ilişkin kanıtlarla uyumlu olarak, derecelendirme notlarının piyasa getirileri üzerinde negatif etkisi olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, kredi derecelendirmede düşüşün hem yerel borsa hem de ülke para biriminin dolar değerini olumsuz etkilediği öngörüsüne ulaşılmıştır. İncelenen dört kredi derecelendirme kuruluşundan (Standard & Poors (S&P), Moodys, Thomson and Fitch IBCA) sadece Standard & Poors ve Fitch derecelendirme notlarının önemli piyasa düşüşlerine neden olduğu sonucuna varılmıştır.

Rowland ve Torres (2004) 1998 yılından 2002 yılına kadar yayılan analizde 16 gelişmekte olan ülke ekonomisinin zaman serisi verileriyle birlikte kredi değerliliği analiz edilirken 1987'den 2001 yılına kadar bir örnek kullanılmıştır. Sonuçlar, hem yayılma hem de kredibilite açısından önemli açıklayıcı değişkenleri, ekonomik büyüme oranı, borç-GSYİH oranı, rezervlerin GSYİH'ye oranı ve borç-ihracatı oranını içerdiğini göstermiştir.

Hull ve White (2004) tarafından yapılan başka bir çalışmada CDS (kredi temerrüt spreadleri), tahvil getirileri ve kredi derecelendirme notları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. İlk olarak CDS ile tahvil getirileri arasındaki ilişkiyi inceleyip, katılımcıların kredi türevleri piyasasında kullandıkları kıyaslama, risksizlik oranına ilişkin sonuçlar elde etmişler. Daha sonra, Moody's tarafından kredi notuna ilişkin duyuruların, CDS piyasasındaki katılımcılar tarafından ne derece öngörülebileceğini araştırmak için bir dizi test gerçekleştirilmiştir. İkinci analiz türüne göre kredi yaygınlık seviyelerine ve kredi spread değişikliklerine bağlı olarak derecelendirme duyuruları incelenmiştir. Kredi artış değişiklikleri veya kredi yaygınlık seviyeleri, olumsuz kredi

derecelendirme deęiřiklięi olasılıęını tahmin etmede yardımcı bilgiler saęladığı tespit edilmiřtir. Bulunan bulgular arasında derece dūřurmelerin % 42,6'sı, tūm derece indirgemelerin % 39,8'i ve gōrūnūmlerin % 50,9'unun tahvil getirileri ūzerinde olumsuz etki yarattığı vurgulanmıřtır. Ayrıca olumlu derecelendirmelerin etkilerinin negatif derecelendirme sonuçlarından daha az önemli olduęu ifade edilmiřtir.

Ferreira ve Gama (2007) S&P ūlke kredi notu veya kredi gōrūnūm deęiřiklięi duyurusuna, ūlke çapında borsa tepkisini ūlmek için yapılan çalıřma 29 ūlkeyi (Arjantin, Avusturya, Belçika, Brezilya, Kanada, řili, Çin, Kolombiya, Danimarka, Finlandiya, Yunanistan, Macaristan, Endonezya, İrlanda, İsrail, İtalya, Kore, Malezya, Meksika, Yeni Zelanda, Filipinler, Polonya, Gūney Afrika, İspanya, İsveç, Tayland, Türkiye, İngiltere ve Venezuela) kapsamaktadır. Bōylece hem geliřmiř hem de geliřmekte olan ūlkeleri inceleyen bir çalıřma olmuřtur. Bir ūlkedeki derecelendirme deęiřikliklerinin, dięer ūlkelerin toplam borsa getirileri için deęerli bilgiler içerdiği gōrūlmūřtur. Bir ūlkedeki derecelendirme deęiřikliklerinin, dięer ūlkelerin toplam borsa getirileri için deęerli bilgiler içerdiği gōrūlmūřtur. Yurtdıřında not ortalamasının dūřūrölmesi, olayın olmadığı ūlkelerde ortalama olarak 51 baz puanlık istatistiksel olarak önemli bir negatif getiri spreadiyle iliřkilendirilmektedir. Aynı řekilde derecelendirme yūkseltmeleri içinde önemli bir etki bulunmuřtur.

Archer vd. (2007) alıřması 1987'den 2003'e kadar 50 geliřmekte olan ūlke için Moody's Investor Services, Standard and Poor's ve Fitch Ratings tarafından belirlenen "demokratik avantaj"ın ve dięer belirleyicilerin rolūnū arařtırmak için veriler toplanmıř, Rejim tūrūnūn ve dięer çoęu siyasi faktōrūn tahviller ūzerinde çok az etkisi olduęu, bunun yerine, ticaret, enflasyon, bōyūme ve tahvil temerrūdū derecelendirmeleri önemli ūlde etkiledięi ortaya çıkmıřtır. Geliřmekte olan ūlkelerdeki politika yapıcılar için verilen mesaj, tahvil geri ūdemesini destekleyen faktōrlerin KDK derecelendirmelerini arttırmak için en faydalı etken olduęu yōnūndedir.

Hooper vd. (2008) yaptıkları çalıřmada 1995-2003 yılları arasında dūnyanın ūnde gelen 42 ūlkesinde kapsamlı veri tabanı kullanılarak uluslararası finansal piyasalardaki kredi notlarındaki deęiřikliklerin etkisini incelemiřlerdir. Derecelendirme yūkseltmelerinin (dūřūrmelerinin) ABD doları cinsinden borsa getirilerini önemli ūlde artırdığı (azalttı) ve oynaklıęın azaldığı (arttığı) gōzlemlenmiřtir.

Kim ve Wu (2008) ise yaptıkları çalışmada bağımsız derecelendirme kuruluşları tarafından verilen kredi notlarının, yerli finansal sektörün gelişimini ve gelişmekte olan ülkelere yapılan uluslararası sermaye girişlerini nasıl etkilidiği 51 yeni piyasada 1995-2003 yılları arasında S&P'nin verdiği notları baz alarak bir veri kümesi oluşturmuştur. Yapılan çalışmada kredi derecelendirme ölçütlerinin finansal aracılık sektörünün gelişimini ve sermaye akımlarını etkilediğine dair güçlü kanıtlar sunmuştur. Uzun vadeli yerel para cinsinden derecelendirme, iç pazarın büyümesini teşvik eder, uluslararası sermaye akımlarını cesaretlendirir. Kısa vadeli derecelendirme (hem yabancı hem de yerel para birimi) finansal gelişmelerin ve sermaye akımlarının her biçimini geciktirir. Bu araştırmada, politika yapımcılar için gelişmekte olan ülkelerdeki finansal gelişmeyi teşvik etmek için daha uzun vadeli kredi notlarının verilmesini teşvik etmek için önemli sonuçlar elde etmiştir.

Al-Sakka ve ap Gwilym (2009) gelişmekte olan ülkelerdeki kredi derecelendirmeler ile ilgili bir çalışma yapmışlar. Altı uluslararası derecelendirme kuruluşundan ve gelişmekte olan 90 ülkeden gelen veriler kullanılmıştır. Derecelendirme değişiklikleri, 20 puanlı derecelendirme ölçeğine ve 1 aylık aralığa dayalı çentikler ile incelenmiştir. Üç büyük derecelendirme için en tutarlı sonuç, izleme listesinin durumunun, aylık olarak ortaya çıkan ülke derecelendirme değişikliklerinin üzerindeki güçlü etkisidir. İzleme listesinin marjinal etkileri, yükseltmeler için indirgemelerden daha ekonomiktir.

Elkhoury (2009) bu çalışmada, ülke kredi derecelendirme endüstrisine genel bir bakış sunmuş, KDK'ların gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkisini analiz ederek ve kısa süre önce ortaya atılan endişeler bağlamında KDK'ların bazı eksikliklerini değerlendirmiştir.

Avendano vd. (2011) 55 gelişmekte olan ülkedeki ülke derecelendirmelerinin 1993-2006 dönemleri arasındaki ülke ekonomilerine etkisini araştırmıştır. Ülkeler üç grup olarak incelenmiştir. Fitch, Moody's ve S&P'nin kredi notları küçük, düşük ve orta gelirli ekonomiler üzerindeki etkisinin arttığını göstermiştir. İlk olarak, egemen derecelendirme belirleyicilerinin bir modelini ve daha sonra Counterfactual tahmin yöntemi kullanarak, borç ödeme oranındaki ve havale akışlarındaki oynaklığı etkileyen faktörlerin derecelendirmeler üzerindeki etkisinin uygun olduğu tespit edilmiştir. Bu

durum, borç servisinin azaltılması, döviz borcunun düşürülmesi ve yerel para piyasalarının derinleşmesi gibi faktörlerin derecelendirme açıklamalarıyla daha ilgili olabileceğini düşündürmektedir.

Kim ve Wu (2011) bankalarla ilgili yaptıkları çalışma ile kredi derecelendirme kuruluşlarının bankalara yönelik uluslararası sermaye akımlarına yardımcı olup olmadığını incelemişlerdir. Çalışmada 1995-2008 yılları arasında G-7 ülkelerinin banka verilerine ve 55 gelişmekte olan piyasaya odaklanılmıştır. Sonuçlar kredi derecelendirme kuruluşlarının not revizyonlarının bankalara yönelik uluslararası sermaye akımları üzerinde olumlu etkisi olduğunu göstermiştir. Ayrıca kredi derecelendirme notlarındaki bozulmaların da bankalara etkisi olduğu tespit edilmiştir. Gelişen piyasa bölgelerinde derecelendirmelerin iyileşmesi diğer bölgelere banka akışlarını azaltmıştır.

Popa (2012) Romanya'nın 1996-2011 yılları arasındaki üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun notlarını 100'lük not sistemi ile kodlamış. Ülke risk derecelendirmesinin Romanya'daki doğrudan yabancı yatırım girişi üzerindeki etkisini incelemiştir. Ülke risk derecesinin doğrudan yabancı yatırım girişini etkileyen bir faktör olduğunu ispatlamak için, DYY modellerini; araştırmak, tanımlamak, belirlemek, parametreleştirmek, test etmek ve doğrulamak olarak sıralamıştır. EViews ile yapılan parametreleme ve test aynı zamanda 1996 ve 2010 yılları arasında Romanya'da DYY net girişlerinin GSYİH paylarının korelasyon matrisi ile derecelendirme varyantları arasındaki korelasyon matrisinde incelenmiştir. Daha sonra yapılan Durbin-Watson testi ve F-istatistik testi her iki modeli de doğrulamıştır. Çalışmanın sonunda ülke risk derecesinin yatırım kararını etkilediği sonucuna varılmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşları belli bir güvenilirliğe sahiptir bu da DYY'ların ülkelere dağılımında etkilidir.

Gaillard (2012) çalışmasında KDK'ları incelemiş, tarihsel kırılmaları dikkate alarak asya krizinden bu yana eleştirilerin odağı haline gelen bu kuruluşları savaş dönemi (1980'lerin ortalarına kadar) ve modern çağ (1986-2010) olarak ele almıştır. Sonraki bölümlerde derecelendirme kuruluşlarını ve piyasa katılımcıları tarafından ülke risk algısının karşılaştırmıştır. JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global spreadleri ve gelişmekte olan ülkelerin 1993-2007 dönemindeki ülke notları arasındaki ilişkiye odaklanmıştır. Sonraki bölümlerde Kasım 2009 - Mayıs 2010 döneminde

Yunanistan'ın borç krizi sırasında Euro bölgesi üyelerinin ülke notlarını Kredi Temerrüt Swap Tahmini Puanlamaları (CDS-IR'ler) ile karşılaştırmıştır.

Ntswane (2014) Afrika ülkeleriyle ilgili yaptığı çalışmanın temel amacı Fitch, Moody's ve S&P'nin uzun vadeli döviz kuru kredi notlarını ile Afrika'daki farklı sermaye akımları arasındaki ilişkiyi araştırmaktır. Ayrıca, çalışma, Fitch, Moody's ve S&P'nin yakın ve güncel derecelendirmelerin, Afrika'daki toplam hisse senedi ve nominal döviz kuru getirilerini nasıl etkilediğini araştırmaktadır. Uzun vadeli yabancı kaynakları kapsamlı bir veri seti ile ele almaktadır. 1994 ve 2011 yılları arasında Fitch, Moody's ve S&P tarafından 28 Afrika ülkesinin bir kesitinde yayınlanan döviz kuru kredi notları alınmıştır. Çalışma, bir panel veri regresyonu vasıtasıyla, uzun vadeli döviz kuru kredi notlarının uzun vadeli etkilerini araştırmıştır. Çalışma ayrıca uzun vadeli yabancı para cinsinden ülke kredi notlarının günlük toplam hisse senedi getirileri ve nominal döviz kurunun geçici etkisini test etmek için olay incelemesi analizi yapmıştır. Fitch, Moody's ve S&P tarafından yayınlanan uzun vadeli ülke kredi notları, portföy değerlemesi, doğrudan bankacılık kredileri ve ticari bankalardan borçlanma ve diğer özel kurum sermaye akımları üzerine rating değişkeni takviye ederek marjinal bir etki yaratmakta olduğu tespit edilmiştir. Çalışmada ulaşılan diğer bir sonuçta Güney Afrika'nın Fitch, Moody's ve S&P tarafından verilen ratinglerin, portföy tahvillerini, ticaret bankalarını ve diğer özel kurumların net akış oranları ile Güney Afrika dışındaki ülkelerle pozitif bir ilişkisi olduğunu göstermiştir.

5.2. Türkiyede Yapılan Çalışmalar

Demez (2010)'in çalışmasında 1992-2009 yılları arasında S&P tarafından Türkiye'ye verilmiş notlar ve derece öngörülleri, dolarizasyon oranı, reel döviz kuru ve tüketici fiyat endeksi değişkenleri kullanılarak VAR modeli kurulmuştur. Johansen eş bütünleşme analizi ile değişkenler arasında uzun dönemli ilişki olduğu görülmüştür. Çalışmanın diğer sonuçları, değişkenlerde meydana gelen değişimlerin, ülke kredi dereceleri ve derece öngörülleriyle açıklanamayacağını, diğer bir ifadeyle ülke kredi notlarının krizleri tahmin etmek için kullanılabilecek güvenilir bir kaynak olmadığını göstermiştir.

Kalaycı vd. (2010) ülke notlarının ortaya çıkışı ve makro ekonomik belirleyicileri ele aldıkları çalışmalarında Türkiye ve AB ülkelerinin 2002-2008 Fitch

notlarını kullanmışlardır. Çalışmada kredi derecelendirme kuruluşunun not farklılıklarına sebep olabilecek temel makroekonomik değişkenleri diskriminant analizi yardımıyla incelenmiş; sonuçlar Türkiye'nin makroekonomik göstergelerinin daha iyi not hakkettiğini gösterirken, Türkiye'nin politik istikrar, demokrasi standartlarının altında kalması daha düşük not almasına sebebiyet verdiği kanaatine varılmıştır

Adalı (2011) çalışmada BİST'de (İMKB) yer alan sanayi firmalarının derecelendirme notları ve derecelendirme notu olmayan diğer sanayi şirketlerinin derecelendirilmesi ve notların getirilere etkisi incelemiştir. Çalışmada İMKB işlem gören 141 şirket işleme tabi tutulmuştur. Şirketlerin 2005-2009 yılları arası gelir tabloları ve Fitch tarafından not verilmiş sanayi şirketleri kullanılmıştır. Kredi derecelendirme uygulaması veri setinden %89 bir başarı sağlanmıştır. Sonuç olarak kredi derecelendirme uygulamasında elde edilen derece notlarının getiriler üzerine anlamlı herhangi bir etkisi bulunamamıştır.

Kargı (2014) yaptığı çalışma Türkiye'nin, 1998-2013 yılları arası 8 çeyreklik dönemde ABD menşeli üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu tarafından verilen notları incelenmiştir. Yapılan çalışmada elde edilen verilerden 2001 ve 2008 kritik olduğu belirlenmiştir. Bu yıllarda ekonomi önemli iki kırılma yaşamıştır. Bu iki yıl, her değişkende kendini belirgin olarak hissettirdiği tespit edilmiştir. Yapılan çalışmada genel yorum Moody's ve Fitch notlarının daha istikrarlı ve olumlu olduğu S&P'nin notlarının ise piyasayla daha yakından ilişkili olduğudur.

Yıldız (2014) yaptığı çalışmada ülke kredi notlarının makroekonomik belirleyicilerini arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada 105 ülkenin S&P derecelendirme notlarından yararlanılmıştır. Ülkeler alt ve orta gelirli ile yüksek gelirli ülkeler olarak gruplandırılmıştır. Yapılan ekonometrik çalışmada alt ve orta gelirli ülkelerde Kişi Başına Düşen Gelir Düzeyi, Büyüme Oranı, Enflasyon Oranı, Kamu Borcu, Bütçe Dengesi ve Cari İşlemler Dengesinin, yüksek gelirli ülkelerde ise Kişi Başına Düşen Gelir Düzeyi, Enflasyon Oranı, İşsizlik Oranı ve Kamu Borcunun önemli değişkenler olduğu tespit edilmiştir.

Şen (2014) yaptığı çalışmada Moody's'in, derecelendirme modeli Moody's Analytics'i incelemiş, risk kavramı ve risk yönetiminin etkisini ele almış. EDF modeli ile genel bir inceleme yapmıştır. Ayrıca Moody's Analytics'i diğer skorlama

modellerinden ayıran en önemli fark, risk skorlamalarını PIT adı verilen ve risklerin anlık olarak ölçülmesini sağlayan yöntemin avantajlarını ele almış bir çalışmadır.

Vergili (2016) yaptığı çalışmada kredi derecelendirme kuruluşlarının rol aldıkları önemli, krizler öncesi ve sonrasında yaptıkları düzenlemeleri ele almış. KDK'ların kriz dönemlerindeki rolleri eleştirel bir bakış açısıyla incelemiştir. Ayrıca çalışmada ulaşılan önemli tespitlerden bazıları da KDK'ların şişirilmiş notlarla krizi tetikledikleri ve derinleştirdikleri bulgulanmıştır. Diğer önemli eleştirilerin bazıları da uygulanan ücret politikaları ve oligopolistik yapıları için köklü çözümler getirilmediği olmuştur.

Çalışmanın bu kısmında anlatılan tüm eserlerin toplu bir özeti Tablo 17'de sunulmuştur. Bu özet tablodaki çalışmalar genellikle kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi notlarının net doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları üzerindeki etkisini yanısıra finansal piyasalara etkisi ve krizleri tetikleme durumu incelenmiştir.

Tablo 17: KDK'lar ile İlgili Ampirik Literatür

Yazar	Veri (Bağımlı Değişken)	Yıllar	Yöntem	Bulgular
Glascok vd. (1987)	Moody's	1987	Dodd ve Warner ve Hite and Owers	Sonuçlar, hisse senedi getirilerinin ve tahvil getirilerinin yeniden yapılandırmaya tepki verdiğini göstermiştir.
McCarthy vd. (1988)	Moody's ve Standard & Poor's	Ocak 1980 ile Haziran 1981	Markowitz ortalama-varyans etkin portföyünün kısıtlı optimizasyonu	Yapılan çalışmanın sonucunda Tahvil derecelendirme kuruluşları, derecelendirme değişikliklerinin üçte ikisinden fazlası, piyasanın tepkisini geriletmiş ve piyasa değerlendirme oranının derecelendirmedeki düşüş karşısında farklılaştığını belirtmişlerdir.

Yazar	Veri (Bağımlı Değişken)	Yıllar	Yöntem	Bulgular
Hand vd. (1992)	S&P ve Moody's	1992	Panel Veri Analizi	Derecelendirme kuruluşları tarafından gerçek düşürme ve yükseltme duyuruları tahvil fiyatlarını etkilediği gözlenmektedir. Derecelendirme kuruluşu duyurularının hisse senedi fiyat etkileri de incelenmiş ve tahvil fiyat etkileri ile karşılaştırılmıştır.
Cantor ve Packer (1996)	Ülke Kredi Notu (S&P)	1996	Çoklu Regresyon Analizi	Kredi derecelendirme öngörülerinin ekonomiye etkisini incelemiştir. Sonuç olarak kredi skorlarının ABD hazine bonolarının tercihinde büyük oranda etkisi olduğu tespit edilmiştir.
Altman ve Saunders (1997)	Son 20 yıllık gelişmeler, S&P derecelendirmeleri	1971-1994	Z'-Score	S&P ülke not skalasından yola çıkılarak riskin borç ve tahvil getirilerinin ölçülmesi için bir ölüm riski oluşturulmuş yeni bir yaklaşım sunulmuştur.
Liu vd. (1999)	Moody's ve S&P	1999	Ampirik bir çalışma	Reytingleri düşürülen tahvillerin getirilerinde istatistiksel olarak önemli bir değişiklik olduğu tespit edilmiştir
Erb vd. (1999)	S&P	1991-1997	Panel Veri Analizi	Gelişen piyasa tahvillerinin küresel yatırım portföyündeki rolü incelenmiştir. Yazarlar, bu pazarlardaki beklenen getiri ve oynaklıkları açıklamakta ülke risk önlemlerinin değerli olduğunu bulmuşlardır.
Reinhart (2002)	Moody's ve S&P	1970-1999	Panel Veri Analizi	Çalışmada ulaşılan sonuçlar notların para krizleriyle ilişkili olduğunu göstermektedir.
Afonso (2003)	Ülke Kredi Notu (S&P, Moody's)	2003	Regresyon Analizi	Bir ülkenin kredi notunun belirlenmesinde en çok altı değişkenin kişi başı GSYİH, dış borç, ekonomik kalkınma seviyesi, varsayılan tarih, gerçek büyüme hızı ve enflasyon oranı, kredi notlarının açıklanmasında önemli olduğu tespit edilmiştir.
Sy (2003)	G-15, G-20, Meksika, Rusya, Ukrayna	1994-2002	Erken uyarı sistemi	Erken uyarı sistemleri literatürü doğrultusunda, derecelendirme kuruluşlarının döviz krizlerini tahmin etmede başarısız olduğu sonucuna varılmıştır.
Manasse vd. (2003)	Moody's ve S&P 47 ülke	1970-2002	Logit ve ikili özyinelem eli ağaç analizi	Logit modeli, birkaç yanlış alarm gönderirken tüm kriz girişlerinin yüzde 74'ünü öngörmüş, yineleyici ağaç yaklaşımı daha fazla yanlış göndermiş ancak krizlerin yüzde 89'unu öngörmüştür.
Kraussl (2003)	28 ülke (S&P, Moody's)	1997-2000	Ampirik çalışma	Gelişmekte olan ekonomilerde yapılan kredi not indirimlerinin krizi tetiklediği kanısına varılmıştır.
Setty and Dodd (2003)	ABD (Moody's ve S&P)	2003	Ampirik bir çalışma	Gelişmekte olan ekonomilere yatırımların artırılması yanında kredi derecelendirme kuruluşlarının bağımsızlığının ve kalitesinin korunmasının önemi vurgulanmıştır.
Rowland ve Torres (2004)	16 Ülke (JP Morgan EMBI)	1998-2002	Breusch-Pagan test Random effects GLS regression	Yatırımcının ülke riski fiyatlandırmasında aldığı kararlarla tutarlı bir şekilde ilişkili görünen bir takım değişkenler bulunmuş, Gelişmekte olan piyasa politika yapımcıları için öneriler, en çok ilgi gören göstergelere özel dikkat göstermek gerektiği ileri sürülmüştür.

Yazar	Veri (Bağımlı Değişken)	Yıllar	Yöntem	Bulgular
Brooks vd. (2004)	Standard & Poors (S&P), Moodys, Thomson and Fitch IBCA	1973-2000	AAR and CAR	Şirketin kredi derecelendirme değişikliklerine ilişkin kanıtlarla uyumlu olarak, derecelendirme notlarının piyasa getirileri üzerinde negatif etkisi olduğu tespit edilmiştir.
Gande and Parsley (2004)	85 ülke	1996-2002	EKK	Ülke kredi derecelendirme not düşüşleri ile fon yatırımları arasında belirgin bir ilişki yok iken not düşüşleri ile sermaye çıkışları arasında kuvvetli bir ilişkisi olduğu tespit edilmiştir.
Hull ve White (2004)	Moody's	1998-2002	Lojistik regresyon	Bulunan bulgular arasında derece düşürmelerin % 42,6'sı, tüm derece indirgemelerin % 39,8'i ve görünümünün % 50,9'u tahvil getirileri üzerinde olumsuz etki yarattığı vurgulanmıştır.
Archer vd. (2007)	50 ülke (Moody's, S&P ve Fitch Ratings)	1987-2003	Ordinary least squares (OLS), PCSE, AR	Rejim türünün ve diğer çoğu siyasi faktörün Tahvil derecelendiriciler üzerinde çok az etkisi olduğu. ayrıca, ticaret, enflasyon, büyüme ve tahvil temerrüdü derecelendirmeleri önemli ölçüde etkilediği ortaya çıkmıştır
Ferreira ve Gama (2007)	S&P verileri (29 ülke)	1989-2003	Robustness tests T-istatistiği	Bir ülkedeki derecelendirme değişikliklerinin, diğer ülkelerin toplam borsa getirileri için değerli bilgiler içerdiği görülmüştür.
Hooper ve diğerleri (2008)	42 ülke (S&P, Moody's, Fitch)	1995-2003	LAG VOL, WRF, WORLD VOL, Volatilite	Derecelendirme yükseltmeleri (düşürmeleri) ABD doları cinsinden borsa getirilerini önemli ölçüde artırdı (azalttı) ve oynaklığın azaldığını (arttı) gözlemlenmiştir.
Kim and Wu (2008)	51 piyasa (Asya,Afrika , Orta Doğu,Avrup a Latin Amerika) (S&P)	1995-2003	Panel Veri Analizi	Yapılan çalışmada Kredi derecelendirme ölçütlerinin finansal aracılık sektörünün gelişimini ve sermaye akımlarını etkilediğine dair güçlü kanıtlar bulunmuştur. Uzun vadeli yerel para cinsinden derecelendirme, iç pazarın büyümesini teşvik eder, uluslararası sermaye akımlarını cesaretlendirir.
Elkhour y (2009)	S&P ve Moody's'in ülke notları	1997-2002	Ampirik bir çalışma	Gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkisini analiz ederek ve kısa süre önce ortaya atılan endişeler bağlamında KDK'ların bazı eksiklikleri olduğu ileri sürülmüştür.
Al-Sakka ve ap Gwilym (2009)	Altı KDK (Moody's, S&P, Fitch, Capital Intelligence, JCR ve Japan Rating ve Investment Information) ve gelişmekte olan 90 ülke	2000-2006	Ordered probit model	Değerlendirme süresi, varolan derecelendirme ve ihracının ikamet bölgesi, göç sürecini modellemeye yararlı belirleyiciler olduğu sonucuna varılmış. Özellikle, farklı derecelendirme işlemlerinin istihdam edildiğini düşündüren önemli araçlar arası farklılıklar yeniden açıklanmıştır.

Yazar	Veri (Bağımlı Değişken)	Yıllar	Yöntem	Bulgular
Kalaycı vd. (2010)	Türkiye ve 27 AB Ülkesi (Fitch Rating'in verdiği kredi notları)	2002-2008	Diskriminant analizi	Sonuçlar Türkiye'nin makroekonomik göstergelerinin daha iyi not hakettiğini gösterirken Türkiye'nin politik istikrarın olmaması, demokrasi standartlarının altında kalması daha düşük not almasına sebebiyet verdiği sonucuna ulaşılmıştır.
Demez (2010)	Türkiye S&P ülke notları	1992-2009	Johansen eş bütünlük analizi	Sonuçlar, değişkenlerde meydana gelen değişimlerin, ülke kredi dereceleri ve derece öngörülerıyla açıklanamayacağını, diğer bir ifadeyle ülke kredi derecelerinin krizleri tahmin etmek için kullanılabilecek güvenilir bir kaynak olmadığını göstermiştir.
Kim ve Wu (2011)	G-7 ve 55 Gelişmekte olan piyasa S&P kredi notları	1995-2008	Panel Veri Analizi	Çalışma sonunda ulaşılan veriler kredi derecelendirme kuruluşlarının not revizyonlarının uluslararası banka akışları üzerinde olumlu etkisi olduğu tespit edilmiştir.
Avendan o vd. (2011)	55 Gelişmekte olan ülkede Fitch, Moody's ve S&P kredi notları	1993-2006	EKK, VAR	Bulunan sonuçlar, ülkelerin notlarını belirlemek için tek bir modelin bulunmadığını KDK'lar tarafından vurgulanan değişkenlerin ülke notlarında aynı etkiye sahip olmadığı görülmüş ve nakit ödemelerin, küçük, düşük ve orta gelirli ekonomiler üzerindeki etkisinin arttığını göstermiştir.
Adali (2011)	Türkiye, BİST Fitch	2005-2009	Regresyon analizi	Sonuç olarak kredi derecelendirme uygulamasında elde edilen derece notlarının getiriler üzerine anlamlı herhangi bir etkisi bulunamamıştır.
Gaillard (2012)	JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global spreadleri ve Gelişmekte olan ülkeler, Yunanistan	1993-2007	Ampirik bir çalışma	Fitch, Moody's ve S&P Sovereign Ratings ve EMBI Global Spreadleri Puanlardaki güçlü düşüş / yükseliş için derecelendirmelerdeki değişiklikler, Puan Değişikliklerine Piyasa Etüdünün Tepkisi bulgularına ulaşılmıştır.
Popa (2012)	Fitch, Moody's ve S&P Ülke Kredi Notları	1996-2010	Durbin-Watson test ve F-statistic test	Ülke risk derecesinin yatırım kararını etkilediği ve karlarla önemli ölçüde ilişkilendirilmiştir. Kredi derecelendirme kuruluşları belli bir güvenilirliğe sahiptir. Bu da DYY'ların ülkeye dağılımında etkilidir.
Yıldız (2014)	105 Ülkenin S&P notları		Panel Veri Analizi	Yapılan ekonometrik çalışmada alt ve orta gelirli ülkelerde Kişi Başına Düşen Gelir Düzeyi, Büyüme Oranı, Enflasyon Oranı, Kamu Borcu, Bütçe Dengesi ve Cari İşlemler Dengesinin, yüksek gelirli ülkelerde ise Kişi Başına Düşen Gelir Düzeyi, Enflasyon Oranı, İşsizlik Oranı ve Kamu Borcunun önemli değişkenler olduğu tespit edilmiştir.

Yazar	Veri (Bağımlı Değişken)	Yıllar	Yöntem	Bulgular
Şen (2014)	Moody's ,Türkiye		Risk Analizi, EDF modeli	PIT adı verilen ve risklerin anlık olarak ölçülmesini sağlayan yöntemin avantajlarını olduğu sonucuna varılmıştır.
Kargı (2014)	Türkiye Fitch, Moody's ve S&P	1998-2013	Ampirik bir Çalışma	Yapılan çalışmada genel yorum Moody's ve Fitch notlarının daha istikrarlı ve olumlu olduğu S&P'nin notları ise piyasaya daha yakından ilişkili olduğudur.
Ntswane (2014)	28 Afrika ülkesinin Fitch, Moody's ve S&P verileri	1994-2011	Ampirik Analiz	Güney Afrika'nın Fitch, Moody's ve S&P tarafından verilen rating'in hem portföy tahvilleri hem de ticaret bankası ve diğer özel kurumların net akış oranları ile Güney Afrika dışındaki ülkelere pozitif bir ilişkisi olduğunu göstermiştir.
Vergili (2016)	Kredi Dereceledirme Kuruluşları	2016	Ampirik bir çalışma	KDK'ların şişirilmiş notlarla krizi tetikledikleri ve derinleştirdikleri bulgulanmıştır.

ALTINCI BÖLÜM

SERMAYE AKIMLARI VE KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ İLİŞKİSİ

6.1. Sermaye Akımları

Gelişmekte olan finansal sistemlerin (finansal sektörün) en önemli işlevlerinden biri tasarruf sahiplerini (yatırımcılar) ve borç verenleri (güvenlik ihraççıları) sermaye piyasasında bir araya getirmektir. Kredi notları doğal olarak finansal gelişim için güçlü teşviklerden bazılarını içerdiğinden ve finansal kararları etkileyebileceğinden, bağımsız kredi notlarının (doğrudan veya dolaylı olarak) farklı finansal sektörlerin kaynak dağılım işlevini nasıl uyguladığını etkileyip etkilemediğini araştırmak önemlidir. Kredi derecelendirme rehberliğinin farklı türlerinin (yabancı para vs yerel para birimi, uzun vadeli ve kısa vadeli nitelikler) kalkınma üzerinde farklı etkileri sahip olup olmadığını incelemeye değer bir konudur.

Yukarıda ifade edilen gelişmekte olan piyasalarda finansal sektörlerin gelişimi için en önemli faktör (hem döviz hem de yerel para birimi cinsinden) uzun vadeli derecelendirmeler olduğu görülmektedir. Yabancı para cinsinden uzun vadeli notların uluslararası sermaye girişleri için en önemli etkidir. Çünkü iç finansal piyasanın gelişmesini sağlar. Gelişmekte olan ülkelerde, ülkelerin döviz cinsi uzun vadeli derecelendirmeleri iyileştikçe, her üç sermaye girişi (DYY, uluslararası bankacılık ve portföy) önemli ölçüde artar (Kim ve Wu, 2008: 19).

6.2. Sermaye Akımı Kavramı

Sermaye akımları veya "Sermaye akışları" terimi, vergi yükümlülüklerini azaltmak için uluslararası bir şirketin farklı iştirakleri arasında gelir, yatırım, ticaret, ticaret üretimi ya da tahsis amaçıyla sınırlar ötesi hareketini ifade eder (TradeLab, 2016). Finansal serbestleşme, uluslararası ticarete ekonomilerin, sermaye akımlarının serbestleşmesi olarak tanımlanabilir. Finansal küreselleşmenin hız kazanmasıyla birlikte uluslararası sermaye hareketleri, fon talep edenlerin bu fonları en ucuza sağlayabilecekleri; fon arz edenler ise bu fonlara en iyi getiri sağlayabilecekleri merkezlere yönelmişlerdir (Erataş ve Öztekin, 2010: 58). Sermaye hareketliliğinin

büyüme ve istikrar üzerindeki etkileri günümüzün en çok tartışılan ve en az anlaşılan konularından biridir. Tartışmalar uzun süredir devam etmektedir: Nurkse'nin 1920'lerde sermaye akımlarını istikrarsızlaştırmaya yönelik vurgusunu ya da Keynes ve White'ın İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra sermaye hareketliliğiyle ilgili sınırlamalar getiren yaklaşımları (Eichengreen, 2004: 4) çokça ele alınmış olup sermaye akımları kavramı günümüz dünyasının küreselleşmesi ile ülke ve kurumlar için hayati bir önem arz ettiği genel kabul görmüştür. Sermaye akımları ya da ekonomik küreselleşmenin ekonomik büyüme için teorik faydalarını özetleyecek olursak; Mali küreselleşme, ilke olarak, gelişmekte olan ülkelerdeki büyüme oranını bir dizi kanal aracılığıyla yükseltmeye yardımcı olabilir. Bunların bazıları doğrudan ekonomik büyümenin belirleyicilerini (yerli tasarrufların artırılması, sermayenin maliyetinin azaltılması, gelişmiş ülkeden gelişmekte olan ülkelere teknoloji transferi ve yerli finansal sektörlerin geliştirilmesi) doğrudan etkilemektedir (Prasad vd, 2003: 8). Küreselleşmeyle birlikte kredi derecelendirme kuruluşları sermayenin yönünü belirlemede önemli bir aktör haline gelmiş. Öyleki sermaye akımları 1990 yılları takiben yukarı yönlü bir trend yakalamış rakamsal olarak 2007 yılında 885 milyon doları bulmuştur (Kawai ve Lamberte, 2010: 14).

Sermaye akımlarının yönü, ekonomik kurumların kalitesinden ve alıcı ülkenin finansal gelişim seviyesinden, bu akışlardan maksimum fayda sağlamak için gerekli koşullardan etkilendiği görülmektedir (Molina vd., 2017: 1). Çeşitli mevcut projeler arasında seçim yaparken, bir firmanın muhtemelen hem beklenen getiriler artırma hem de riski azaltma ihtimali olan seçeneklere yönleneceği düşünülmektedir. Farklı ülkelerdeki faaliyetlerden elde edilecek getirilerin muhtemel mükemmel bir korelasyona sahip olmamasından dolayı, bir firma birden fazla ülkede projeler üstlenerek genel riskini azaltabilir. Dolayısıyla, doğrudan yabancı yatırım, kurumsal düzeyde uluslararası portföy çeşitlendirmesi olarak görülebilir (Lizondo, 1990: 3).

6.3. 6.3. Uluslararası Ticaretin Serbestleşmesi

Dünya piyasalarında küreselleşmenin hızlanmasıyla Dünya ticaret sisteminin kuralları sürekli olarak bir değişim geçirmiştir. Bu durum gelişmekte olan ülkelere daha yaygın bir hal almıştır. Dünya Ticaret örgütünün 1995 yılında kurulmadan önce II. Dünya savaşını takiben kurulan Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Antlaşması

(GATT) hem örgütsel düzeyde hemde uluslararası çapta ticari kuralları koyan çok önemli bir işlev görmüştür.

GATT dünya ticaretinin liberalleşmesinde önemli katkılar sağlamıştır. GATT aynı zaman da vahşi kapitalizmin ortaya çıkmasında engel olmuş, uluslararası ticaretin kurallar çerçevesinde işleminde önemli katkılar sağlamıştır. Uruguay Nihai Senedi ile yerini Dünya Ticaret Örgütü (WTO) almıştır. Dünya Ticaret Örgütü dünya ekonomisinde mal ve hizmet ticaretinin daha fazla serbestleşmesi için üye ülkelerle sürekli müzakerelerde bulunmuştur. WTO tüm üye ülkeleri belli dönemlerde incelemeye tabi tutmuş, olası ülkelerarası anlaşmazlıkları hukuksal kurallara uygun olarak çözümler aramaya çalışmıştır. WTO'nun yanı sıra Hizmetler Ticareti (GATS) ve Ticaretle İlgili Fikri ve Sınai Mülkiyet Antlaşması (TRIPS) önemli katkılar sağlamışlardır (Karluk, 2009: 435).

6.4. Sermaye Akımlarının Önemi

Yabancı sermaye akımları kalkınmada ve gelişmede uzun yıllardan beri önemli rol oynamış dahası yabancı sermaye piyasanın geçişinin sürdürülmesi için can simidi rolünü oynamıştır. Aşağıda yabancı sermaye akımlarının önemi olumlu olumsuz yönleriyle sıralanmıştır;

- (a) Esas olarak yurtiçi tasarrufları tamamlayacağı ve dolayısıyla yatırım, büyüme ve istihdamı artıracacağı umulan dış tasarrufları harekete geçirir.
- (b) Herhangi bir ülkenin ticaret hadlerinde keskin bir bozulma ile karşı karşıya kaldıklarında, zaman içindeki gideri karşılamaya katkıda bulunduğu düşünülmektedir.
- (c) Bu akışların borç verenler ile borç alanlar arasında daha düşük maliyetlerin yayılmasına yardımcı olarak üretimin mikro verimliliğini artırması beklenmektedir. genellikle doğrudan yabancı yatırıma eşlik eden teknoloji ve yönetim bilgisi aktarımı ile sadece geçiş ekonomileri için değil, ayrıca mikro ve sektörel verimliliği artırması da olumlu etkileri arasındadır.

Bununla birlikte, dış sermaye akımları yerel ekonomiler üzerinde çok olumsuz etkilerde neden olabilir. Bu büyük başarılarına rağmen, akışlar kötü yönetilirse olumsuz etkileri ciddi zararlara sebep olabilir (Griffith-Jones,1998:137-138).

Yabancı sermaye akımı, yatırımları finanse edebilir ve ekonomik büyümeyi teşvik edebilir ve böylece gelişmekte olan ülkelerdeki yaşam standardını yükseltebilir. Sermaye akımları, hane halklarının zaman içinde tüketimlerini düzeltmelerine ve daha yüksek tüketim seviyelerine ulaşmalarına olanak sağlayarak refah düzeyini artırabilir. Sermaye akımları, gelişmiş ülkelerin portföylerinin daha iyi bir çeşitlendirilmesine yardımcı olabilir ve emlak fonları, emeklilik hesaplarını destekleyebilir (Calvo vd, 1996: 123-124).

6.5. Sermaye Akımlarının Türleri

Mal ve emek gibi sermayelde belli hareketlere sahiptir, ülkeler arasında hareket eder bu bağlamda ülkeler arasındaki sermaye akışları iki başlık altında incelenebilir. Bunlar yabancı dolaysız yatırım (Doğrudan yabancı yatırımlar) ve yabancı portföy yatırımdır (Ünsal, 2005: 282).

Sermaye akımı aşağıdaki başlıklar altında toplanabilir (Şentekin, 2012):

- 1- Doğrudan Yabancı Yatırımlar,
- 2- Portföy Yatırımlar,
- 3- Kısa vadeli sermaye hareketleri.

Aşağıda yabancı sermaye akımı olan doğrudan yabancı sermaye yatırımları (DYY) ve yabancı portföy yatırımları (PY) ele alınmıştır. DYY ve PY'ları gerçekleştiren şahıslar genellikle farklıdır. Doğrudan yabancı yatırımları gerçekleştiren genellikle çok uluslu şirketler iken Portföy yatırımlar da yatırımlarını çeşitlendirmek isteyen yatırım fonları, hedge fonları, emeklilik fonları ve diğer tür yatırımcılardan gelir (Mucuk, 2011: 14)

Erdoğan'a (2012) göre ise sermaye akımları Üç başlık altında toplanabilir,

- Doğrudan yatırımlar: Öz Sermaye, Yeniden Yatırılan Kazançlar, Diğer Sermaye.
- Portföy Yatırımlar: Net Varlık, Tahvil ve Senetler, Para Piyasası Enstrümanları, Finansal Türevler.
- Diğer yatırımlar: Ticari Krediler, IMF Borç ve Kredileri, Diğer Borçlar, Nakit ve Mevduatlar, Doğrudan Diğer Varlık ve Yükümlülükler.

6.5.1. Yabancı Yatırımlar

Genel tanımlama yapmadan önce tarihsel geçmişine bakıldığında doğrudan yabancı yatırımlar, bugün çeşitli ülkeler arasında geliştirilen ekonomik ilişkilerin temel özelliklerinin kayda değer kısmı İngilterden başlayıp sanayi devrimi ile diğer Batı Avrupa ülkelerine yayılmasıyla gelişmiştir. Birinci Dünya savaşının öncesini kapsayan üç asırlık dönemde sermaye ve tabii kaynakların yoğun olduğu alanlardan daha az olduğu alanlara yönelmiştir. Bu akım 19. yüzyılda daha hızlı bir hal almış Baldwin ve Martin'nin (1999) ifade ettikleri gibi 1880'li yıllarda İngiltere öncülüğünde ekonomisi daha güçlü ülkelerin ihtiyaç duydukları kaynakları karşılamak amacıyla sömürge ülkelere yaptıkları yatırımlar yabancı sermaye yatırımlarının başlangıcı olarak tarif edilir (Kutlu vd., 2005: 7). Daha geniş bir ifadeyle bir firmanın bulunduğu ülkenin sınırları dışında faaliyette bulunmak için başka ülkelere üretim tesisi kurma veya mevcut üretim tesislerini devralması işlemine doğrudan yabancı yatırım denir (Arıkan, 2006: 8).

Genel olarak doğrudan yabancı yatırım, bir ülkede bir şirket veya firma satın alarak veya yeni kurulan firmanın kuruluş sermayesini sağlayarak ya da çalışmakta olan bir firmanın sermayesini artırma yoluna giderek o ülkede bulunan firmalar tarafından diğer bir ülkede bulunan firmalara yapılan sermaye yatırımının yanı sıra teknoloji, işletmecilik bilgisi ve yatırımcının denetim ve kontrol yetkisinide beraberinde getiren yatırımdır (Karluk, 2009: 688). Son yıllarda, doğrudan yabancı yatırımlar ülkenin büyüklüğü, işgücü maliyeti, vergi oranı, özellikle yabancı yatırım şirketleri ve diğer faktörlere bağlı teşviklerin sabit tutulması ve iyi bir yönetime sahip olan ülkelere yönelme eğiliminde olduğu görülmüştür. Çünkü kötü yönetim doğrudan yabancı yatırım üzerindeki niceliksel etkisi oldukça fazladır (Prasad vd, 2003: 51). Başka bir tanımlamayla doğrudan yabancı sermaye yatırımlar genel olarak uzun vadede çıkar sağlamak üzere şirketlerin yönetiminde etki edebilecek düzeyde sermaye yatırımı olarak tanımlanabilir (Erdoğan, 2012: 2).

Doğrudan yabancı yatırım (DYY), yabancı yatırımcının satın aldığı şirket üzerinde kontrol sahibi olduğu başka bir ülkeden bir yatırımcı tarafından yapılan bir iştir. Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütüne (OECD) göre doğrudan yabancı yatırım sahipleri işletmenin % 10 veya daha fazlasının kontrolünü elinde bulundurur. Doğrudan

yatırım yapan işletmeler genellikle çok uluslu şirketler vasıtasıyla bunu gerçekleştirir (Study.com, 2017).

Çok uluslu şirketler ülkeye doğrudan yatırım yaparken aynı zamanda ülkeye döviz transfer eder. Asıl özelliği bu iken bunun yanında bazen yatırım yapılan ülke için döviz girmedende yatırım yapabilir. Bunun bir yolu yabancı sermayenin üretimde kullanılması amacıyla makine, donatım gibi fiziki üretim araçları biçiminde gelmesidir. Bazen döviz ya da yatırım malı olarak değil lisans, teknik bilgi, know-how varlık olarak da görülebilir. Ayrıca Yabancı sermayedar ülkenin iç mali kaynaklarından yararlanarak yatırım yapabileceği ve bu şekildeki yatırımların “dış yatırım” olarak tanımlanacağı unutulmamalıdır (Seyidoğlu, 2003: 719).

6.5.2. Portföy Yatırımlar

Bir ülkenin para ve sermaye piyasaları tarafından çıkarılmış olan tahvil, hisse senedi gibi kısa vadede kar amacı üzerine kurulmuş olan likiditesi yüksek finansal araçların uluslararası sermaye piyasaları tarafından alınması yoluyla yapılan yatırımlara portföy yatırım denir (Arıkan, 2006: 7). Portföy yatırımda artış veya azalış ülke içindeki ve yurtdışındaki faiz oranları ülkelerin politikaları önemli etken olmaktadır. Portföy yatırımcıları öncelikle yatırımlarının güvenli ve garantili bir karşılığının olmasını isterler buda KDK’ları onlar için daha da önemli bir duruma getirir.

Portföy yatırımları, organize ya da organize olmayan piyasalarda işleme tabi tutulan menkul kıymetleri kapsamayan yatırımlar olarak bilinmesine rağmen portföy yatırım kavramı sadece bu işlemler değildir. Kamuya açılım oranının düşük yada düzenlemelerin daha gevşek tutulduğu piyasalarda hedge fonlar, özel sermaye fonları ve girişim sermayeleri olarak yatırım yapılanlar da portföy yatırımlar bünyesinde değerlendirilebilir (işleme tabi tutulan fonlara yapılan yatırımlar %10’luk dilimi geçmediği sürece) (Yılmaz, 2014: 8). Portföy yatırımlarının azalıp artmasında dış ülkelerde ve yurt içindeki faiz oranları yanı sıra ülkelerdeki politikalar da etkili olmaktadır. Portföy yatırımcıları öncelikle parasal kaynaklarının güvenli ve garantili bir dönüşünün olmasını isterler.

Doğrudan yabancı yatırımlar ile portföy yatırımlar önemli farklılıklar gösterir. Farklılıklardan en belirleyicileri yabancı ülkede yapılan yatırımın yönetim ve denetim durumudur. Doğrudan yabancı yatırım durumunda yatırım yapılan şirketin yönetim ve

denetimi etkili olmaktadır. Fakat Portföy yatırımlarda ülkede bulunan şirket üzerinde yönetim veya denetim söz konusu değildir, bu yolla yerleşik uluslararası piyasadan kaynak sağlamış olur. Diğer bir önemli fark ise doğrudan yabancı yatırım söz konusu olması durumunda yatırım sermayesi yanı sıra üretim teknoloji ve işletmecilik deneyimlerini beraberinde getirmesi gerekirken, portföy yatırımda sadece sermayesini getirmesi yeterlidir. Portföy yatırımları aşağıdaki başlıklar altında toplayabiliriz(Bildirici, 2014: 7);

- Hisse Senetleri
- Borç Senetleri
- Tahvil ve Senetler
- Para piyasası araçları
- Finansal türevler şeklinde sıralanmaktadır.

6.5.3. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri

Kısa vadeli sermaye hareketleri geniş bir finansal işlem yelpazesine yayılır: Ticaret kredisi, bir yıldan kısa vadeli ticari banka kredileri ve yurt dışında ihraç edilen veya yurt dışı yerleşik kişilere satılan kısa vadeli özel ve kamu borcu (hem yerel hem de yabancı para birimi cinsinden) gibi finansal sermayelerden meydana gelir (Rodrik and Valisco, 1999: 12).

6.5.4. Doğrudan Yabancı Yatırımlar ile Portföy Yatırımlar Arasındaki Farklar

Doğrudan yabancı yatırımlarda, yatırım ve üretim süreci işlemlerinin tamamı yatırım yapan şirket tarafından kontrol edilir. Fakat portföy yatırım olarak yatırım yapan şirket yönetimde doğrudan söz hakkına sahip olamaz.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımcıları çoğunlukla ürün ve hizmet üretimi ile ilgili firmalardan oluşmaktadır. Ancak portföy yatırımlar genellikle finansal kurumlardan, kurumsal yatırımcılardan veya yatırımlarının kendilerine finansal kazanç sağlayan bireysel işlemlerden meydana gelmektedir.

Doğrudan yabancı yatırımların büyük bir bölümü çok uluslu şirketler tarafından gerçekleştirilmektedir. Doğrudan yabancı yatırımı gerçekleştiren firmalar gereksinim duydukları hammaddeyi veya ürettikleri ürünleri verimli ve en düşük maliyetle gerçekleştirmeyi planlar bu amaçla yatırımcılar yaptıkları yatırımlar uzun vadeli olarak

yapar bu durum firmaların rekabet gücü üzerine ve elde ettikleri kar üzerine etkisinden dolayı verdikleri kararları doğrudan etkiler. Fakat portföy yatırımlarda böyle bir durum söz konusu olmamakla beraber temel hedef hisselerine ortak oldukları kuruluştan kısa dönemde kar almaktır.

Portföy yatırımlarda elde edilen kar oranlarında veya hisse senetlerinde herhangi bir düşüş yaşanması durumunda yatırımlarını satarak başka bir piyasaya yönelme söz konusu iken Doğrudan yabancı yatırımlarda ise daha uzun bir yatırım ve planlama ayrıca yüksek maliyet gibi etkenler engel teşkil eder (Seyidoğlu, 2003: 491-492).

Sermaye akımlarının bir diğer önemli özelliği, akışların bileşenlerinin oynaklık açısından belirgin farklılık göstermesidir. Özellikle banka borçlanma ve portföy akışları, doğrudan yabancı yatırıma göre oldukça değişkendir. Ayrıca sermaye akımlarının doğru sınıflandırılmasının kolay olmadığı yönünde hakim görüşler vardır. Ancak sermaye akımlarının bileşiminin, bir ülkenin finansal krizlere karşı savunmasında önemli bir etkisi olduğu görülmektedir (Prasad vd, 2003: 7).

6.6. Sermaye Akımlarının Tarihsel Gelişimi

Günümüzde çeşitli ülkelerde geliştirilen iktisadi ilişkilerin temel özellikleri İngiltere’de başlayıp sanayi devrimiyle dünyaya yayılmıştır. 1800’lü yılların başında İngiltere’nin ihtiyacı olan hammadde, yeraltı kaynaklarının çıkarılması için daha önce egemenliğine almış olduğu sömürgelerde yaptığı yatırımlar sermaye akımlarının ya da yabancı yatırımlarının başlangıcını temsil eder (Akdiş, 1988: 65).

19. yy’da gelişmekte olan ülkelere özel yatırımlarda büyük bir artış ortaya çıkmıştır. ABD, Kanada, Avustralya, Arjantin, Brezilya, Meksika ve Hindistan gibi ülkelere yoğun bir sermaye akımı olmuştur. Bu yüzyılda sermaye akımları iki şekilde olmuştur; Devlet tahvilleri ve DYY olarak gerçekleşmiş. Başlarda sadece Londra finans merkeziyken ilerleyen dönemlerde buna Almanya ve Fransa gibi rakipler ortak olmuşturlardır. Yine bu dönemde uluslararası sermaye ile ilgili yaşanan gelişmeler iki gerçeğin ortaya çıkmasına yardımcı olmuştur. Bunlardan ilki sürekli kötü kamu maliyesine sahip ülkelerin sorumluluklarını zamanla yerine getirememeye ve alacaklı devletlerde borçlarını güç kullanarak tahsil etmeye yönelmesine sebep olmuştur. İkincisi ise ortaya çıkan ciddi ekonomik ilerleme görüntüsünün sebebi olarak sermaye akışı ve uluslararası kredilerden kaynaklandığı tespitine varılmıştır (Yılmaz, 2014: 23).

1990 yılların başına gelindiğinde bir kaç ülke ticaret ve sermaye piyasasının serbestleştirilmesini içeren pazar odaklı reformların yanı sıra sağlam para ve maliye politikaları da benimsemeye başlamıştır. Örneğin, Arjantin, Brezilya, Ekvator ve Peru 1990'ların başında bunu yaparken, Bolivya, Şili ve Meksika 1980'lerin sonlarında enflasyonu düşürme programlarını hayata geçirdi. Etkili bir enflasyon istikrarı programı, makroekonomik riskleri azaltmış ve sermaye girişlerini canlandırmıştır (Calvo vd., 1996: 127).

UNCTAD (2004) verilerine göre 1990'lardan sonra daha da hız kazanan doğrudan yatırımlar 1990'da 2009 milyar Dolar büyümeden, 2000 yılında 1.4 trilyon Dolara ulaşmıştır. 1980'lere kadar ABD, Japonya ve Batı Avrupa ülkeleri gibi sanayisi gelişmiş ekonomiler arasında dolaşım söz konusu iken, 1990'larla beraber daha yüksek getiri imkanı sunan ve sermaye gereksinimi yüksek olan gelişen ekonomilere yönelmiştir (Açıkalın ve Ünal, 2009: 20-21).

6.7. Sermaye Akımlarının Türkiye’de Tarihsel Gelişimi

Türkiye ve benzeri gelişmekte olan ülkeler, sermaye birikiminin yetersizliği ekonomik başarısızlık ve sorunların başında gelmektedir. Çünkü ekonomik kalkınma, üretim ve istihdam için yatırım gerekmemektedir. Gelişmekte olan ülkelerin çoğunda yatırım ve finansal piyasaları işlemesi için sermaye yeterli değil buda Türkiye ve gelişmekte olan ülkeleri yabancı sermaye ve dolayısıyla bu sermaye kaynaklarını yönünü belirlemede en etkili kurumlar olan kredi derecelendirme kuruluşlarına bağımlı kılmaktadır.

Sermaye akımlarını dolayısıyla yabancı sermaye kaynaklarının Türkiye’ye girişi 1980’li yıllara kadar önemli bir gelişme kaydetmemiştir. Tüm dünyada olduğu gibi Türkiye’de de 1970 yıllara kadar makroekonomik ortam ve korumacı politika izlenmiştir. Bunun olmasında siyasi tercihlerde önemli yer tutmuş çünkü 1980 yıllarında önce iktidarların çoğu devlet teşebbüslerinin milli ekonomide artan rolünden yana olmuştur. Mevcut en eski veriler 1971 yılına dayanmakta olup gerçekleşen yabancı sermaye stoku 300 milyon dolardır. Sonraki yıllarda çok büyük bir değişim gerçekleşmemiş 1979 yılında miktar 1.1 milyar dolar dolayında olmuştur (Açıkalın ve Ünal, 2009: 33-35).

Türkiye’de yabancı sermaye akımı aynı kategoride bulunduğu ülkelerle kıyaslandığında oldukça düşük kalmıştır. 1980 yılına kadar istenilen seviyede yabancı sermaye kaynağı çekilememiş olması sadece yasal düzenlemelerle sermaye akımlarını çekilemeyeceğini göstermiştir. 1980 yılından sonra yabancı sermaye yatırımlarının Türkiye’de artış göstermesinde temel faktör, 24 Ocak 1980 tarihinde alınan Ekonomik istikrar kararlarıyla Türkiye’nin dışa açık bir politikaya başlamasının yanı sıra mevcut durumun politik ve ekonomik istikrarın yeniden sağlanması ve yabancı sermaye yatırımlarına uygulanan politikaların yeniden güven vermiş olması etkili olmuştur.

1980 yılında alınan Ekonomik ve İstikrar kararlarıyla ilk yılda 35 milyon dolar giriş sağlanmış, 1981 yılında bu rakam 141 milyon dolar olmuş, 1990 yılında 1 milyar dolar seviyelerine yükselmiş bundan sonraki yıllarda 1 milyar dolar ortalamayla seyretmiştir. Firma sayısı 1980 yılında 78 iken 2001 yılında bu rakam 5.841 adede ulaşmıştır (Karluk, 2002: 655-656).

6.8. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Sermaye Akımlarına Etkileri

Kredi derecelendirme notları her ne kadar bir görüş niteliğinde olsa da verilen notlar, yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilmektedir. Aynı zamanda yerli yatırımcıların iş yapması, yurt dışından kredi almaları, tahvil alıp satmaları ve yurt dışı finansmanı isteyen büyük altyapı projelerinin düşük finansmanı gibi yatırıma dair finansal kaynakların hepsi bu kuruluşların verdikleri notlardan etkilenmektedir. Aynı zamanda yerli yatırımcıların da iş yapması, yurt dışından kredi almaları, tahvil alıp satmaları bu kuruluşların verdikleri notlardan etkilenmektedir (Karagöl ve Mıhçıokur, 2012: 4-14). Kredi derecelendirme kuruluşlarının sermaye piyasalarına dolaylı olarak da sermaye akımlarına olan etkisini anlamak için üç önemli aktörü incelenmek gerekir; Yatırımcılar, ihraççılar ve kredi derecelendirme kuruluşları. Yatırımcılar, derecelendirme kuruluşlarının varsayılan riski ölçme ve dolayısıyla belirli bir tahvil ihraççısı tarafından yayınlanan bir ürüne yatırım yapıp yapmamayı üst derecede değerlendirme yeteneğine güvenmektedir (Fischer, 2015: 40). Daha genel bir tabirle, finansal piyasaların sağlıklı bir biçimde işleyebilmesinde, fon arz ve talep edenler başta olmak üzere sürece işlerlik kazandıran diğer kesimlerin talep ve beklentilerini karşılayan, yükümlülüklerini belirleyen temel yapısal kuralların niteliği oldukça önemlidir. Bahsi geçen yapının inşasında ve işletilebilmesinde yasal çerçevenin, siyasal

idarenin, ekonomi bürokrasisinin, vergi idaresinin, mali müşavirlik hizmetlerinin, bankalar başta olmak üzere ulusal ve küresel tüm finans çevrelerinin önemli etkileri olduğu söylenebilir. Bu bağlamda kredi derecelendirme kuruluşları kimi zaman makro ekonomik değişkenlere de yön verebilen tüm bu kesimlerle etkileşim halinde olup, bu etkileşimin ortaya çıkardığı sinerjiyi diğer göstergelerle birlikte değerlendirerek bir derecelendirme yapmaktadırlar (Demir ve Eminer, 2006: 104). Bu bağlamda kredi derecelendirme notları ile sermaye akımları (DYY, PY) arasındaki ilişkiyi incelemek büyük önem arz etmektedir.

Kim ve Wu (2008) yaptıkları çalışmada kredi derecelendirme kuruluşlarının sermaye akımları üzerine etkilerini aşağıdaki gibi sıralamışlardır;

(i) Sermaye akımlarının yönünün çok önemli olduğu günümüzde kredi derecelendirme kuruluşları ile sermaye akımları arasındaki ilişki son derece önem arz etmektedir. Yabancı para cinsinden uzun vadeli derecelendirme uluslararası sermaye akımları için en önemli teşvik unsuru olmuştur. Uzun vadeli notları iyileştikçe, gelişmekte olan ülkelere her üç sermaye girişi (Doğrudan Yabancı Yatırım (DYY), Banka Kredileri ve Portföy Yatırımları (PY) önemli ölçüde artmıştır. İç piyasa gelişimi üzerinde etkili olan bir akım, önemli pozitif ilişkinin bulunduğu tahvil piyasasında belirgin olarak hissedilmektedir. Buna ek olarak, uzun vadeli yabancı para oranlarının, bir yandan borsa gelişimi ile bankacılık sektörü ve diğer yandan tahvil piyasaları arasında bir değiş tokuş yaratması nedeniyle finansal yapıda değişikliklere katkıda bulunmaktadır.

(ii) Yerel para cinsinden uzun vadeli kredi notları uluslararası sermaye akımları ve yurtiçi finansal sektör gelişmeleri üzerinde çelişkili etkiler yaratmaktadır. Bir yandan, yerli hisse senedi ve bankacılık sektörlerinin gelişmelerini tetiklerken, diğer taraftan uluslararası sermaye akışlarını olumsuz etkilemektedir. Birçok gelişmekte olan ülke için KDK'lar finansal sektörlere güvenlik ağları sağlamış ve yerel para birimi mali pozisyonlarında bir iyileşme, piyasa istikrarını arttırmış ve dolayısıyla piyasa büyümesine katkı sağlamıştır. Bununla birlikte, iç pazarlar geliştikçe, daha fazla yerel para birimi fonları sağlanmış ve bu durum, ülkelerin, yerel para harcamalarının finansmanında döviz sermayesine olan bağımlılığını azalttığı belirtilmiştir.

(iii) Kısa ve uzun vadeli notların hem yabancı hem de yerli para birimlerinde olumsuz etkileri bulunmaktadır. Kısa vadeli derecelendirme notlarındaki iyileşme genel olarak uluslararası sermaye girişlerini caydırmakta ve yerel finansal piyasa gelişmelerine engel olmaktadır. Kısa vadeli derecelendirme notlarındaki iyileşmenin, ülkeleri uzun vadeli finansmandan potansiyel olarak likidite riskleri oluşturan kısa vadeli finansmana geçmeye teşvik ederek sermaye girişlerinin bozulmasına sebep olmaktadır.

İyi bir derece elde etmenin birincil amacı, özel sermaye piyasalarına girişi artırmak ve borç tahakkuku, faiz maliyetlerini düşürmektir. 1984 Ramakrishnan ve Thakor, 1985 Millon ve Thakor; yaptıkları teorik çalışmalarda kredi derecelendirme kuruluşlarının, bilgi toplayıcılar ve işlemciler rolüyle, bir kuruluşun piyasadaki değerini belgeleyerek bir şirketin sermaye maliyetlerini azaltabileceğini ve dolayısıyla alıcılar ve ihraççılar arasındaki bilgi akışını sağlayarak asimetriyi de azaltabileceğini belirtmişlerdir. Egemen borçlular için tahvil spreadleri ile derecelendirme notları arasında net bir korelasyon olduğuna dair kanıtlara ulaşmışlardır. Derecelendirme ne kadar düşük olursa faiz spreadleri de o derecede artar.

Ülkeler, borçlanma maliyetlerini düşürmek ve yabancı yatırımcıyı çekmek için kredi notuna ihtiyaç duymaktadırlar. Özellikle gelişmekte olan ülkeler doğrudan yabancı yatırımcıyı çekmek için uluslararası borçlanmaya gitmeyecek olsalar bile kredi derecelendirmesine başvurumaktadırlar. Bir anlamda küresel ekonomik sistemin parçası olabilmek, kredi derecelendirme kuruluşlarının derece notlarıyla ilişkilendirilmektedir (Elkhoury, 2009: 172-173). Gelişmekte olan piyasalar için ise, "egemen tavan" etkisi ile derecelendirmenin önemli bir dışsallığı vardır. Borenzstein vd. (2006) incelemelerinde şunu fark etmişlerdir; egemenlik tavanının etkisi 1997'den bu yana esnemesiyle, özellikle banka şirketleri için istatistiksel olarak son derece önemli olmuştur, ancak yüksek oranda egemen borcu olan ülkeler ve daha fazla yabancı müşteriye sahip bankalar ile daha küçük olan bankalar için bu durum daha da önemlidir.

Daha genel bir özetle ele alırsak büyük KDK'lar sermaye piyasasında iki önemli rol oynamaktadır. İlk olarak, piyasa katılımcılarına bilgi yayarak bir değerlendirme rolü oynarlar. Bu görevde KDK'lar, kredi kalitesini değerlendirmek için gerekli bilgileri toplar, analiz eder ve analiz sonuçlarını; yatırımcılar, portföy yöneticileri, satın alan

firmalar, satan firmalar ve diğerleri tarafından geniş bir şekilde kullanılabilir hale getirirler. Değerlendirmede kredi notlarının kullanılabilirliğini kolaylaştıracak iki özellik: (1) derecelendirme zamanlaması ve (2) bilgi kullanılabilirliği. Büyük KDK'ların ikinci rolü sözleşme yapılmasını kolaylaştırmaktır (mali düzenleme dahil), çünkü harf derecelendirmeleri verimli kredi kalitesi kriterleri olarak görülmektedir. Özel sözleşmelerde, derecelendirme temelli kısıtlamalar kredi anlaşmalarında, tahvil sözleşmelerinde ve diğer mali anlaşmalarda yer almaktadır. Derecelendirme ayrıca kurumsal yatırımcıların şirket içi yatırım kurallarını olarak da kullanılır.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının sermaye akımları üzerindeki etkisini bazı analistler aşağıdaki gibi ifade etmişlerdir;

Frost'ta (2007) göre en büyük üç KDK, eğitimli analistler tarafından yapılan nicel modellerin ve nitel analizin bir karışımını kullanmaktadır. Diğer birçok kurum, kantitatif modellere dayanmakta ve neredeyse tüm ihracı belirli bir pazarda küçük personel kullanarak değerlendirmektedir. Ana KDK'larda kredi derecelendirme süreci hem işletme riskinin (endüstri özellikleri ve şirketin rekabetçi konumu ve yönetim kalitesi) hem de finansal risk (finansal özellikler, finansal politika, sermaye yapısı, nakit akışı koruması ve finansal esneklik) analizini içerir.

Kisgen (2006) yöneticilerin kredi derecelendirmelerine olan ilgisinin farklı derecelendirme düzeyleriyle ilişkili ayrı maliyetlerden (faydalar) kaynaklandığını iddia etmektedir. Aynı şekilde tahvil yatırımlarıyla ilgili çeşitli düzenlemeleri de doğrudan kredi derecelendirmeler notlarına dayandırmaktadır. Kredi derecelendirme seviyeleri, bankalar ya da emeklilik fonları gibi belirli yatırımcı grupların firmanın tahvillerine yatırım yapmasına izin verilir mi, verilmez mi ve sigorta şirketleri ya da broker-bayi gibi yatırımcı gruplarının firmanın tahvillerine yatırım yapmak için belirli sermaye gereksinimine ne ölçüde katkıda bulunduğunu araştırmıştır. Genel olarak derecelendirme notlarının yatırımcılara bilgi sağlayabileceğini ve notların böylece firma kalitesinin bir işareti olarak ifade edilebileceği vurgulamıştır. Piyasa, notları bilgilendirici olarak görürse firmaları derecelendirmelere göre bir araya getirerek ve böylece olabilecek derecelendirme değişikliği, bir firmanın sermaye maliyetinde ayrı değişikliklerle sonuçlanacaktır. Derecelendirmelerde yapılan değişiklikler, tahvil kupon fiyatında bir değişiklik, bir sözleşme kaybı, tahvillerin geri satın alınması veya tahvil

alımına ilişkin bir kayıp gibi firmaya ayrı maliyetlerle (yararlar) sonuçlanan olayları da tetikleyebilir.

Genel itibarıyla Moody's, S&P ve Fitch, üç büyük tahvil derecelendirme kuruluşudur. ABD'li şirketlerin çoğu bu üç şirketten en az biri tarafından derecelendirilmiştir. (May, 2010: 2824). Yukarıda bahsedilen etkileri daha detaylı olarak ele alırsak Kredi not düşürmeleri günlük hisse senedi fiyatlarında önemli bir etkiye sahiptir ancak yükseltmelerin fazla etkisi yoktur.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının notları ile tahviller, hisse senetleri ve sermaye akımları arasındaki ilişkiyi daha önce araştırmış ilişkiyi inceleyen yazarlar şu tespitlerde bulunmuşlardır; El vd. (1992), hisse senedi getirileri ile kredi notları arasındaki ilişkinin incelemeden hemen sonra düşürme veya düşürme duyurusu, hisse senedi getirileri için negatif anormal bulmuşlar ancak yükseltmeler veya olumlu gözden geçirmeler için herhangi bir etki yaratmadığını tespit etmişlerdir. Hisse senedi piyasası tepkimesindeki enine kesitsel değişim, Goh ve Ederington (1999) tarafından dökümanite edilmiş olup, yatırım sınıfı kategorisindeki indirgemelere göre yatırım dışı düşük dereceli indirmeler daha güçlü olumsuz bir tepki verdiği belirtilmiştir. Yukarıda bahsi geçen araştırmalardan önceki incelemeler, tahvilin fiyat değişiklikleri üzerindeki etkisini değerlendirmiş; Katz (1974) ve Grier ve Katz (1976) sırasıyla tahvil getirileri ve tahvil fiyatlarındaki aylık değişimlere bakmışlardır. Tahvil piyasasında azalmadan önce beklentinin olduğu, ancak artmadığı sonucuna varmışlardır. Günlük tahvil fiyatlarının kullanılması ile ilgili olarak Hand vd. (1992) inceleme ve derecelendirme değişiklikleri ile ilişkili önemli anormal sonuçlar bulmuştur. Wansley vd. (1992), açıklanmadan hemen önce ve hemen sonrasındaki dönemde tahvil getirileri üzerindeki indirgemelerin (ancak yükseltmelerin değil) olumsuz etkisini doğrulamışlardır (Hull vd, 2004: 2791).

Hisse senedi, tahvil ve bono gibi yatırım araçlarında kredi kalitesi düştükçe tepkinin daha da büyüdüğü bulunmuştur. Yani, pozitif (negatif) anormal bağ iadelerinden önce gelen indirgemeler (yükseltmeler), önemli ölçüde daha güçlü reaksiyonlar ortaya çıkarmaktadır. Son olarak, firmaların spekülative seviyesinden yatırım kalitesine geçmesi durumunda derecelendirmeye dayalı düzenlemelerin finansal kurumların spekülative dereceli tahvil talepleri üzerindeki etkisini yansıtmaması durumunda, yükseltmeye verilen yanıt son derece güçlü olacağı vurgulanmıştır (May, 2010: 2380).

Şirketin finansal beklentilerindeki bozulmaya atfedilen düşüşte bir hisse senedi fiyatı olumsuz tepki verdiğini tespit edilmiş ancak finansal kaldıraçta bir değişikliğe bağlı olarak düşürme konusunda herhangi bir tepki bulunmadığını tespit edilmiştir (Choy vd, 2006: 757).

6.8.1. Sermaye Yapısı İçin Kredi Notlarının Önemi

KDK'lar genel olarak finansal argümanlardan farklıdır. KDK'ların notları, yükseltmesi ya da düşürmesi firmaları farklı şekilde etkilemekte: Derecelendirme değişikliği beklenen nota yakın olmayan firmalara daha az borç ihraç edeceğini ima etmektedir. Diğer yandan, belirli bir derecelendirme derecesine sahip firmaların, daha iyi kredi kalitesi dolayısıyla bir yükseltmeyi yerine getirdikleri takdirde ortalama olarak daha fazla borç vereceklerini ima etmektedir. Dahası, KDK'lar, tüm derecelendirme düzeylerinde firmalara yönelik kredi derecelendirme etkilerini ima etmektedir; yani finansal sıkıntı durumlarında, AA gibi yüksek derecelendirilmiş firmalar için bile notun anlamlı olma ihtimali düşüktür. Kredi notu derecelendirmelerinde bir değişiklik ile bağlantılı ayrı maliyetleri (faydaları) dolayısıyla kaldıraç ve firma değeri arasındaki sürekli olmayan bir ilişkiyi ima ederken finansal sıkıntılarda böyle bir süreklilik olmadığını ifade etmektedir. Bununla birlikte, bazı sıkıntılı durumlarda kredi notları benzer ampirik etkilere sahiptir.

6.8.2. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Sermaye Akımları Üzerinde Etkisi İle İlgili Literatür Çalışması

Çalışmanın bu kısmında kredi notlarının, ülke finansal piyasaları ve sermaye akımları üzerindeki etkisi kısaca ele alınmıştır

Kisgen (2006), Lee (2008), Afonso vd. (2012), Prati vd. (2012), Chen vd. (2016) yaptıkları çalışmalarda kredi derecelendirme kuruluşlarının, devlet tahvilleri, hisse senetleri ve genel olarak sermaye akımları üzerinde etkisi olduğu sonucuna varmışlardır.

Brooks vd. (2004) yaptıkları çalışmada ülke derecelendirme değişikliklerinin borsaya etkisini incelemişlerdir. Derecelendirme notlarının piyasa getirileri üzerinde negatif etkisi olduğu tespit edilmiş, incelenen dört kredi derecelendirme kuruluşundan (S&P, Moody's, Thomson and Fitch IBCA) sadece S&P ve Fitch derecelendirme notlarının önemli piyasa düşüşlerine neden olduğu sonucuna varılmıştır.

Bruner ve Abdelal (2005) kredi derecelendirme kuruluşlarının küresel sermaye piyasalarındaki rolünü açıklığa kavuşturmuş, derecelendirme kuruluşlarına hukukun gücü verildiğinde ortaya çıkan sorunların ana hatlarını ve derecelendirmelerde halkın onayını almasıyla ortaya çıkan kamu politikası ikilemlerine alternatifler özetlemişlerdir. Düzenleyici amaçlar için belirlenmiş ajansların, algısal ve ideolojik temellerini (özellikle hükümdarlar için) maruz kalmamak için daha nüanslı derecelendirme sağlamaları ve derecelendirmeye bağlı düzenlemeye alternatiflerin değerlendirilmesini kolaylaştırmaları gerektiği sonucuna varılmıştır. Odders-White ve Ready (2006) kredi derecelendirme kuruluşları ile ilgili yaptıkları çalışmada, kredi notları ile hisse senedi piyasası likiditesinin önlemleri arasındaki ilişkileri analiz etmişler ve kredi derecelendirmelerinin zayıf ya da düşük olduğunda, gelecekte firma değeri hakkındaki belirsizliğin olacağını belirtmişlerdir.

Han vd. (2012) çalışmalarında Global bir ajans tarafından derecelendirilen tahvillerin, Japon derecelendirme kuruluşları tarafından derecelendirilen tahvillerle karşılaştırıldığında 11-14 baz puan (bps) düştüğü görülmüştür. Ancak 2007-2009 mali kriz sırasında, bu Japon tahvillerinin getirileri 12-17 baz puan arttığı ve tutarsızlık olduğu görülmüştür. Böylece küresel bir KDK'dan bir derecelendirme not elde etme avantajını tamamen reddetmişlerdir.

Başka bir çalışmada Fischer (2015) derecelendirme kuruluşlarının asimetrik bilgilere sahip bir piyasadaki etkileri incelemiştir. Özellikle, kredi derecelendirme kuruluşlarının yatırımcılar ve tahvil ihraççıları arasında aracı rolü tartışılmıştır. Sonuçlar; Derecelendirme pazarı ve piyasa kümelenmesinde kalite bozulmasına eşlik etse de, derecelendirme yumuşatma yönteminin akış araştırma kalitesini telafi edebildiği gösterilmiştir. Eğer yatırımcılar derecelendirme kuruluşlarının itibarına güçlü bir vurgu yaparsa, derecelendirme piyasaları da güçlü bir şekilde kümelenme eğilimi gösterir.

Boumparis vd. (2015) kesitlere bağımlılığa izin veren bir panel çerçevesinde, 2002-2013 dönemi boyunca Euro bölgesi ülkelerindeki kredi notlarının belirleyicilerini incelemişlerdir. Kamu borcunun ve birikimli cari hesabın önceki dönemlere kıyasla 2008 sonrasında derecelendirme üzerinde daha güçlü bir etki yarattığı sonucuna varılmıştır.

Çalışmanın bu kısmında anlatılan tüm eserlerin toplu bir özeti Tablo 18’de sunulmuştur. Bu özet tablodaki çalışmalar incelendiğinde genellikle kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi notlarının finansal piyasalar ve sermaye akımları üzerinde etkisi olduğu görülmüştür.

Tablo 18: KDK’ların Sermaye Akımlar Üzerindeki Etkileri Ampirik Literatür Çalışması

Yazar	Veri (Bağımlı Değişken)	Yıllar	Yöntem	Bulgular
Leland ve Toft (1996)	Moody’s	1977-1992	Panel Veri Analizi	Firmaların uzun vadeli borçlardan daha yüksek oranda kısa vadeli borç verme eğiliminde olduğu ampirik kanıtlarıyla teyit edilmiştir.
Bruner ve Abdelal (2005)	S&P, Moody’s	2005	Ampirik bir çalışma	Düzenleyici amaçlar için belirlenmiş ajansların, algısal ve ideolojik temellerini (özellikle egemen olanlar için) dayatan daha nüanslı derecelendirmeler sağlamaları ve derecelendirmeye bağlı alternatiflerin değerlendirilmesini kolaylaştırmaları gerektiği sonucuna varılmıştır.
Lee (2008)	S&P	1995-2003	Panel Veri Analizi	Hisse senedi opsiyonlarından beklenen nakit kazançların ve vergi avantajlarının mevcut değerlerinin kredi notları üzerinde olumlu etkilere sahip olduğu görülmüştür.
Kisgen (2006)	S&P	1986-2001	Regresyon Analizi	Kredi derecelendirme kuruluşlarının, devlet tahvilleri, hisse senetleri ve genel olarak sermaye akımları üzerinde etkisi olduğu sonucuna varmışlardır.
Odders-White ve Ready (2006)	NYSE, Nasdaq, Amex’te işlem gören 3000 büyük ABD hisse senedi (S&P)	1995-2000	Panel Veri Analizi	Kredi derecelendirme notları düşük olduğunda, gelecekte firma değeri hakkında belirsizlik olacağı belirtilmiştir.
Caton vd. (2011)	Moody’s-S&P	1995-2005	Panel Veri Analizi	Agresif kazanç yönetimi (EM), ilk derecelendirme ve yüksek teklif getirileri ile ilişkilidir. Aynı zamanda, en agresif EM çabalarına sahip firmalar için, bu firmaların şişirilmiş ilk derecelendirmeleriyle tutarsız olan alt düzey gerileme oranlarının istatistiksel olarak daha düşük bir oranı olduğu bulunmuştur.

Yazar	Veri (Bağımlı Değişken)	Yıllar	Yöntem	Bulgular
Prati vd. (2012)	Gelişmiş ve Gelişmekte olan ülkeler (S&P)	1995-2004	Regresyon analizi	Sonuçlar, sermaye hesabı kısıtlamalarının ekonomik sonuçları etkilediğini göstermiştir.
Han vd. (2012)	R&I, JCR, Moody's ve S&P	1998-2009	Panel Veri Analizi	Japon şirketlerin hisse senedi fiyatlarının not düşürme derecelendirmelerine küresel derecelendirme göre daha güçlü tepki verdiği sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca global derecelendirme kuruluşlarının yerli ajanslardan daha etkili olduğunu ve yerli ajanslardan daha fazla itibar aldığını belirtmektedir.
Afonso vd. (2012)	Fitch - Moody's - S&P (AB tahvil getirisini ve CDS günlük verileri)	2012	Panel Veri Analizi	Devlet tahvil getirisinin önemli tepki oranı, özellikle olumsuz duyurularda, derecelendirme notasyonlarındaki ve görünümdeki değişikliklere yayılıyor; Duyurular 1-2 aylık ufukta beklenmemekle birlikte, derecelendirmeler arasında 1-2 hafta içinde iki yönlü nedensellik bulunmuştur.
Fischer (2015)	Fitch-Moody's-S&P	2015	Panel Veri Analizi	Derecelendirme pazarı ve piyasa kümelenmesinde kalite bozulmasına eşlik etse de, derecelendirme yumuşatma yönteminin akış araştırma kalitesini telafi edebildiği gösterilmiştir. Eğer yatırımcılar derecelendirme kuruluşlarının itibarına güçlü bir vurgu yaparsa, derecelendirme piyasaları da güçlü bir şekilde kümelenme eğilimi gösterir.
Boumparis vd. (2015)	18 Euro Bölgesi Ülkeleri, Fitch-Moody's-S&P	2002-2013	Rassal etkiler modeli, OLS	Hükümet borcunun ve birikimli cari hesabın, 2008 sonrası derecelere ilişkin dönemle karşılaştırıldığında daha güçlü bir etki yaptığı tespit edilmiştir.
Chen vd., (2016)	S&P	1982-2012	GMM	Kredi derecelendirme notlarının sermaye akımları yanı sıra ekonomik büyümeyi reel sektörü ve ülke finans piyasasını etkilemektedir.

YEDİNCİ BÖLÜM

KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ SERMAYE AKIMLARI ÜZERİNDE ETKİSİ: SEÇİLMİŞ GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER ÜZERİNE EKONOMETRİK BİR UYGULAMA

7.1. Araştırmanın Amacı

Bu çalışmada kullanılan veriler Amerika'nın en büyük derecelendirme kuruluşlarından olan S&P, Moody's ve Fitch'in Gelişmekte olan ülkelere (Türkiye, Brezilya, Çin, Endonezya, Hindistan, Rusya, Güney Afrika, Şili, Macaristan, Venezüela, Malezya) verdiği yılsonu notları ve derece öngörülerini yıllar itibariyle KÜDİ notlandırma sistemiyle düzenlenmiş, her bir not ve derece öngörüsü değişimine bir değişken verilmiştir. Veriler Trading Economics web sayfasından (<https://tradingeconomics.com>) elde edilmiştir. Gelişmekte olan ülkelerin, S&P ve Moody's'in 1992-2015 yılları arasındaki notları ve 1992-2015 ülkeye giriş yapan DYY, Portföy yatırımları zaman serileri kullanılmıştır. Ayrıca Gelişmekte olan ülkeleri Fitch'in 1997-2015 yılları arasındaki notları ve 1997-2015 yılları arasında ülkeye giriş yapan DYY, Portföy yatırımları zaman serileri kullanılmıştır kredi derecelendirme kuruluşlarının sermaye akımlarıyla ilişkisi incelenmiştir. Veriler Dünya Bankası web sayfasından (www.worldbank.org.tr) alınmıştır. Bu çalışmada Eviews 9.0 ve Gauss 9.0 paket programlarından yararlanılmıştır (Tablolar EK'lerde verilmiştir).

7.2. Çalışmanın Yöntemi

Öncelikle çalışmada paneli oluşturan yatay kesitler arasındaki bağımlılık; Pesaran vd. (2008) $CDLM_{adj}$ (Adjusted Cross-sectional Dependence Lagrange Multiplier) testiyle incelenmiştir. Serilerin durağanlığı; yatay kesit bağımlılığını ve ortak faktörleri göz önünde bulunduran ikinci kuşak birim kök testlerinden Hadri ve Kurozumi (2012) testiyle incelenmiştir. Son kısımda seriler arasında yatay kesit bağımlılığını göz önünde bulunduran Emirmahmutoğlu-Köse panel nedensellik testi uygulanmıştır.

7.3. Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksi (Küdi)

Tablo 19. da görüldüğü gibi yapılan notlandırma sistemi, ülke notlarını kıyaslamak amacıyla sayısal verilere Moody's'in not skalası baz alınarak Dadush-Dasgupta (2001) ve Gaillard (2009) tarafından literatüre kazandırılmıştır. Daha sonra Basu vd. (2012) tarafından geliştirilerek “Comperative Rating Index for Sovereigns” yani Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksi olarak tanımlanmıştır (Akçayır, 2013: 48).

Tablo 19: Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksi’ne Esas Teşkil Eden Puanlama Sistemi

Fitch/S&P Derecelendirme Skalası	Moody's Derecelendirme Skalası	Görünüm	Görünüm Sonrası Elde Edilen Puan
AAA	Aaa	Pozitif	Böyle bir görünüm yoktur
		Durağan	60
		Negatif	59
AA+	Aa1	Pozitif	58
		Durağan	57
		Negatif	56
AA	Aa2	Pozitif	55
		Durağan	54
		Negatif	53
AA-	Aa3	Pozitif	52
		Durağan	51
		Negatif	50
A+	A1	Pozitif	49
		Durağan	48
		Negatif	47
A	A2	Pozitif	46
		Durağan	45
		Negatif	44
A-	A3	Pozitif	43
		Durağan	42
		Negatif	41
BBB+	Baa1	Pozitif	40
		Durağan	39
		Negatif	38
BBB	Baa2	Pozitif	37
		Durağan	36
		Negatif	35
BBB-	Baa3	Pozitif	34
		Durağan	33
		Negatif	32
BB+	Ba1	Pozitif	31
		Durağan	30
		Negatif	29
BB	Ba2	Pozitif	28

		Durağan	27
		Negatif	26
BB-	Ba3	Pozitif	25
		Durağan	24
		Negatif	23
B+	B1	Pozitif	22
		Durağan	21
		Negatif	20
B	B2	Pozitif	19
		Durağan	18
		Negatif	17
B-	B3	Pozitif	16
		Durağan	15
		Negatif	14
CCC+	Caa1	Pozitif	13
		Durağan	12
		Negatif	11
CCC	Caa2	Pozitif	10
		Durağan	9
		Negatif	8
CCC-	Caa3	Pozitif	7
		Durağan	6
		Negatif	5
CC+	Ca	Pozitif	4
		Durağan	3
		Negatif	2
C	C		1

Kaynak: (Akçayır, 2013: 48)

7.4. Panel Veri Analizleri

Panel verilerle yapılan uygulamalı çalışmalar ilk olarak 1990'lı yıllarda başlamış olup teknolojik gelişmelerle 2000'li yılların başından itibaren daha geniş kullanım alanlarına ulaşmıştır. Zaman boyutuna sahip yatay kesit serilerini kullanarak ekonomik ilişkilerin, panel veri modelleri yardımıyla tahmin edilmesi metoduna panel veri analizi denir. Bu analiz sayesinde hem zaman hem de kesit boyutuna sahip veri seti, zaman ve kesit serileri bir araya getirilerek uygulanmaktadır (Pazarlıoğlu ve Gürler, 2007: 37).

Zaman boyutuna sahip yatay kesit verilerini kullanılarak sadece ekonomik zaman boyutunu dikkate almasından kaynaklanan eksikliği gidermek amacıyla, verilerin her iki yönüyle, hem zaman hem de yatay kesit boyutunu ele alan panel birim kök analizleri istatistiki anlamda daha etkin sonuçlar verdiği için kullanılmaktadır. (Im, vd., 2003; Maddala ve Wu, 1999; Taylor ve Sarno, 1998; Levin vd., 2002; Hadri, 2000; Pesaran, 2006; Beyaert ve Camacho, 2008).

Panel veri analizinde basit, tek bağımsız değişkenli doğrusal olan bir model aşağıdaki denklem 1'deki gibi gösterilmektedir (Baltagi, 2005:4-7);

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta_1 X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Denklemdeki değişkenler aşağıdaki gibi açıklanabilir;

i: n adet yatay kesit birimi,

t: t zaman dönemi,

Y_{it} : t zamanında bağımlı değişkenin i'inci biriminin değeri.

X_{it} : t zamanında bağımsız değişkenin i'inci biriminin değeri,

ε_{it} : hata terimi,

α_i : sabit kesişim katsayısı,

β_1 : bağımsız değişken katsayısını göstermektedir.

Panel veri analiziyle yapılacak ekonometrik analizlerin önemli avantajlar ve dezavantajları bulunmaktadır. Bunlar (Gujarati, 2012) tarafından aşağıdaki gibi kısaca ifade edilmiştir.

- ✓ Karmaşık olan davranış kalıpları ve modelleri panel veri analizi sayesinde daha rahat incelenebilmektedir.
- ✓ Panel veri sayesinde ele alınan veriler türdeş değildir. Bunun nedeni de kişiler, şirketler, iller ve ilçelerin zaman içerisinde ele alınmasıdır.
- ✓ Panel veri analizinde çok sayıda veri elde edilmesiyle birlikte yapılan tahminin sapmasını azaltmakta yararlı olmaktadır.
- ✓ Panel veri analizi çok sayıda veri ile çalışmaya olanak vermektedir. Bu durum gözlem sayısı ile birlikte serbestlik derecesini de artırmaktadır ve açıklayıcı değişkenler arasında daha sağlıklı bir yapı kurularak ortak doğrusallık minimize edilmektedir, bu sayede de tahmin sonuçları daha güvenilir olmaktadır.

Dezavantajları aşağıdaki gibi sıralanabilir (Güriş, 2015: 9);

- Panel veri analizi çalışmasında, verinin zaman ve birim boyutunda eksiklikler olabilir yani tam olarak bulunamayabilir. Böyle bir durumda araştırmada sınırlama

yapılmasını gerektirebilir. Panel veri araştırmanın boyutlarını sınırlandırmakta gerekli bir durum olabildiği gibi yöntemin kullanılmakta vazgeçilebilir.

- Panel veri yöntemi kullanılan araştırmalarda asimptotik tahmin ve serbestlik derecesi sorunu çıkabilir bu durumun genel nedeni, zaman boyutunun birim boyutundan daha kısa olmasıdır.
- Panel veriler, yatay kesit ve zaman boyutu ile alakalı olduğundan dolayı analiz edilen birimlerde heterojenlik olabilir. Heterojen olan veri, birim boyutunda homojen alt gruplara ayrıldıkça, alt gruplar için yapılan model tahminleri daha iyi sonuçlar verebilir. Panel veri ilişkileri açıklamada yetersiz kalırsa, bütünleşik veriyi alt gruplara ayırıp her bir grup için ayrı ayrı tahmin edilmesiyle daha iyi sonuçlar elde edilebilir.

Panel veri analizinde birden fazla değişkene sahip denklem varsa bu denklem en küçük kareler yöntemi ile tahmin edilmektedir. Ayrıca değişken gruplar ve zaman dönemleri arasında istatistiksel sonuçlara ulaşılmaktadır. Söz konusu sonuçlara ilişkin veri analizlerinin ortaya konulması işlemi iki model ile yapılmaktadır. İlki bireysel etkilerin X_i 'ler ile bağlantılı olduğunu varsayan Sabit Etkiler Modeli veya Kukla Değişkenli En Küçük Kareler Modelidir. İkincisi ise, bireysel etkilerin X_i 'ler ile bağlantısız olduğunu kabul eden Tesadüfi Etkiler Model'dir (Greene, 2003: 287-299; Süslü, 2010: 111).

7.4.1. Havuzlanmış En Küçük Kareler Yöntemi

Genel bir tabirle Klasik model olarak ifade edilen yöntem bütün yatay kesitler için bir ortak sabit terimi temsil etmektedir. Başka bir ifade ile Havuzlanmış en küçük kareler modelinin ileri sürmüş olduğu tahmin sonuçlarının dayandığı varsayımlarından biri yatay kesit veri matrisleri arasında farkın olmadığıdır (Asteriou, 2006:369). Modelin denklemi aşağıdaki gibidir.

$$Y_{it} = \beta_0 + \sum_{k=1}^K \beta_k X_{kit} + u_{it} \quad i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T \quad (2)$$

$$\beta = \left(\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T X'_{it} X_{it} \right)^{-1} \left(\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T X'_{it} Y_{it} \right) \quad (3)$$

7.4.2. Sabit Etkiler Modeli

Sabit etkiler modeli, sabit terimlerin kişisel birimler arasında farklılık göstermesine rağmen her bir kişisel birimin sabit teriminin zamanla değişmemesi, aynı kalmasıdır (Dinçer, 2012: 3).

Denklemden (4) klasik doğrusal panel veri modelinde zaman ve birim etkiler birlikte tanımlanmıştır.

$$y_{it} = \beta_1 x_{it} + a_i + u_{it} \quad t = 1, 2, \dots, T. \quad (4)$$

Her bir (i) birim değerin her bir yıl için ortalaması alındığında denklem (5) elde edilmektedir.

$$\bar{y}_i = \beta_1 \bar{x}_i + a_i + \bar{u}_i \quad t = 1, 2, \dots, T. \quad (5)$$

Denklemler (4)-(5) gösterildiği gibi zaman içerisinde a_i değeri sabit olarak kalmıştır. Denklem (4)'ten denklem (5) çıkarma işlemi yapıldığında, her bir zaman değeri bulunarak aşağıdaki denklem elde edilmiş olacaktır.

$$y_{it} - \bar{y}_i = \beta_1 (x_{it} - \bar{x}_i) + u_{it} - \bar{u}_i \quad t = 1, 2, \dots, T. \quad (6)$$

Denklem (6)'da $y_{it} - \bar{y}_i$ ile birlikte elde edilen yeni “y” datası “time-demeaned data” olarak tanımlanmaktadır. Ayrıca aynı datalar “x” ve “u” için de elde edilmiştir. Denklem (6)'da görüleceği üzere gözlemlenen etki a_i kaybolmuştur. Elde edilen yeni datalarla birlikte en küçük kareler yöntemi yardımıyla da elde edilebilecek tahmine “sabit etkiler” tahmin yöntemi olarak adlandırılmaktadır. Buradaki yöntem grup içi tahmin yöntemi olarak değerlendirilmektedir. Bununla birlikte denkleme β_0 sabit kesim parametresi eklenmesi ile birlikte de gruplar arası “sabit etkiler modeli” tahmincisi ile sonuç bulunmuştur (Şahin, 2016: 70).

7.4.3. Rassal Etkiler Modeli

Panel veri analizinde, rassal etkiler modelinde bütün yatay kesit sabitlerinin ortalama bir değerini alınmakta ve hata bileşeni yatay kesite özgü sabitin bu ortalama değerden rassal sapmalarını göstermektedir (Dinçer, 2012: 3).

Aşağıdaki denklemde β_0 sabit kesim parametresi modele dâhil edilerek model yeniden oluşturulmuştur.

$$y_{it} = \beta_0 + \beta_1 x_{it1} + \dots + \beta_k x_{itk} + a_i + u_{it} \quad t = 1, 2, \dots, T. \quad (7)$$

Eğer α_i her bir zaman periyodunda açıklayıcı değişken korelasyonu olduğunu varsaydığımızda “sabit etkiler” modeli yerine başka bir modeli kullanmak daha uygun bir anlam ifade edecektir. Başka bir ifadeyle α_i ’de ortaya çıkacak olan sonuçları göz ardı etmek güçlü ve etkin bir tahmin de bulunmayı engelleyecektir.

Yukarıda ifade edilen (7)’nolu denklemde yer alan hata terimlerini v_{it} (kompozit hata terimi) olarak adlandırılan yeni bir hata terimi altında göstererek denklem aşağıdaki gibi yeniden oluşturulur;

$$y_{it} = \beta_0 + \beta_1 x_{it1} + \dots + \beta_k x_{itk} + v_{it} \quad t = 1, 2, \dots, T. \quad (8)$$

$$v_{it} = a_i + u_{it} \quad (9)$$

Yukarıda denklem (8) oluşturulduğu şekilde havuzlanmış en küçük kareler yöntemi daha kolay tahmin edilmektedir. Yöntem sayesinde sağlanan hata terimi " $v_{it}, a_i + u_{it}$ " olarak tanımlanan, hem birimin hem de artık hata ögesini içermesinden kaynaklı her iki hata ögesi ayrılmaktadır. Hata teriminin yapısının birleşik denklemden meydana gelmesinden dolayı etkinlik yok olacaktır. İki hata ögesi kaynaklanan ortaya çıkan etkiler gözlemlenemeyecektir. Bu sebeplerden ötürü her iki hata ögesini ayıran bir tahmin yönteminin kullanılması daha doğru olacaktır. Bu nedenle “tesadüfi etkiler” modeli ve tahmin yöntemleri sayesinde amaç edilen sonuca ulaşılabilecektir (Şahin, 2016: 71).

7.5. Yatay Kesit Bağımlılığı Testleri

“Paneli oluşturan ülkelerin, yatay kesitlerin birimlerinin bağımsız olması; paneli oluşturan birimlerden birine gelen şoktan, tüm yatay kesit birimlerinin aynı düzeyde etkilendikleri ve yatay kesit ülkelerinin herhangi birinde meydana gelen bir makroekonomik şoktan diğer ülkelerin aynı veya farklı boyutlarda etkilenmesi varsayımına dayanmaktadır. Günümüzde ulusal ekonomilerin birbirine bağlı olduğu göz önünde bulundurulursa, paneli oluşturan yatay kesit birimlerinden birine gelen bir şoktan, birimlerin farklı düzeyde etkilenmesi daha gerçekçi bir yaklaşımdır” (Mercan, 2014: 235). Seriler arasında eğer yatay kesit bağımlılığı varsa, bağımlılığın dikkate alınıp alınmaması elde edilecek sonuçları çok önemli derecede etkilemektedir (Breusch ve Pagan, 1980; Pesaran, 2004).

Panel veri setlerinde yatay kesit bağımlılığını test etmek için kullanılan yöntemler, Pesaran (2004) CD_{LM} testi, Breusch-Pagan (1980) CD_{LM1} testi, Pesaran vd. (2004) CD_{LM2} ve Pesaran vd. (2008) CD_{LMADJ} testleridir. CD_{LM1} ve CD_{LM2} testleri, $T > N$ durumunda yatay kesit bağımlılığı olup olmadığını test ederken CD_{LM} testi $N > T$ durumunda ve CD_{LMADJ} testi ise her iki durumda da yatay kesit bağımlılığı olup olmadığını test etmektedir.

$$\sqrt{T\hat{p}_{ij}} \sim N(0,1) \quad (10)$$

Pesaran (2004) CD_{LM} test istatistiği aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır (Pesaran, 2004: 5).

Örnek korelasyon katsayılarının matrisinin Öklid normuna dayanarak (11), Breusch ve Pagan'ın (1980) Lagrange Çarpan test istatistiğinin bir versiyonudur. Frees (1995) ilk olarak normalite varsayımı altında T ve N sabit değerlerinin momentlerini hesaplayan LM istatistiğinin sonlu numune özelliklerini araştırdı. Spearman sıra korelasyon katsayılarına dayalı LM istatistiğinin parametrik olmayan bir versiyonunu geliştirdi. Dufour ve Halaf (2002), sonlu örneklerde CDLM'nin boyut bozulmalarını düzeltmek için Monte Carlo kesin testlerini uygulamayı önerdi. Bununla birlikte, CDLM'ye uygulanan önyükeme yöntemine dayanan bu testler, özellikle N büyük olduğunda, hesaplama açısından uygun bir testtir (Chudik and Pesaran, 2013: 35).

$$CD_{LM} = \sqrt{\frac{2T}{N(N-1)}} \left(\sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \hat{p}_{ij} \right) \quad (11)$$

Breusch-Pagan (1980) CD_{LM1} test istatistiği aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır (Pesaran, 2004: 4).

$$CD_{LM1} = T \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \hat{p}_{ij}^2 \sim \chi^2 \frac{N(N-1)}{2} \quad (12)$$

Pesaran (2004) CD_{LM2} test istatistiği aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır (Pesaran, 2004: 5).

$$CD_{LM2} = \sqrt{\frac{1}{N(N-1)}} \left(\sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N T \hat{p}_{ij}^2 - 1 \right) \quad (13)$$

CD_{LMADJ} testinin dinamik panellere veya zayıf dışa dönük regresörlere sahip panellere uygulanması, önyargı düzeltmelerinin bilinmeyen parametrelerin gerçek değerlerine bağlı olması ve uygulanması güç olması nedeniyle daha da karmaşıktır.

CDLM testlerinin örtük boşluğu, birbiri ardına olmaktan ziyade, tüm çift-bazlı korelasyonların korelasyonsuzluğunun boşluğundan da etkilenebilir. Bu zorlukların bazılarının üstesinden gelmek için Pesaran (2004), T ve N'nin sabit değerlerinde tam anlamıyla sıfır olan bir test önermiştir. Bu test, çift farklı korelasyon katsayısının ortalamasına dayanmaktadır (Chudik and Pesaran, 2013: 35).

Başka bir ifadeyle, panel verilerde yatay kesit bağımsızlığını tespit edebilmek için serinin zaman ve yatay kesit boyutunun göz önüne alınması gerekmektedir. Panelin zaman boyutu yatay kesit boyutundan büyük olduğunda ($T > N$) Breusch ve Pagan (1980) CD-LM1 testi; zaman boyutunun yatay kesit boyutundan küçük olduğu ($T < N$) veya zaman boyutunun yatay kesit boyutuna eşit olduğu ($T = N$) durumlarda ise Pesaran (2004) CD-LM2 testi kullanılabilir. Ancak, Breusch ve Pagan (1980) CD-LM1 ve Pesaran (2004) CD-LM2 testleri grup ortalamasının sıfır fakat birim ortalamasının sıfırdan farklı olduğu durumlarda sapmalı sonuçlar vermektedir. Bu nedenle, grup ortalamasının sıfır ancak birim ortalamasının sıfırdan farklı olduğu durumlarda iyi sonuçlar vermeyen CD-LM1 ve CD-LM2 testleri Pesaran vd. tarafından 2008 yılında yapılan çalışmayla geliştirilmiştir (Yalçınkaya, 2016: 150). Pesaran (2004) CD_{LM} testinde yapılan düzenlemeler sonucunda Pesaran vd. (2008) CD_{LMADJ} test istatistiği aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır (Pesaran vd., 2008: 108).

$$CD_{LMADJ} = \sqrt{\frac{2}{N(N-1)}} \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \frac{(T-k)\hat{\rho}_{ij}^2 - \hat{\mu}_{Tij}}{u_{Tij}} \sim N(0,1) \quad (14)$$

7.6. Birim Kök Testleri

Zaman serisi verilerinin kullanımında tahmin edilen regresyon denklemlerinde durağanlık şartının yerine getirilmiş olması gereklidir. Durağanlık genel bir tanımlama ile; sabit ortalama, sabit varyans ve seriye ait iki değer arasındaki farkın zamana değil, yalnızca iki zaman değeri arasındaki farka bağlı olması şeklinde tanımlanmaktadır. Zaman serileri, deterministik veya stokastik bir trendin varlığı nedeniyle durağanlık özelliğine sahip olmayabilirler. Durağan olmayan serilerin varyansı ve ortalaması zamana bağlı olarak değişmektedir. Zaman sonsuza ilerledikçe varyans da sonsuza gitmektedir (Berber ve Artan, 2004:8).

Birim kökün olduğunu test etmek için panel verileri kullanılması durumunda yatay kesit bağımlılığı belirlenmesi gerekmektedir. Panel veri setinde (cross-section

dependence) reddedilirse 1. nesil birim kök testlerine geçilip kullanılabilir. Ayrıca panel veri testlerinde yatay kesit bağımlılığı varsa 2. nesil birim kök testlerini kullanmak daha uygun, etkin, güçlü sonuçlar elde etmemizi sağlayabilir (Çınar, 2011: 594). Daha geniş bir tanımlama yapmak gerekirse, birinci nesil ve ikinci nesil panel birim kök testleri, Panel veri analizinde serilerin durağanlığını tespit etmek için kullanılacak birim kök testleri paneli oluşturan birimlerde yatay kesit bağımlılığının olup olmamasına göre olarak ikiye ayrılmaktadır. Birinci nesil panel testlerinde seriyi oluşturan yatay kesitlerin birbirinden bağımsız olduğu ve seriyi oluşturan birimlerden birinde meydana gelen bir şoktan bütün birimlerin aynı derecede etkilendikleri varsayılmaktadır. Fakat ikinci nesil panel birim kök testlerinde durum farklı olup paneli oluşturan birimlerden birinde meydana gelen bir şoktan her birimin farklı etkilendiği teorisine dayanmaktadır (Yalçınkaya ve Kaya, 2017: 5).

Böylesi bir durumda paneli oluşturan birimler arasında yatay kesit bağımlılığının olması birinci nesil panel birim kök testlerinin (Hadri 2000; Levin vd., 2002; Breitung 2005; Im vd., 2003) güvenilir sonuçlar vermeyeceği yaygın olarak kabul edilmektedir. Ancak bu durumda paneli oluşturan birimler arasında yatay kesit bağımlılığına izin veren (Taylor ve Sarno 1998; Breuer vd., 2002; Pesaran 2007; Hadri ve Kurozumi, 2012 vb.) ikinci nesil Panel Birim Kök Testleri kullanılabilir.

Çalışmada serilerin durağanlığını test etmek amacıyla panel birim kök testlerinden Hadri-Kurozumi panel birim kök testi uygulanmıştır.

7.6.1. Hadri Kurozumi Panel Birim Kök Testi

Yatay kesit için genelleştirilmiş, Dickey Fuller “Cross-Sectionally Augmented Dickey-Fuller (CADF)” yanı sıra yatay kesit bağımlılığını dikkate alan başka bir test ise Hadri-Kurozumi (2012) testidir. Hadri-Kurozumi (2012) testinde CADF testinden farklı olarak hipotezlerin yeri değiştirilmektedir. Boş hipotez serinin durağan olduğunu, alternatif hipotez ise serinin durağan olmadığını göstermektedir.

Hadri-Kurozumi (2012) testi, zaman serisindeki KPSS testinden farklı olarak, yatay kesit bağımlılığını dikkate alan ikinci nesil panel birim kök testi olarak düzenlenmiş halidir. Denklemi aşağıdaki şekilde varsayılmaktadır (Akçay ve Erataş, 2015: 93).

$$Y_{it} = z_t' \delta_i + f_t y_i + \varepsilon_{it}, \quad \varepsilon_{it} = \phi_{i1} \varepsilon_{it-1} + \dots + \phi_{ip} \varepsilon_{it-p} + v_{it} \quad (15)$$

Hadri-Kruzomi test istatistikleri aşağıdaki gibidir:

$$Z_A^{SPC} = \frac{1}{\hat{\sigma}_{iSPC^2T^2}} \sum_{t=1}^T (S_{it}^w)^2 \quad (16)$$

$$Z_A^{LA} = \frac{1}{\hat{\sigma}_{iLA^2T^2}} \sum_{t=1}^T (S_{it}^w)^2 \quad (17)$$

Hadri-Kruzomi testinin hipotezleri aşağıdaki gibidir (Hadri ve Kruzomi, 2012: 32);

$H_0: \phi_i(1) \neq 0 \quad \forall i$ (yani seride birim kök yoktur.)

$H_1': \phi_i(1) = 0$, bazı i 'ler için (birim kök vardır)

7.7. Nedensellik Testleri

Nedensellik testi iki değişken arasında bir sebep-sonuç ilişkisinin olup olmadığını, olması durumunda ilişkinin yönünü test etmek için kullanılmaktadır. Nedenselliğin yönü, değişkenlerin bağımlı ya da bağımsız olduğunu belirleme açısından önemlidir. Nedenselliğin yönü, iki ya da daha çok değişken arasındaki ilişkilerin tek yönlü, iki yönlü veya anlık mı, değişimlerini belirlemek için kullanılır (Işığışık, 1994: 93; Şahbaz, 2007: 54). Uygulamalarda zaman serileri arasındaki nedensellik ilişkisinin tespit edilmesinde en sık kullanılan yöntem Granger (1969) tarafından geliştirilen Granger nedensellik analizidir (Berber ve Artan, 2004: 11). İki değişken arasında nedensel ilişkiler aşağıdaki gibidir (Kılınç, 2013: 106):

- $X \rightarrow Y$ (X , Y 'nin Granger Nedenidir)
- $Y \rightarrow X$ (Y , X 'in Granger Nedenidir)
- $X \leftrightarrow Y$ (X ve Y arasında iki yönlü Nedensellik vardır)
- $X \leftrightarrow Y$ (X ve Y arasında Nedensel ilişki yoktur) şeklinde ifade edilebilir.

$$y_t = a_1 + \sum_{i=1}^p b_{1i} y_{t-i} + \sum_{i=1}^p b_{2i} x_{t-i} + v_{1t} = 0 \quad (18)$$

$$x_t = c_1 + \sum_{i=1}^p d_{1i} x_{t-i} + \sum_{i=1}^p d_{2i} y_{t-i} + v_{2t} = 0 \quad (19)$$

Granger nedensellik testi, (17). ve (18). regresyon denklemleri yardımıyla yapılmaktadır. Burada; y_t ve x_t değişkenleri, a_1 ve c_1 sabit terimleri, b ve d 'ler tahmin edilecek katsayıları, p gecikme uzunluğunu, v_t 'ler ise beyaz gürültülü (white-

noise) hata terimlerini temsil etmektedir (Enders, 1995). Çalışmada nedensellik testi olarak Emirmahmutoğlu-Köse testi uygulanmıştır.

7.7.1. Emirmahmutoğlu-Köse Nedensellik Testi

Bu çalışmada seriler arasındaki nedensellik ilişkisi için Emirmahmutoğlu & Köse panel nedensellik testi (2011) kullanılmıştır. Emirmahmutoğlu & Köse panel nedensellik testi (2011) (EK), Toda Yamamoto (1995) nedensellik testinin panel için genişletilmiş hali olarak ifade edilebilir. Maddala-Wu panel birim kök (MW) testinde ADF (1979) birim kök testinin olasılık değerleri üzerinde düzenlemeler yapılırken (Gürsoy ve Yılancı, 2013), EK panel nedensellik testinde ise Toda Yamamoto (1995) testinden elde edilen olasılık değerleri için aynı düzenlemeler yapılmaktadır. Testin ilk aşamasında aşağıdaki model tahmini yapılır:

$$y_{i,t} = \mu_i + A_{i1}y_{i,t-1} + \dots + A_{ik}y_{i,t-k_1} + \sum_{j=k_i+1}^{k_i+d\max_i} A_{ij}y_{i,t-j} + e_{i,t}$$

$$y_{i,t} = \mu_i + A_{i1}y_{i,t-1} + \dots + A_{ik}y_{i,t-k_i} + \sum_{j=k_i+1}^{k_i+d\max_i} A_{ij}y_{i,t-j} + e_{i,t}$$

$$i = 1, 2, \dots, N$$

$$t = 1, 2, \dots, T$$

Burada i yatay kesit bağımlılığını gösterirken t ise zaman periyodunu ifade etmektedir. Uygun gecikme uzunluğu bilgi kriterlerinden yararlanılarak elde edilmektedir. Temel hipotez panelde nedensellik ilişkisi olmadığını gösterirken, alternatif hipotez en az bir serinin değişkenleri arasında Granger nedensellik ilişkisi olduğunu göstermektedir. Kullanılan test istatistiği aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

$$\lambda = -2 \sum_{i=1}^N \ln(p_i)$$

$$\text{For } i = 1, 2, \dots, N$$

Ayrıca bu test ki-kare dağılımına uygunluk göstermekte ve kritik değerler bootstrap metodu ile belirlenmektedir.

Emirmahmutoğlu ve Köse (2011) testi seriler aynı düzeyden durağan olmadığında, yani serilerin bir kısmı $I(0)$ ve bir kısmı $I(1)$ olduğunda ve değişkenler

arasında eşbütünleşme ilişkisi tespit edilemediğinde de kullanılabilen bir testtir (Emirmahmutoğlu ve Köse, 2011: 872; Topallı, 2016: 199)..

7.8. Çalışmanın Bulguları

Kullanılacak analiz yöntemlerinin seçiminde en önemli aşamalardan biri panellerin yatay kesit bağımlılığına sahip olup olmadığının tespit edilmesidir. Çünkü yatay kesit bağımlılığının olması ve olmaması durumları araştırmacıyı farklı panel birim kök, panel eşbütünleşme ve panel nedensellik testlerine yönlendirmektedir. Bu bağlamda literatürde yatay kesit bağımlılığının olmaması durumunda kullanılan testler birinci nesil, yatay kesit bağımlılığının varlığı halinde kullanılan testler ise ikinci nesil testler olarak isimlendirilmektedir.

Yatay kesit bağımlılığını ilk inceleyen Breusch ve Pagan (1980) tarafından geliştirilen CDLM testidir. Ancak bu testin eksik yönü grup ortalamaları sıfır fakat bireysel ortalamalar sıfırdan farklı olduğu durumlarda sapmalı sonuçlar vermesidir. Pesaran et al. (2008) bu sapmayı, test istatistiğine varyans ve ortalamayı ekleyerek düzeltmişlerdir (Göçer, 2013). Bu sebeple çalışmada daha doğru sonuçlar verecek olan $CDLM_{adj}$ testini kullanmıştır.

Tablo 20’de yer alan sonuçlara göre Fitch’e ait panelde yatay kesit bağımlılığının olmadığı görülmektedir. Bunu takiben Fitch’in kredi notlarının elde edilme imkânının bulunduğu zaman dilimine ilişkin DYY ve PY panelleri için yatay kesit bağımlılığının olmadığı tespit edilmiştir.

Öte yandan Moody’s ve S&P’ye ilişkin panellerinde yatay kesit bağımlılığının varlığı görülmektedir. Ayrıca Moody’s ve S&P’ye ait veri elde edilebilen zaman aralıkları Fitch’ten farklı olduğundan ötürü DYY ve PY’ye ait yatay kesit bağımlılığı sonuçları farklılık arz etmektedir. Burada DYY için yatay kesit bağımlılığının varlığından, PY içinse yatay kesit bağımlılığının olmadığından söz etmek mümkündür. Buna göre ilk satırdaki Fitch-DYY ve Fitch-PY eşleşmeleri için birinci nesil testlerin, ikinci ve üçüncü satırdaki Moody’s-DYY, Moody’s-PY, S&P-DYY ve S&P-PY eşleşmeleri için ikinci nesil testlerin kullanılması gerekmektedir.

Bu noktada vurgulanması gereken önemli bir nokta, DYY ve PY panelleri için yatay kesit bağımlılığının varlığı zaman aralığının değişmesinden etkilenmekte olduğudur.

Tablo 20: CDLM_{adj} Yatay Kesit Bağımlılığın Test Sonuçları (Bias-adjusted CDLM)

	Kredi Notu		DYY		PY	
	Test Statistic	Prob.	Test Statistic	Prob.	Test Statistic	Prob.
Fitch	-2.11	0.98	-1.11	0.86	-0.99	0.83
Moody's	2.46	0.00*	5.06	0.00*	-1.16	0.87
S&P	1.42	0.09**	5.06	0.00*	-1.16	0.87

Not: * %1 düzeyinde ve ** % 10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Yatay kesit bağımlılığı hususundaki tespitlerden sonraki aşama, panelin yatay kesit bağımlılığı durumuna uygun düşen birinci nesil ya da ikinci nesil birim kök testlerini kullanarak panellerin durağanlık mertebelerinin tespit edilmesi olacaktır.

Hadri-Kurozumi (2012) panel birim kök testi hem yatay kesit bağımlılığının varlığı hem de yokluğu durumundaki sonuçları Tablo 21'de sunmaktadır. Hadri-Kurozumi (2012) testi sonuçlarına göre yatay kesit bağımlılığının olduğu durumda Z_{SPC} , yatay kesit bağımlılığı olmadığı durumda ise Z_{LA} değerleri dikkate alınmalıdır. Tablo 21'de tüm paneller için her iki istatistiği de vermek yerine, anlama gücüne sebebiyet vermemek adına her panel için yatay kesit bağımlılığı sonuçlarına göre değerlendirilmesi gereken Z_{SPC} ya da Z_{LA} istatistiklerini sunulmuştur.

Tablo 21: Hadri Kurozumi Panel Birim Kök Testi Sonuçları

	Kredi Notu		DYY		PY	
	I (0)	I (1)	I (0)	I (1)	I (0)	I (1)
Fitch	0.67 (0.24)	-	21.15 (0.00)	6.64(0.80)	122.87 (0.00)	7.15(0.75)
Moody's	-1.58 (0.95)	-	3.02 (0.00)	0.58 (0.30)	87.04 (0.00)	1.12 (0.40)
S&P	-1.51 (0.93)	-	3.02 (0.00)	0.58 (0.30)	87.04 (0.00)	1.12(0.40)

Elde edilen sonuçlara göre her üç kredi notu panelde seviyelerinde durağan gözükmemektedir. Ayrıca DYY ve PY paneller ise seviyelerinde değil birinci farklarında durağanlaşmaktadır. Böyle bir durumda paneller arasında eşbütünleşme ilişkisi araştırmak mümkün olmayacaktır. Ancak paneller arasındaki nedensellik ilişkisini inceleme imkânı vardır. Toda-Yamamoto nedensellik testinin panel için geliştirilmiş uzantısı olan Emirmahmutoğlu & Köse panel nedensellik testi (2011) farklı seviyelerde durağan olan paneller arasındaki nedensellik ilişkisini test etmektedir.

Tablo 22: Emirmahmutoğlu-Köse Panel Nedensellik Testi Sonuçları

	Kredi Notu>>>DYY	DYY>>> Kredi Notu	Kredi Notu>>>PY	PY>>>Kredi Notu
Fitch	76.73 (0.00)*	53.37 (0.00)*	19.87 (0.00)*	24.27 (0.44)
Moody's	50.54 (0.00)*	27.81 (0.26)	11.43 (0.98)	29.48 (0.20)
S&P	44.47 (0.00)*	18.14 (0.79)	13.65 (0.95)	32.56 (0.11)

Not: * %1 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Elde edilen sonuçlara göre her üç kredi kuruluşu için de belirlenen kredi notlarının doğrudan yabancı yatırımların nedeni olduğu tespit edilmiştir. Öte yandan Fitch için kredi notundan portföy yatırım tutarlarına doğru yani kısa vadeli sermaye akımlarına doğru bir nedensellik görülmektedir. Bu sonuçlara göre doğrudan yabancı yatırımlar ile kredi notları arasında bir uzun vade uyumu görülmektedir. Zira hem kredi notları hemen değişiklik göstermeyen bir borç ödeme gücü göstergesidir, hem de doğrudan yabancı yatırımlar uzun vadeli sermaye akımlarıdır.

Ayrıca Fitch için doğrudan yabancı yatırımlardan kredi notuna doğru bir nedensellik görülmektedir. Bu ise doğrudan yabancı yatırımlardaki değişimlerin kredi notlarını etkilediğini göstermektedir.

Tablo 22.'deki veriler ışığında kredi derecelendirme kuruluşlarının sermaye akımlarını yönlendirmede etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ulaşılan verilerden piyasada etkin olan en büyük üç kredi derecelendirme kuruluşunun DYY etkilemede ve piyasa gelirleri arasında doğru bir orantı olduğu görülmektedir. Neredeyse piyasa hakimiyetinin %90-95'lik kısmını elinde bulunduran üç kredi derecelendirme kuruluşu, her ne kadar büyük krizlerde, muhasabe skandallarında ve şirket iflaslarında rol almış olmalarından dolayı yoğun eleştirilerle karşı karşıya kalmış olsalarda verilerden anlaşıldığı gibi gelişmekte olan ülkeler için son derece önemlidirler. Türkiye vb gelişmekte olan ülkelerde yatırım, teknoloji ve gelişmenin yanı sıra büyümenin devamlılığı için özellikle Moody's ve S&P'nin vereceği notlar çok etkili olmakla beraber alanıbilecek yatırım yapılabilir notları uzun vadeli sermaye akımlarının ülkeye çekmenin yanı sıra daha düşük faiz oranları ile borçlanmaya yardımcı olmaktadır.

SONUÇ

2000’li yıllarda şirket skandallarına adı karışan kredi derecelendirme kuruluşları 2008 küresel kriziyle büyük bir prestij kaybı yaşamış, tüm dünyanın dikkatini üzerlerine çekmişlerdir. Yaptıkları harflendirme sistemiyle ülkelere belli bir puanlama sistemi oluşturan kredi derecelendirme kuruluşları günümüz dünyasında gelişmekte olan ülkelerin teknolojik altyapının, büyümenin, gelişiminin odak noktası olmuşlardır. Küreselleşmenin yanı sıra liberalizasyon ve teknolojik gelişmelerle birlikte finansal sistemlerin tüm dünyada işlem görebilir hale gelmesi dünyayı küçük bir köy haline getirmiştir. Ülkeler oluşan bu küresel piyasada, özellikle de gelişmekte olan ülkeler refah seviyelerini, gelişmişliklerini devam ettirebilmek için yabancı sermaye ve yatırımlara ihtiyaç duymaktadır. Ülkelerin yanı sıra yatırımcılarda kendi sermayelerini en güvenilir şekilde değerlendirmek istemektedirler. Bu noktada kredi derecelendirme şirketleri her türlü yatırımcıya objektif analizler sunarak ve danışmanlık hizmeti vererek, yatırımcıların minimum risk ile maksimum getiri elde etmesine katkı sağlamaktadırlar. Kredi derecelendirme kuruluşları yaptıkları rasyonel analizler ile bireylerin, şirketlerin ve ülkelerin en doğru kararları almalarını ve ekonomilere yatırımların en doğru şekilde yönlendirilmesini sağlayarak ekonomik sistemin en az sorunla işleyişine katkıda bulunmaktadır.

Kredi derecelendirme kuruluşları hakkında hakim olan görüş sermaye akımlarının yönlendirmede en etkin güç oldukları yönündedir. Günümüzde yoğun itiraz ve eleştirilere karşı karşıya olmasına rağmen kredi derecelendirme kuruluşlarının gerekli olduğu ve alternatif bir seçeneğin bulunmadığı da bir gerçektir.

Bu çalışmada ABD’de kurulmuş üç büyükler olarak bilinen, dünya piyasasında küresel ölçekte hizmet veren Moody’s, S&P ve Fitch’in, Türkiye’nde aralarında bulunduğu 11 gelişmekte olan ülkenin yılsonu kredi not görünümüleri KÜDİ notlandırma sistemi sayesinde nicel verilere dönüştürülmüştür. Moody’s, S&P’nin 1992-2015; Fitch’in ise 1997-2015 dönemlerine ilişkin kredi not görünümüleri, DYY, PY değişkenleri arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Çalışmada, ilgili değişkenler arasındaki ilişkilerin tahmin edilmesinde; yatay kesit bağımlılığı testleri, birim kök testleri ile nedensellik test analizi yapılmıştır. Öncelikle yatay kesit bağımlılığı araştırılmış Fitch’e ait panelde yatay kesit bağımlılığının olmadığı Ancak Moody’s ve S&P’ye ilişkin

panellerde yatay kesit bağımlılığı olduğu görülmüştür. Bu fark Fitch'in değişkenlerinin zaman aralığının Moody's ve S&P'den farklı olmasından kaynaklanabilir. Yatay kesit bağımlılığı test sonuçları, Fitch-DYY ve Fitch-PY eşleşmeleri için birinci nesil testlerin, Moody's-DYY, Moody's-PY, S&P-DYY ve S&P-PY eşleşmeleri için ikinci nesil testleri kullanılmasını gerektirmiştir. Durağanlığın tespiti içinde Hadri-Kurozumi (2012) panel birim kök testi hem yatay kesit bağımlılığının varlığı hem de yokluğu durumunda kullanılan bir test olduğu için bu teste başvurulmuştur. Durağanlık testi sonuçlarına göre her üç kredi notuna ait panel veri setleri seviyelerinde durağan iken, DYY ve PY panel veri setleri ise seviyelerinde değil birinci farklarında durağanlaşmıştır. Son olarak nedensellik testi analizi için Emirmahmutoğlu ve Kose (2011) tarafından geliştirilen panel nedensellik testi kullanılmıştır. Bu test, heterojen karma panellerdeki Meta analizine bağlı basit bir granger nedensellik testidir. Testte Kredi Notu - DYY, DYY - Kredi Notu, Kredi Notu - PY, PY - Kredi Notu nedensellik ilişkisi incelenmiştir.

Çalışmada yapılan nedensellik testinde üç kredi derecelendirme kuruluşunun Kredi Notlarının, DYY'ın nedeni olduğu tespit edilmiştir. Bunun dışında sadece Fitch için Kredi Notlarının PY'nın, DYY'ın da Kredi Notlarının nedeni olduğu görülmüş yapılan diğer testlerde herhangi bir nedensellik tespit edilmemiştir.

Üç büyüklerin kredi notunda doğrudan yabancı yatırımların nedeni olduğu tespit edilmesi literatürde genel olarak kabul gören kredi derecelendirme kuruluşlarının sermaye akımlarını (DYY) etkilediği görüşünü doğrulamaktadır. Bu açıdan değerlendirildiğinde kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkelerin potansiyel sermaye hareketlerini belirleyen önemli kuruluşlar olduğunu ileri süren Popa (2012), Cantor ve Packer (1996), Calvo ve Mendoza (2000), Kim ve Wu (2008), Elkhoury (2009), Prati vd. (2012), White (2013) çalışmalarını doğrulamaktadır.

Analizlerden çıkarılacak bir diğer sonuç ise üç büyükler içinde pazar payı ve işlem hacmi en düşük olan Fitch'in; Kredi Notu ile DYY, DYY ile Kredi Notu ve Kredi Notu ile PY arasında nedensellik olması Fitch'in diğer iki derecelendirme kuruluşuna oranla daha az dikkate alındığı ve daha az güvenilir olduğu sonucuna ulaşılabilir. Ayrıca Fitch'in pazar payı ile nedensellikler arasında bir doğrusallık ilişkisi olduğu kanaati oluşmuştur.

Yapılan çalışmanın sonuçlarına dayanarak tasarruf seviyeleri yetersiz olan Türkiye ve benzeri statüdeki gelişmekte olan ülkeler için istenen ekonomik büyümenin sağlanması dışarıdan gelen sermayeye özellikle doğrudan yabancı yatırımlara bağlıdır. Yabancı yatırımları ülkeye çekmek için kredi derecelendirme kuruluşlarından alınacak iyi notlar hem ülkeye daha az faiz yükü getirecek hem de dolaylı olarak tüketiciye daha az vergi yansıtılmış olacaktır. Bu veriler ışığında kredi derecelendirme kuruluşlarından özellikle Moody's ve S&P'nin ülke raporları dikkate alınmalı, ülkede ekonomik ve politik istikrar sağlanmalıdır. Aksi takdirde kredi derecelendirme kuruluşlarından alınacak olumsuz bir not ülkeleri krize sürüklemekte ya da var olan krizi verdikleri düşük notlarla daha da derinleştirebilmektedirler.



KAYNAKÇA

- Abanoz, İ.S. (2012), *Ekonomik Kriz, Kapitalizm ve Suç*, Legal Yayıncılık SAN. ve TİC. LTD. ŞTİ. İstanbul.
- Açıkalın, S. ve Ünal, S., (2009), *Doğrudan Yatırımlar ve Portföy Yatırımları: Global ve Yerel Faktörlerin Türkiye Üzerindeki Göreceli Etkisi*, Ekin Yayınevi, Ankara.
- Afonso, A. (2003), “Understanding The Determinants of Sovereign Debt Ratings: Evidence for The Two Leading Agencies”, *Journal of Economics and Finance*, Vol. 27, Issue.1, (56-74).
- Afonso, A. - Furceri, D. - Gomes, P., (2012), “Sovereign Credit Ratings and Financial Markets Linkages: Application to European Data”, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 31, Issue.3 (606-638).
- Akbulak, Y. (2012), “Kredi Derecelendirmesi veya Rating: Kavram ve Ölçütler”, *Mali Çözüm Dergisi*, Mayıs-Haziran 2012, (171-184).
- Akçay, A.Ö. ve Erataş, F., (2015), “Satın Alma Paritesi Teorisinin Geçerliliği G7 Örneği”, *İGÜSBD*, C.2, S.1, (82-100).
- Akçayır, Ö. (2013), *Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Güvenilirlerinin Sorgulanması: Türkiye'nin Kredi Derecelendirme Geçmişi ve Bugünü(1992-2012)*, Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, Isparta.
- Akdış, M. (1988), “Dünya’da ve Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Beklentiler”, *İnceleme Yarışması-Mansiyon. Dünya’da ve Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları ve Beklentiler*, Yased Yayınları, 33, (61-9).
- Akman, C., (2010), *Marksist Kriz Kuramları Işığında Küresel Kriz*, Kalkedon Yayınları, İstanbul.
- Akpınar, A.T. (2009), Türkiye’de Ekonomik Krizler-1994,1998-1999 ve 2001 Krizleri, <https://sinestezi.wordpress.com/2009/04/04/turkiye-de-ekonomik-krizler-1994-1998-1999-ve-2001-krizleri/#more-1208>, (26.01.2017).

- Alcubilla, R.G. ve Del Pozo, J.R., (2012), *Credit Rating Agencies on the Watch List: Analysis of European Regulation*, OUP Oxford.
- Alexander, K. ve Dhumale, R. (Eds.), (2012). *Research handbook on international financial regulation*, Edward Elgar Publishing, London
- Allen, L. ve Saunders, A., (2002), Cyclical effects in credit risk ratings and default risk. *Credit Ratings: Methodologies, Rationale and Default Risk*, 45-79. <http://people.stern.nyu.edu/lallen/procyclicalpaper.pdf> (15.03.2017).
- Al-Sakka, R. ve ap Gwilym, O., (2009), “Heterogeneity Of Sovereign Rating Migrations İn Emerging Countries”, *Emerging Markets Review*, Vol.10(2), (151-165).
- Altman, E.I. ve Saunders, A., (1997), “Credit risk measurement: Developments over the last 20 years”, *Journal of banking & finance*, Vol.21, Issue.11, (1721-1742).
- Altunöz, U., (2013), *Finansal Krizler, Erken Uyarı Sistemleri ve 2008 Krizi İçin TR-ABD Örneği*, Beta Basım A.Ş. İstanbul.
- Amerikanın Sesi, (2002), WorldCom Skandalı ABD’yi Sarstı, <http://www.amerikaninsesi.com/a/a-17-a-2002-06-27-8-1-87863442/797186.html>, (22.01.2017).
- Archer, C.C. - Biglaiser, G. - DeRouen, K., (2007), “Sovereign bonds and the “democratic advantage”: Does regime type affect credit rating agency ratings in the developing world?”, *International Organization*, Vol.61, Issue.2, (341-365).
- Aslan, H. (2008), “İpotekli Konut Finansman Sisteminde Kriz”, Küresel ve Ulusal Finansal Sistemde Yeni Arayışlar, *BDDK 8. Kuruluş Yıldönümü Konferansı*, S.25.
- Atmaca, M. (2012), “Muhasebe Skandallarının Önlenmesinde İç Kontrol Sisteminin Etkinleştirilmesi”, *Afyon Kocatepe Üniversitesi, İİBF Dergisi*, C.9 S.1, (191-205).
- Avendano, R. - Gaillard, N. - Nieto-Parra, S., (2011), “Are Working Remittances Relevant For Credit Rating Agencies?”, *Review of Development Finance*, Vol.1, Issue.1, (57-78).

- Aydoğuş, İ. - Kutlu, E. - Yıldırım, S., (2005), “Yolsuzluk ve Doğrudan Yabancı Yatırımlar”, *Afyon Kocatepe Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi*, C.7, S.2, (1-21)
- Bakdur, A. ve Duman, G., (1999), *Kredi Notu Uygulaması ve Bazı Ülkelerin Kredi Notları*, DPT Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Ankara
- Baltagi, B., (2005). *Econometric Analysis of Panel Data*. John Wiley & Sons, İngiltere.
- Balthazar, L., (2006), *From Basel 1 to Basel 3: The Integration of State of the Art Risk Modeling in Banking Regulation*, Palgrave Macmillan, New York.
- Bayar, Y. (2015), “Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Yunanistan Borç Krizi”, *International Journal of Economic and Administrative Studies*, S.15, (42-58).
- BBC, (2002), Enron scandal at-a-glance, <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/1780075.stm> ,(21.01.2017)
- BBC, (2017), Fitch Türkiye'nin notunu düşürdü: Son 'yatırım yapılabilir ülke' notu kaybedildi, <http://www.bbc.com/turkce/haberler-turkiye-38775811>, (05.02.2017)
- BDDK, Aralık (2010), Sorularla Basel III Risk Yönetimi Dairesi https://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Basel/8742sorularla_basel_iii_29_11_2010_.pdf (05.01.2017)
- Belkıs, S., (2015), *Kredi Derecelendirmesi*, SPL, İstanbul.
- Berber, M. ve Artan, S., (2004), “Enflasyon ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği”, *Turkish Economic Association*, Discussion Paper 2004/21, (1-14).
- Bildirici, Z. (2014), “Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri Portföy Yatırımları Ve Sıcak Para”. <http://blog.bluzz.net/wp-content/uploads/2008/02/kisa-vadeli-sermaye-hareketleri.pdf> (25.02.2017).
- Bilgedenetim, (2007), Enron Vakası, http://www.bilgedenetim.com/makaleler/haber_oku.php?haber_id=6, (22.01.2017).
- Blaurock, U., (2007), “Control and Responsibility of Credit Rating Agencies”, *Electronic Journal of Comparative Law*, Vol.11, Issue.3, (1-37).

- Borensztein, M.E. - Valenzuela, P. - Cowan, K., (2007), “Sovereign ceilings “lite”? The impact of sovereign ratings on corporate ratings”, *Journal of Banking & Finance*, Vol.37, Issue.11, (4014-4024).
- BorsaGündem, (2017), Kredi Derecelendirme 170 Yıllık Tarihi, <http://www.borsagundem.com/haber/kredi-derecelendirme-170-yillik-tarihi/1926> , (07.02.2017).
- Boumparis, P. - Milas, C. - Panagiotidis, T., (2015), “Has The Crisis Affected The Behavior of The Rating Agencies? Panel Evidence From The Eurozone”, *Economics Letters*, Vol.136, (118-124).
- Breitung, J. (2005), “A Parametric Approach to The Estimation of Cointegration Vectors in Panel Data”, *Econometric Reviews*, Vol.24, Issue.2, (151-173).
- Breuer, J.B. - Mcnown, R. - Wallace, M., (2002), “Series-Specific Unit Root Tests with Panel Data”. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol.64, Issue.5, (527-546).
- Brooks, R. - Faff, R.W. - Hillier, D. - Hillier, J., (2004), “The National Market Impact of Sovereign Rating Changes”, *Journal of banking & finance*, Vol.28, Issue.1, (233-250).
- Bruner, C.M. ve Abdelal, R., (2005), “To Judge Leviathan: Sovereign Credit Ratings, National Law, And The World Economy”, *Journal of Public Policy*, Vol.25, Issue.2, (191-217).
- Calvo, G.A. - Leiderman, L. - Reinhart, - C. M., (1996), “Inflows Of Capital To Developing Countries In The 1990s”, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol.10, Issue.2, (123-139).
- Cantor, R. ve Packer, F., (1996), “Determinants And Impact of Sovereign Credit Ratings”, *The Journal of Fixed Income*, C.6, S.3, (76-91).
- Caton, G.L. - Chiyachantana, C.N. - Chua, C.T. - Goh, J., (2011), “Earnings Management Surrounding Seasoned Bond Offerings: Do Managers Mislead Ratings Agencies And The Bond Market?”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.46, Issue.3, (687-708).

- Chen, S.S. - Chen, H.Y. - Chang, C.C. - Yang, S.L., (2016), “The Relation Between Sovereign Credit Rating Revisions and Economic Growth”, *Journal of Banking & Finance*, Vol.64, (90-100).
- Choy, E. - Gray, S. - Ragunathan, V., (2006), “Effect of credit rating changes on Australian stock returns”, *Accounting & Finance*, Vol.46, Issue.5, (755-769).
- Coşkun, A., (2011), *Liberal Ekonominin Çöküşü Finansal Kriz : Ulusalci Ekonominin Yükselişi*, Cumhuriyet Kitapları, İstanbul.
- Çalışkan, Ö.V. (2002), “Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Risk Kriterleri”, *Ankara Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, C.4, S.1, (53-66).
- Çınar, S. (2010), “OECD Ülkelerinde Kişi Başına GSYİH Durağan Mı? Panel Veri Analizi”, *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi*, C.29, S.2, (591-601).
- Demez, S. - Bayat, T. - Doğan, Ç., (2012), “Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Krizleri Öngörebilirliği: Türkiye Örneği”, *Inhttp://web.inonu.edu.tr/~ozal.congress/pdf/78.pdf*, (1356-1372).
- Derbellay, A., (2013), *Regulating Credit Rating Agencies*, Edward Elgar Publishing, USA .
- Diliçıkık, T., (2010), *Basel II Kapsamında Kredi Derecelendirmesi Ve Türk Ekonomisine Muhtemel Etkileri*, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, İktisat Politikası Bilim Dalı Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi ,İstanbul.
- Doğan, N., (2005), *Avrupa Birliği Ülkeleri ve Avrupa Birliğine Aday Ülkelerin Yakınsama Hipotezi: Panel Veri Analizi*, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi, Ankara.
- Egan-Jones, (2017), Egan-Jones Ana Sayfası, <https://www.egan-jones.com/>, (14.03.2017)
- Eğilmez, M., (2008), *Küresel Finans Krizi: Piyasa Sistemin Eleştirisi*, Remzi Kitapevi, İstanbul.
- Eichengreen, B.J. (2004). *Capital flows and crises*. MIT press. London.

- Elkhoury, M., (2009), “Credit Rating Agencies and Their Potential Impact on Developing Countries”, *UNCTD Compendium on Debt Sustainability*, (165-180).
- Emirmahmutoğlu, F. ve Köse, N., (2011), “Testing for Granger causality in heterogeneous panels”, *Department of Econometrics, Gazi University*, (870-876).
- Enders, W., (1995), *Applied Econometric Time Series, 4th Edition*, Wiley E-Text, http://timeseries.net/yahoo_site_admin/assets/docs/enders4_pptsch04.684612.pdf (28.04.2017).
- Erataş, F. ve Öztekin, D., (2010), “Kısa Vadeli Sermay Akımlarının Belirleyicileri: Türkiye Örneği”, *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, C.2, S.2, (57-64).
- Erb, C.B. - Harvey, C.R. - Viskanta, T.E, (1999), “New Perspectives on Emerging Market Bonds”, *The Journal of Portfolio Management*, Vol.25, Issue.2, (83-92).
- Erdoğan, A., (2012), *Gelişmekte Olan Ülkelerde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Türkiye Örneği*, Nobel Akademik Yayıncılık, Ankara.
- Estrada, A. -Molina, L. - Sánchez, P. - Viani, F., (2017), “Towards Efficient Capital Flow Management”, *Economic Bulletin*, (3-17). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2914311> (12.01.2017).
- Ferrarini, G. ve Giudici, P., (2005), “Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat Case”, *ECGI - Law Working Paper No. 40/2005*, (1-62).
- Ferreira, M.A. ve Gama, P.M., (2007), “Does Sovereign Debt Ratings News Spill Over to International Stock Markets?”, *Journal of Banking & Finance*, Vol.31, Issue.10, (3162-3182).
- Ferrell, O.C. ve Ferrell, L., (2011), WorldCom’s Bankruptcy Crisis, <https://danielsethics.mgt.unm.edu/pdf/WorldCom%20Case.pdf>, (22.01.2017)
- Fischer, T. (2015), “Market Structure And Rating Strategies In Credit Rating Markets– A Dynamic Model With Matching Of Heterogeneous Bond Issuers And Rating Agencies”, *Journal of Banking & Finance*, Vol.58, (39-56).

- Frost, C.A. (2007), "Credit Rating Agencies in Capital Markets: A Review of Research Evidence on Selected Criticisms of The Agencies", *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol.22, Issue.3, (469-492).
- Gaillard, N., (2012), *Fitch, Moody's and S&P Sovereign Ratings and EMBI Global Spreads: Lessons from 1993–2007. In A Century of Sovereign Ratings*, Springer, New York.
- Gande, A. - Parsley, D. - Gande, A. - ed David, O.V., (2004), "Sovereign Credit Ratings and International Portfolio Flows", In *Unpublished Working paper, Vanderbilt University. Available at <http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/ecbin>. (Accessed November 15, 2010), http://www.epfr.com/Case_Studies/Vanderbilt_04.pdf (15.04.2017).*
- Glascok, J.L. - Davidson III, W.N. - Henderson Jr, G.V., (1987), "Announcement Effects of Moody's Bond Rating Changes on Equity Returns", *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol.26, Issue.3, (67-78).
- Goldstein, M. - Kaminsky, G.L. - Reinhart, C.M., (2000), "*Assessing financial vulnerability: an early warning system for emerging markets*" Peterson Institute.
- Göçen, A.C. (2010), "Kurumsal Yönetim, İç Kontrol ve Bağımsız Denetim: Parmalat Vakası", *Mali Çözüm Dergisi/Financial Analysis*, S.97, (107-129).
- Göçer, İ. (2013), "Teknolojik İlerlemenin Belirleyicileri: Nüç Ülkeleri İçin Panel Eşbütünleşme Ve Panel Nedensellik Analizleri", *Maliye Finans Yazıları*, Y.27 S.27, (117-141).
- Griffith-Jones, S., (1998), *Global Capital Flows: Should They be Regulated?*, Palgrave.
- Gursoy, B., ve Yilanci, V., (2013), "Financial Liberalization and External Imbalances: The Case of CESEE Countries", *MIBES ORAL, Larissa*, (8-10).
- Güloğlu, B. ve Altunoğlu, E., (2002), "Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri", *İstanbul Üniversitesi SBF Dergisi*, No.27, (111-140).
- Gür, H.T. ve Öztürk, H., (2011) "Ülke Riski, Derecelendirme Kuruluşları, Aksaklıklar ve Yeni Düzenlemeler", *Sosyo Ekonomik Dergisi*, S(No).2, (71-92)

- Hadri, K., (2000), “Testing for Stationarity in Heterogeneous Panel Data”, *The Econometrics Journal*, Vol.3, Issue.2,(148-161).
- Hadri, K., ve Kurozumi, E., (2012), “A Simple Panel Stationarity Test in The Presence of Serial Correlation and A Common Factor”, *Economics Letters*, Vol.115, Issue.1, (31-34)
- Halıcı, S.N., (2005), *Kredi Derecelendirme Şirketleri, Kredi Derecelendirmenin Belirleyicileri ve Etkileri*, Erciyes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, Kayseri.
- Han, S.H. - Pagano, M.S. - Shin, Y.S., (2012), “Rating Agency Reputation, The Global Financial Crisis, and The Cost of Debt”, *Financial Management*, Vol.41, Issue.4, (849-884).
- Hand, J.R. - Holthausen, R.W. - Leftwich, R.W., (1992), “The Effect of Bond Rating Agency Announcements on Bond and Stock Prices”, *The Journal of Finance*, Vol.47, Issue.2, (733-752).
- Harold, G., (1938), *Bond ratings as an Investment Guide; an Appraisal of Their Effectiveness*, Ronald Press Company, New York
- Hasbi, D.T., (2012), *Kredi Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Yapılan Not Değerlendirmelerinin Ülke Ekonomileri Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği*, Adnan Menderes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, Aydın.
- Hemraj, M., (2015), *Credit Rating Agencies Self-regulation, Statutory Regulation and Case Law Regulation in the United States and European Union*, Springer International Publishing, İsviçre.
- Hooper, V. - Hume, T. - Kim, S.J., (2008), “Sovereign Rating Changes—Do They Provide New Information For Stock Markets?”, *Economic Systems*, Vol.3, Issue.2, (142-166).
- Hull, J. - Predescu, M. - White, A., (2004), “The Relationship Between Credit Default Swap Spreads, Bond Yields, and Credit Rating Announcements”, *Journal of Banking & Finance*, Vol.28, Issue.11, (2789-2811).

- Im, K.S. - Pesaran, M.H. - Shin, Y., (2003), “Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panels”, *Journal of econometrics*, VOL.115, Issue.1, (53-74).
- Investopedia, (2016), Credit Rating Agencies and Nationally Recognized Statistical Rating Organizations <http://www.investopedia.com/terms/n/nationally-recognized-statistical-ratings-organization.asp> (26.12.2016)
- Investopedia, (2017), Basel I, http://www.investopedia.com/terms/b/basel_i.asp (03.02.2017)
- IOSCO, (2010), “Regulatory Implementation of the Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies. Consultation Report”, *Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions*, Retrieved July 25, 2014, from. <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD319.pdf>.
- IOSCO, (2014), “Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies”, *The Technical Committee Of The International Organization Of Securities Commissions*, February 2014, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD437.pdf>
- Işığışok, E., (1994), *Zaman Serilerinde Nedensellik Çözümlemesi*, Uludağ Üniversitesi Basımevi, Bursa.
- Jorion, P., Liu, Z., & Shi, C., (2005), “Informational effects of regulation FD: evidence from rating agencies”. *Journal of financial economics*, Vol.76, Issue.2, (309-330).
- Juttner, J.D. ve McCarthy, J., (1998), “Modeling a ratings crisis” *unpublished*, Macquarie University, Sydney, Australia.
- Kalaycı, Ş.- Demir, Y. - Gök, İ.Y., (2010), “Ülke Kredi Notunun Temel Makro Ekonomik Belirleyicileri: AB Ülkeleri ve Türkiye Üzerine Bir Reyting Araştırması”, *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, C.:47, S.544, (15-26).
- Kaminsky, G. ve Schmukler, S.L., (2002), “Emerging Market Instability: Do Sovereign Ratings Affect Country Risk and Stock Returns?”, *The World Bank Economic Review*, Vol.16, Issue.2, (171-1959).

- Kaminsky, G., ve Schmukler, S.L., (2002), *Emerging market instability: do sovereign ratings affect country risk and stock returns?. The World Bank Economic Review*, Oxford University Press, 16(2), 171-195.
- Karaca, N., (2005), “Kredi Derecelendirme Kuruluşları”, *T.C. MALİYE BAKANLIĞI Araştırma, Planlama ve Koordinasyon Kurulu Başkanlığı*, Rapor No: 2.
- Karagöl, E.T. ve Mihçioğur, Ü.İ., (2012), “Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Alternatif Arayışlar”, *SETA (Siyaset, Ekonomi ve Toplum Araştırmaları Vakfı) Rapor*, No:7.
- Karagöz, M.A., (1990), “Kredi Değerliliğinin Tespit”, *Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı Dergisi* (1990/1)
- Kargı, B., (2014), “Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Türkiye’nin Kredi Notu Üzerine Bir İnceleme (1998-2013)”, *International Journal of Social Science*, No.24 , (351-370).
- Karluk, R., (2002), *Türkiye Ekonomisi*. Betaş Yayınları, İstanbul.
- Karluk, S.R., (2009), *Uluslararası Ekonomi:Teori ve Politika*. BETA Basım Yayım Dağıtım AŞ. İstanbul.
- Kawai, M., ve Lamberte, M.B. (Eds.), (2010). *Managing Capital Flows: The Search for a Framework*, Edward Elgar Publishing.
- Kazgan, G., (2012), *Türkiye Ekonomisinde Krizler (1929-2009) “Ekonomi Politik” Açısından Bir İrdeleme*, İstanbul Bilgi Üniversitesi, İstanbul.
- Kılıçaslan, H., (2016), “Kredi Derecelendirme ve Ortaya Çıkan Sorunlar”, *Sakarya Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Maliye Araştırmaları Dergisi*, C.2, S.1,(61-81).
- Kılınç, Z., (2013), *Türkiye’de Ekonomik Büyüme, İşsizlik, Enflasyon Arasında Nedensellik Analizi*, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, Isparta.
- Kim, S.J. ve Wu, E., (2008), “Sovereign Credit Ratings, Capital Flows and Financial Sector Development in Emerging Markets”. *Emerging markets review*, Vol.9, Issue.1, (17-39).

- Kim, S.J. ve Wu, E., (2011), “International Bank Flows to Emerging Markets: Influence of Sovereign Credit Ratings and Their Regional Spillover Effects”. *Journal of Financial Research*, Vol.34, Issue.2, (331-364).
- Kisgen, D.J., (2006), “Credit Ratings and Capital Structure”, *The Journal of Finance*, Vol.61, Issue.3, (1035-1072).
- Kraussl, R., (2000), “Sovereign Credit Ratings and Their Impact on Recent Financial Crises”, *Center for Financial Studies, CFS Working Paper*, No.4
- Kraussl, R., (2005), “Do credit rating agencies add to the dynamics of emerging market crises?”, *Journal of Financial Stability*, Vol.1, Issue.3, (355-385).
- Kruck, A., (2011), *Private Ratings, Public Regulations: Credit Rating Agencies and Global Financial Governance*, Springer, Germany
- Kurtoğlu, R., (2011), *Küresel Ekonomik Kriz ve Yeni Dünya Düzeni*, Sinemisis Yayınları, Ankara.
- Langohr, M.H and Langohr, P.T., (2008), *The Rating Agencies and their Credit Ratings What They Are, How They Work and Why They Are Relevant*, John Wiley & Sons Ltd, İngiltere.
- Lee, Y.J., (2008), “The Effects of Employee Stock Options on Credit Ratings”. *The Accounting Review*, Vol.83, Issue.5, (1273-1314).
- Leland, H.E. ve Toft, K.B., (1996), “Optimal Capital Structure, Endogenous Bankruptcy, and The Term Structure of Credit Spreads”. *The Journal of Finance*, Vol.51, Issue.3, (987-1019).
- Levich, R.M. – Majnoni, G. – Reinhart, C.M., (2002), *Ratings, rating agencies and the global financial system*, Springer Science+Business Media, New York.
- Levich, R. M. - Majnoni, G. - Reinhart, C., (2012), *Ratings, Rating Agencies and The Global Financial System*, Springer Science & Business Media, Boston.
- Levin, A. - Lin, C.F. - Chu, C.S.J., (2002), “Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite-Sample Properties”, *Journal of Econometrics*, Vol.108, Issue.1, (1-24).

- Liu, P. - Seyyed, F.J. - Smith, S.D., (1999), “The Independent Impact of Credit Rating Changes–The Case of Moody's Rating Refinement on Yield Premiums”. *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol.26, Issue.3-4, (337-363).
- Lizondo, J.S., (1990), “Foreign Direct Investment”, *IMF Working Paper No.90/63*, (1-31), Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=884899>.
- Lynch, T.E., (2008), Deeply Persistently Conflicted: Credit Rating Agencies in the Current Regulatory Environment. *Case W. Res. L. Rev.*, 59, 227.
- Macey, J.R., (2006), *Polarisation of American Corporate Governance*, Virginia Law and Business Review.
- Manasse, P. - Roubini, N. - Schimmelpfennig, A., (2003), “Predicting Sovereign Debt Crises”, *IMF Working Paper No.03/221* (Washington, International Monetary Fund), (1-41). Available at SSRN :<https://ssrn.com/abstract=880911>.
- Mangır, F., (2006), “Finansal Deregülasyonun (1989-2001) Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri: Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri”, *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, S.16, (449-458).
- May, A.D. (2010), “The impact of bond rating changes on corporate bond prices: New evidence from the over-the-counter market”, *Journal of Banking & Finance*, Vol.34, Issue.11, (2822-2836).
- McCarthy, J.E. ve Melicher, R.W., (1988), “Analysis of Bond Rating Changes in a Portfolio Context”, *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol.27, Issue.4, (69-86).
- Millon, M.H. ve Thakor, A.V., (1985), “Moral Hazard and Information Sharing: A Model of Financial Information Gathering Agencies”, *The Journal of Finance*, Vol.40, Issue.5, (1403-1422).
- Moody's, (2016), “Moody's Corporation Ana sayfası” <https://www.moodys.com/Pages/atc.aspx>, (05.12.2016)
- Norden, L., & Weber, M., (2004), “Informational efficiency of credit default swap and stock markets: The impact of credit rating announcements”, *Journal of Banking & Finance*, Vol.28, Issue.11, (2813-2843).

- NRSRO, (2015) “Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, As Required by Section 6 of the Credit Rating Agency Reform Act of 2006”, <https://www.sec.gov/ocr/reportspubs/annual-reports/2015-annual-report-on-nrsros.pdf> (09.02.2017).
- NRSRO, (2016), “Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, As Required by Section 6 of the Credit Rating Agency Reform Act of 2006”, <https://www.sec.gov/ocr/reportspubs/annual-reports/2016-annual-report-on-nrsros.pdf> (09.02.2017).
- Ntswane, L., (2015), *The impact of sovereign credit ratings on capital flows and financial markets in Africa* (Doctoral dissertation), Witwatersrand Üniversitesi Ticaret Fakültesi, Hukuk ve Yönetim Yayınlanmış Doktora Tezi, Johannesburg.
- NTV Arşivi, Worldcom Muhasebe Skandalı, <http://arsiv.ntv.com.tr/news/160390.asp> (22.01.2017)
- Odabaşı, C. ve Ergen, H., (2015), Bağımsız Denetimde Kamu Gözetimi ve Skandallar, Muhasebe ve Denetim Dünyası, http://www.kgkuzder.org.tr/upload/files/Bagimsiz_Denetimde_Kamu_gozetimi_ve_Skandallar.pdf, (21.01.2017).
- Odders-White, E.R. ve Ready, M.J., (2006), “Credit Ratings and Stock Liquidity”, *Review of Financial Studies*, Vol.19, Issue.1, (119-157).
- Orhan, M. ve Alpay, R., (2012), “Towards A More Objective Credit Rating”. *İktisat İşletme ve Finans*, C.27, S.317, (115-136).
- Parasız, İ., (2001), *Enflasyon Kriz Ayarlamalar: Dünyada ve Türkiye’de Kalkınma Makro Ekonomisi Sorunları*, Ezgi Kitapevi, Bursa.
- Paudyn, B., (2014), *Credit Ratings and Sovereign Debt The Political Economy of Creditworthiness through Risk and Uncertainty*, International Political Economy Series, Springer, New York.
- Pazarlıoğlu, M.V. ve Gürler, Ö.K., (2007), “Telekomünikasyon Yatırımları ve Ekonomik Büyüme: Panel Veri Yaklaşımı, *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, C.44 ,S.508, (35-43).

- Pesaran, M.H., (2004), “General Diagnostic Tests For Cross Section Dependence in Panels”, *CESifo Working Paper Series No.1229; IZA Discussion Paper No.1240*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=572504>.
- Pesaran, M.H., (2007), “A Simple Panel Unit Root Test in The Presence of CrossSection Dependence”, *Journal of Applied Econometrics*, Vol.22, Issue.2, (265-312).
- Pesaran, M. H. - Ullah, A. - Yamagata, T., (2008) “A Bias-Adjusted LM Test of Error Cross-Section Independence” *Econometrics Journal*, Vol.11, Issue.1, (105-127).
- Popa, S., (2012), “The influence of the country risk rating on the foreign direct investment inflows in Romania”, *International Journal of Economic Sciences*, 1(2), (93-116).
- Prasad, E., Rogoff, K., Wei, S. J., & Kose, M. A. (2005), “Effects of financial globalization on developing countries: some empirical evidence”, In *India's and China's Recent Experience with Reform and Growth*, Palgrave Macmillan UK, (201-228).
- Prati, A. - Schindler, M. - Valenzuela, P., (2012), “Who Benefits From Capital Account Liberalization? Evidence From Firm-Level Credit Ratings Data”, *Journal of International Money and Finance*, Vol.31, Issue.6, (1649-1673).
- Ramakrishnan, R.T. ve Thakor, A.V., (1984), “Information Reliability and a Theory of Financial Intermediation”, *The Review of Economic Studies*, Vol.51, Issue.3, (415-432).
- Reinhart, C.M., (2002), “Default, Currency Crises, and Sovereign Credit Ratings. *The World Bank Economic Review*, Vol.16, Issue.2, (151-170).
- Resmi Gazete, 01.11.2006 tarihli ve 26333 Sayılı, “Derecelendirme Kuruluşlarının Yetkilendirilmelerine ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik”,
- Resmi Gazete, 01.11.2006 ve 26333 sayılı, Derecelendirme Kuruluşlarının Yetkilendirilmesine Ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik”.

- Resmi Gazete, 12.07.2007 tarihli ve 26580 Sayılı, Seri: VIII, No:51 “Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği”.
- Rodrik, D. ve Velasco, A., (1999), “Short-Term Capital Flows”, NBER Working Paper, No.7364, Cambridge, Massachusetts, *National Bureau of Economic Research (NBER)*
- Rowland, P. and José Luis Torres T., (2004), *Determinants of Spread and Creditworthiness for Emerging Market Sovereign Debt: A Panel Data Study*, Banco de la República. *Subgerencia de Estudios Económicos*, Bogota (Kolombiya).
- Schroeder, S.K., (2015), *Public Credit Rating Agencies: Increasing Capital Investment and Lending Stability in Volatile Markets*, Palgrave Macmillan, Springer, New York.
- SEC, (2002), Egan-Jones Ratings Company, <https://www.sec.gov/news/extra/credrate/eganjones2.htm>, (22.01.2017).
- SEC, (2016), Credit Rating Agencies and Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, <https://www.sec.gov/answers/nrsro.htm>, (25.12.2016).
- Serel, H. ve Masatçı, K., (2005), “Türkiye’de Beşeri Sermaye ve İktisadi Büyüme İlişkisi: Koentegrasyon Analizi”. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, C.1, S.2, (49-58).
- Setty, G. and Dodd R., (2003), “Credit Rating Agencies: Their Impact on Capital Flows to Developing Countries”, *Derivatives Study Center (Financial Policy Forum)*. Washington, D.C., Special Policy Report 6, (1-24) <http://www.financialpolicy.org/FPFSPR6.pdf>
- Seyidoğlu, H. ve Yıldız, R., (2006), Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri: Makale Derlemesi 1, *Arıkan Yayınları*. İstanbul.
- Seyidoğlu, H., (2003). *Uluslararası İktisat: Teori ve Politika*, Güzem Can Yayınevi, İstanbul.

- Sinclair, T.J, (2005), *The New Master of Capital: American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness*, Cornell University Press, Ithaca and New York.
- SPK, (2017), Derecelendirme Faaliyetiyle Yetkili Kuruluşlar <http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=6&pid=10&subid=1&submenuheader=null>, (08.02.2017)
- Study.com, (2017), What Is Foreign Direct Investment? - Definition, Advantages & Disadvantages, <http://study.com/academy/lesson/what-is-foreign-direct-investment-definition-advantages-disadvantages.html>, (02.03.2017).
- Süngü, Y., (2017), Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Türkiye ile İmtihani, <http://www.dunyabulteni.net/haberler/392986/kredi-derecelendirme-kuruluslarinin-turkiye-ile-imtihani> (05.02.2017).
- Sy, A.N., (2004), “Rating The Rating Agencies: Anticipating Currency Crises or Debt Crises?”, *Journal of Banking & Finance*, Vol.28, Issue.11, (2845-2867).
- Sylla, R., (2001), *A Historical Primer on the Business of Credit Ratings.[Prepared for conference on The Role of Credit Reporting Systems in the International Economy, March 1–2, 2001.]*, The World Bank, Washington.
- Sylla, R., (2002), *An Historical Primer on The Business of Credit Rating. In Ratings, Rating Agencies and The Global Financial System* (pp. 19-40), Springer US.
- Şahbaz, Ü., (2007), *Zaman Serilerinde Nedensellik Analizi (Türkiye’de Ekonomik Büyüme Ve Turizm Gelirleri Arasındaki İlişkinin Nedensellik Analizi)*, Eskişehir Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, Eskişehir.
- Şen, S., (2014), *Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Risk Analizi: Moody’s Örneği*, İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.
- Şentekin, A., (2012), Türkiye’de Sermaye Hareketlerinin Serbestleştirilmesi, <http://alpersentekin.blogspot.com.tr/2012/05/turkiyede-sermaye-hareketlerinin.html>, (01.03.2017).

- Taylor, M.P. Ve Sarno, L., (1998), “The Behavior of Real Exchange Rates During The Post-Bretton Woods Period”. *Journal of International Economics*, Vol.46, Issue.2, (281-312).
- Tekin, İ.Ç., (2016), “Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Öngöremedikleri Kriz ve İflaslar”, *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksek Okulu Dergisi*, C.19, (181-205).
- Timoty, E. Lync, (2007), *Credit Rating Agencies in the Current Regulatory Enviroment*
- Tolgay, S., (2013), Enron Hikayesi ve Enron Şirket Belgeseli, <http://www.ekodialog.com/Makaleler/enron-hikayesi-belgeseli.html>, (21.01.2017)
- Topallı, N., (2016), “G20 Ülkelerinde İhracat, Beşeri Sermaye Ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Panel Nedensellik Analizi”, *Akademik Sosyal Araştırmalar Dergisi*, S.29, (193-206).
- Toraman, C. ve Yürük, M.F., (2014), “Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Finansal Krizlere Etkileri”, *Bitlis Eren Üniversitesi SBE. Dergisi*, C.3, S.1, (127-154).
- TradeLab, (2016), The Regulation of Capital Flows, <https://www.tradelab.org/guide/57d86859e4a99450e80003eb/The-Regulation-of-Capital-Flows> , (01.03.2017)
- Tsingou, E., (2008), Transnational private governance and the Basel process: banking regulation and supervision, private interests and Basel II, *Transnational private governance and its limits*, Routledge, (58-68), London
- Turan, Z., (2011), “Dünyadaki ve Türkiye”deki Krizlerin Ortaya Çıkış Nedenleri ve Ekonomik Kalkınmaya Etkisi”, *Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi*, C.4, S.1, (56-80)
- Turgut, M., (2007), “Uluslararası Ekonomi Yönetimi ve Pazar Araştırmaları Kongresi”, S.2
- Utzig, S., (2010), “The Financial Crisis and the Regulation of Credit Rating Agencies:A European Banking Perspective”, *ABDI Working Paper Series, Asian Development Bank Institute*, No:188.

- Ünsal, E.M., (2005), *Uluslararası İktisat: Teori, Politika Ve Açık Ekonomi Makro İktisadi*, Imaj Yayıncılık, Ankara.
- Vergili, G., (2016), *Finansal Kriz Ortamında Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına Eleştirel Bir Bakış: Güven Kaybı Ve Yeni Düzenlemeler*, Türkiye Alim Kitapları, Saarbrücken (Almanya).
- White, L.J., (2013), *Credit Rating Agencies: An Overview*. Annu. Rev. Financ. Econ., 5(1), 93-122.
- Yalçinkaya, Ö. ve Kaya, V., (2017), “Doğal İşsizlik Oranı mı Yoksa; İşsizlik Histerisi mi?: OECD Ülkeleri için Yeni Nesil Birim Kök Testlerinden Kanıtlar (1980-2015)”, *Selçuk Üniversitesi İİBF Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, C.17, S.33, (1-18).
- Yalçinkaya, Ö., (2016), “G-20 Ülkelerinde Satın Alma Gücü Paritesi Teorisinin Geçerliliği: Panel Birim Kök Testinden Kanıtlar (1994:Q1-2015:Q4)”, *Bitlis Eren Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, C.5, (145-162).
- Yazıcı, M., (2009), “Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Önemi ve Denetimi”, *Maliye ve Finans Yazıları*, S.82, (1-17).
- Yıldız, Ü., (2014), *Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Ülke Kredi Notlarının Makroekonomik Belirleyicileri: Panel Veri Analizi*, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, Eskişehir.
- Yılmaz, T., (2014) *Finansal sermaye girişlerinin Makroekonomik Göstergeler Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği*, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Yayınlanmış Doktora Tezi, Isparta.
- Zeren, F. ve Ergün, S., (2013), “Ticari Açıklık Ve Kamu Büyüklüğü İlişkisi: Panel Nedensellik Testi”, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, C.27, S.4, (229-240).



EKLER

EK 1. S&P KDK Notları

	TR	BR	CHN	IND	IDN	RUS	S.AFR	Chile	MEX	HUNGARY	VENEZUELA	MALAYSIA
1992	36	22	36	30	34	24	27	36	30	31	27	45
1993	35	22	37	30	34	24	27	39	31	31	26	45
1994	20	22	37	30	34	24	27	39	30	30	20	48
1995	21	22	37	30	36	24	30	42	29	29	20	48
1996	21	22	37	31	36	24	30	42	27	33	18	49
1997	21	24	39	30	29	23	30	42	28	33	24	44
1998	19	23	38	27	5	5	30	42	27	34	20	32
1999	19	21	36	27	5	1	30	42	28	40	18	36
2000	21	22	36	27	15	15	33	42	31	42	18	37
2001	15	23	36	26	8	21	33	42	31	42	18	36
2002	15	20	36	26	9	27	34	43	33	42	11	39
2003	21	22	37	27	18	27	36	43	33	42	12	42
2004	24	24	40	28	22	30	36	45	33	42	18	42
2005	24	25	43	30	21	33	39	45	36	42	21	42
2006	24	28	45	31	24	39	39	46	36	39	25	42
2007	24	31	46	33	24	39	39	48	37	39	24	43
2008	24	33	48	33	24	35	38	48	37	35	23	42
2009	24	33	48	32	25	36	38	48	36	33	23	42
2010	28	33	51	33	28	36	38	49	36	32	24	42
2011	28	36	51	33	31	36	39	49	36	29	21	42
2012	27	36	51	32	31	36	35	51	36	27	21	42
2013	30	35	51	32	30	36	35	51	37	26	14	42
2014	29	32	51	33	30	35	33	51	37	27	11	42
2015	29	29	51	33	31	29	32	51	37	30	8	42

EK 2. S&P DYY

	TR	BR	CHN	IND	IDN	RUS	S.AFR	CHILE	MEX	HUNGARY	VENEZUELA	MALAYSIA
1992	2.2E+10	2.3E+10	3.2E+10	2.1E+10	2.3E+10	2.2E+10	2.1E+10	2.2E+10	2.5E+10	2.2E+10	2.156E+10	2.6117E+10
1993	2.2E+10	2.2E+10	4.8E+10	2.1E+10	2.3E+10	2.2E+10	2.1E+10	2.2E+10	2.5E+10	2.3E+10	2.131E+10	2.5939E+10
1994	2.2E+10	2.4E+10	5.5E+10	2.2E+10	2.3E+10	2.2E+10	2.1E+10	2.4E+10	3.2E+10	2.2E+10	2.175E+10	2.5275E+10
1995	2.2E+10	2.6E+10	5.7E+10	2.3E+10	2.5E+10	2.3E+10	2.2E+10	2.4E+10	3E+10	2.6E+10	2.192E+10	2.5112E+10
1996	2.2E+10	3.2E+10	6.1E+10	2.3E+10	2.7E+10	2.4E+10	2.2E+10	2.6E+10	3E+10	2.4E+10	2.312E+10	2.6012E+10
1997	2.2E+10	4.1E+10	6.5E+10	2.5E+10	2.6E+10	2.6E+10	2.5E+10	2.6E+10	3.4E+10	2.5E+10	2.714E+10	2.607E+10
1998	2.2E+10	5.3E+10	6.5E+10	2.4E+10	2.1E+10	2.4E+10	2.1E+10	2.6E+10	3.4E+10	2.4E+10	2.592E+10	2.3097E+10
1999	2.2E+10	5E+10	6E+10	2.3E+10	1.9E+10	2.4E+10	2.2E+10	3E+10	3.5E+10	2.4E+10	2.382E+10	2.4829E+10
2000	2.2E+10	5.4E+10	6.3E+10	2.5E+10	1.6E+10	2.4E+10	2.2E+10	2.6E+10	3.9E+10	2.4E+10	2.564E+10	2.4721E+10
2001	2.4E+10	4.4E+10	6.8E+10	2.6E+10	1.8E+10	2.4E+10	2.8E+10	2.5E+10	5.1E+10	2.5E+10	2.464E+10	2.1487E+10
2002	2.2E+10	3.8E+10	7.4E+10	2.6E+10	2.1E+10	2.4E+10	2.2E+10	2.3E+10	4.5E+10	2.5E+10	2.169E+10	2.4126E+10
2003	2.3E+10	3.1E+10	7.9E+10	2.5E+10	2E+10	2.9E+10	2.2E+10	2.5E+10	3.9E+10	2.5E+10	2.251E+10	2.4152E+10
2004	2.4E+10	3.9E+10	8.9E+10	2.6E+10	2.3E+10	3.6E+10	2.2E+10	2.8E+10	4.6E+10	2.5E+10	2.242E+10	2.531E+10
2005	3.1E+10	3.6E+10	1.3E+11	2.8E+10	2.9E+10	3.6E+10	2.7E+10	2.8E+10	4.7E+10	2.9E+10	2.338E+10	2.4858E+10
2006	4.1E+10	4E+10	1.5E+11	4.1E+10	2.6E+10	5.9E+10	2.2E+10	2.8E+10	4.2E+10	4E+10	2.113E+10	2.8624E+10
2007	4.3E+10	6.6E+10	1.8E+11	4.6E+10	2.8E+10	7.7E+10	2.8E+10	3.3E+10	5.3E+10	9.2E+10	2.529E+10	3.0005E+10
2008	4.1E+10	7.2E+10	1.9E+11	6.4E+10	3E+10	9.6E+10	3.1E+10	3.6E+10	5E+10	9.6E+10	2.302E+10	2.8506E+10
2009	3E+10	5.2E+10	1.5E+11	5.7E+10	2.6E+10	5.8E+10	2.9E+10	3.4E+10	3.9E+10	1.8E+10	1.98E+10	2.1048E+10
2010	3E+10	1.1E+11	2.6E+11	4.8E+10	3.6E+10	6.4E+10	2.5E+10	3.7E+10	4.7E+10	0	2.252E+10	3.1819E+10
2011	3.7E+10	1.2E+11	3E+11	5.7E+10	4.1E+10	7.6E+10	2.5E+10	4.4E+10	4.5E+10	3.1E+10	2.679E+10	3.6053E+10
2012	3.4E+10	1.1E+11	2.6E+11	4.5E+10	4.2E+10	7.2E+10	2.6E+10	4.9E+10	4.1E+10	3.2E+10	2.592E+10	2.9829E+10
2013	3.3E+10	9E+10	3.1E+11	4.9E+10	4.4E+10	9E+10	2.9E+10	4E+10	6.8E+10	1.7E+10	2.308E+10	3.223E+10
2014	3.3E+10	1.2E+11	2.9E+11	5.6E+10	4.6E+10	4.3E+10	2.7E+10	4.3E+10	4.8E+10	3.4E+10	2.132E+10	3.1553E+10
2015	3.8E+10	9.6E+10	2.7E+11	6.5E+10	4.1E+10	2.7E+10	2.3E+10	4.1E+10	5.3E+10	1.8E+10	2.47E+10	3.1896E+10

EK 3. S&P PY

	TR	BR	CHN	IND	IDN	RUS	S.AFR	CHILE	MEX	HUNGARY	VENEZUELA	MALAYSIA
1992	8E+10	6.8E+10	8.25E+10	8.21E+10	8.25E+10	8.24E+10	8.07E+10	8.2E+10	6.32E+10	8.24E+10	8.14E+10	8.36E+10
1993	7.85E+10	7.01E+10	7.94E+10	8.11E+10	8.06E+10	8.24E+10	8.17E+10	8.2E+10	5.41E+10	7.85E+10	8.18E+10	8.31E+10
1994	8.13E+10	3.13E+10	7.89E+10	7.69E+10	7.86E+10	8.24E+10	7.96E+10	8.2E+10	7.5E+10	8E+10	8.22E+10	8.41E+10
1995	8.22E+10	7.27E+10	8.16E+10	8.08E+10	7.83E+10	8.49E+10	7.99E+10	8.2E+10	9.28E+10	8.02E+10	8.32E+10	8.29E+10
1996	8.19E+10	6.16E+10	8.07E+10	7.85E+10	7.74E+10	7.8E+10	8E+10	8.1E+10	6.85E+10	8.29E+10	8.17E+10	8.27E+10
1997	8.08E+10	7.24E+10	7.55E+10	7.99E+10	8.51E+10	3.67E+10	7.57E+10	8.1E+10	7.81E+10	8.35E+10	8.32E+10	8.27E+10
1998	8.91E+10	6.4E+10	8.62E+10	8.3E+10	8.43E+10	7.16E+10	7.81E+10	8.5E+10	8.15E+10	8.06E+10	8.17E+10	8.21E+10
1999	7.9E+10	7.86E+10	9.37E+10	8.01E+10	8.42E+10	8.2E+10	7.37E+10	8.6E+10	7.18E+10	8.04E+10	8.03E+10	8.35E+10
2000	8.14E+10	7.55E+10	8.64E+10	8.01E+10	8.43E+10	9.49E+10	8.43E+10	8.2E+10	8.07E+10	8.29E+10	8.56E+10	8.5E+10
2001	8.69E+10	8.24E+10	1.02E+11	7.96E+10	8.27E+10	8.31E+10	9.07E+10	8.2E+10	7.74E+10	8.11E+10	8.13E+10	8.28E+10
2002	8.3E+10	8.75E+10	9.28E+10	8.14E+10	8.12E+10	7.95E+10	8.28E+10	8.5E+10	8.23E+10	8.06E+10	8.47E+10	8.38E+10
2003	8E+10	7.71E+10	7.1E+10	7.42E+10	8.02E+10	8.69E+10	8.17E+10	8.5E+10	7.82E+10	7.95E+10	8.34E+10	8.15E+10
2004	7.44E+10	8.72E+10	6.27E+10	7.34E+10	7.8E+10	8.18E+10	7.61E+10	8.6E+10	7.92E+10	7.56E+10	8.45E+10	7.4E+10
2005	6.9E+10	7.75E+10	8.71E+10	7.03E+10	7.82E+10	9.39E+10	7.76E+10	8.5E+10	9.59E+10	7.79E+10	8.15E+10	8.61E+10
2006	7.5E+10	7.29E+10	1.51E+11	7.29E+10	7.82E+10	6.59E+10	6.28E+10	9.2E+10	8.4E+10	7.61E+10	9.24E+10	7.9E+10
2007	8.16E+10	3.4E+10	6.6E+10	4.94E+10	7.69E+10	7.76E+10	7.22E+10	9.9E+10	8.39E+10	8.48E+10	7.79E+10	7.7E+10
2008	8.74E+10	8.13E+10	4.76E+10	9.75E+10	8.07E+10	1.18E+11	9.67E+10	9E+10	6.37E+10	8.54E+10	7.76E+10	1.06E+11
2009	8.22E+10	3.21E+10	5.53E+10	6.47E+10	7.21E+10	8.43E+10	7.08E+10	9.5E+10	1.02E+11	8.75E+10	7.3E+10	8.27E+10
2010	6.63E+10	1.55E+10	5.84E+10	4.56E+10	6.92E+10	8.39E+10	7.27E+10	8.9E+10	4.97E+10	8.25E+10	7.84E+10	6.74E+10
2011	6.02E+10	4.12E+10	6.28E+10	7.98E+10	7.86E+10	9.77E+10	7.81E+10	7.1E+10	3.39E+10	7.35E+10	8.02E+10	7.38E+10
2012	4.14E+10	6.66E+10	3.47E+10	5.31E+10	7.25E+10	6.54E+10	7.24E+10	8.6E+10	9.2E+09	8.05E+10	7.97E+10	6.17E+10
2013	5.84E+10	4.96E+10	2.95E+10	7.56E+10	7.16E+10	9.34E+10	7.65E+10	7.8E+10	3.29E+10	7.84E+10	8.3E+10	8.32E+10
2014	6.23E+10	4.37E+10	0	4.47E+10	5.64E+10	1.22E+11	7.78E+10	7.8E+10	3.54E+10	8.65E+10	7.94E+10	9.43E+10
2015	9.79E+10	6.04E+10	1.49E+11	7.29E+10	6.57E+10	1.09E+11	7.76E+10	8E+10	6.05E+10	8.87E+10	8.54E+10	9.01E+10

EK 4. MOODY'S KDK Notlari

	TR	BR	CHN	IND	IDN	RUS	S.AFR	Chile	MEX	HUNGARY	VENEZUELA	MALAYSIA
1992	33	18	39	26	33	27	33	36	27	30	30	42
1993	33	18	42	26	33	27	33	36	27	30	30	45
1994	30	21	42	33	33	27	33	36	27	30	27	48
1995	30	21	42	33	33	27	33	39	27	30	27	48
1996	30	21	42	33	33	27	33	39	27	33	27	48
1997	21	21	42	33	30	27	33	39	27	34	27	45
1998	21	18	41	27	15	14	33	39	26	37	18	32
1999	22	18	41	28	15	14	33	39	31	39	18	34
2000	22	21	41	28	15	18	34	39	33	42	18	36
2001	20	21	42	27	15	24	36	39	34	48	18	36
2002	20	18	43	28	16	27	36	39	36	48	15	39
2003	21	18	45	31	18	33	37	39	37	48	12	39
2004	21	21	45	33	18	33	37	39	37	48	18	42
2005	24	24	45	33	19	36	39	39	39	48	18	42
2006	24	27	45	33	21	36	39	45	39	45	18	42
2007	24	30	48	33	24	36	40	45	39	45	18	42
2008	24	30	48	33	24	39	40	46	39	41	19	42
2009	25	34	49	33	27	39	42	49	39	38	18	42
2010	28	34	52	33	28	39	42	51	39	32	18	42
2011	28	37	52	33	30	39	41	51	39	29	18	42
2012	31	37	52	33	33	39	38	51	39	29	18	42
2013	24	36	51	33	33	35	38	51	39	29	11	43
2014	23	35	51	33	33	36	35	51	42	30	11	43
2015	23	33	51	34	33	30	35	51	42	31	6	43

EK 5. MOODY'S DYY

	IR	BR	CHN	IND	IDN	RUS	S.AFR	CHILE	MEX	HUNGARY	VENEZUELA	MALAYSIA
1992	2.2E+10	2.3E+10	3.2E+10	2.1E+10	2.3E+10	2.2E+10	2.1E+10	2.2E+10	2.5E+10	2.24E+10	2.16E+10	2.612E+10
1993	2.2E+10	2.2E+10	4.8E+10	2.1E+10	2.3E+10	2.2E+10	2.1E+10	2.2E+10	2.5E+10	2.33E+10	2.13E+10	2.594E+10
1994	2.2E+10	2.4E+10	5.5E+10	2.2E+10	2.3E+10	2.2E+10	2.1E+10	2.4E+10	3.2E+10	2.21E+10	2.17E+10	2.528E+10
1995	2.2E+10	2.6E+10	5.7E+10	2.3E+10	2.5E+10	2.3E+10	2.2E+10	2.4E+10	3E+10	2.57E+10	2.19E+10	2.511E+10
1996	2.2E+10	3.2E+10	6.1E+10	2.3E+10	2.7E+10	2.4E+10	2.2E+10	2.6E+10	3E+10	2.42E+10	2.31E+10	2.601E+10
1997	2.2E+10	4.1E+10	6.5E+10	2.5E+10	2.6E+10	2.6E+10	2.5E+10	2.6E+10	3.4E+10	2.51E+10	2.71E+10	2.607E+10
1998	2.2E+10	5.3E+10	6.5E+10	2.4E+10	2.1E+10	2.4E+10	2.1E+10	2.6E+10	3.4E+10	2.43E+10	2.59E+10	2.31E+10
1999	2.2E+10	5E+10	6E+10	2.3E+10	1.9E+10	2.4E+10	2.2E+10	3E+10	3.5E+10	2.42E+10	2.38E+10	2.483E+10
2000	2.2E+10	5.4E+10	6.3E+10	2.5E+10	1.6E+10	2.4E+10	2.2E+10	2.6E+10	3.9E+10	2.37E+10	2.56E+10	2.472E+10
2001	2.4E+10	4.4E+10	6.8E+10	2.6E+10	1.8E+10	2.4E+10	2.8E+10	2.5E+10	5.1E+10	2.5E+10	2.46E+10	2.149E+10
2002	2.2E+10	3.8E+10	7.4E+10	2.6E+10	2.1E+10	2.4E+10	2.2E+10	2.3E+10	4.5E+10	2.46E+10	2.17E+10	2.413E+10
2003	2.3E+10	3.1E+10	7.9E+10	2.5E+10	2E+10	2.9E+10	2.2E+10	2.5E+10	3.9E+10	2.51E+10	2.25E+10	2.415E+10
2004	2.4E+10	3.9E+10	8.9E+10	2.6E+10	2.3E+10	3.6E+10	2.2E+10	2.8E+10	4.6E+10	2.55E+10	2.24E+10	2.531E+10
2005	3.1E+10	3.6E+10	1.3E+11	2.8E+10	2.9E+10	3.6E+10	2.7E+10	2.8E+10	4.7E+10	2.94E+10	2.34E+10	2.486E+10
2006	4.1E+10	4E+10	1.5E+11	4.1E+10	2.6E+10	5.9E+10	2.2E+10	2.8E+10	4.2E+10	3.96E+10	2.11E+10	2.862E+10
2007	4.3E+10	6.6E+10	1.8E+11	4.6E+10	2.8E+10	7.7E+10	2.8E+10	3.3E+10	5.3E+10	9.16E+10	2.53E+10	3E+10
2008	4.1E+10	7.2E+10	1.9E+11	6.4E+10	3E+10	9.6E+10	3.1E+10	3.6E+10	5E+10	9.59E+10	2.3E+10	2.851E+10
2009	3E+10	5.2E+10	1.5E+11	5.7E+10	2.6E+10	5.8E+10	2.9E+10	3.4E+10	3.9E+10	1.8E+10	1.98E+10	2.105E+10
2010	3E+10	1.1E+11	2.6E+11	4.8E+10	3.6E+10	6.4E+10	2.5E+10	3.7E+10	4.7E+10	1	2.25E+10	3.182E+10
2011	3.7E+10	1.2E+11	3E+11	5.7E+10	4.1E+10	7.6E+10	2.5E+10	4.4E+10	4.5E+10	3.14E+10	2.68E+10	3.605E+10
2012	3.4E+10	1.1E+11	2.6E+11	4.5E+10	4.2E+10	7.2E+10	2.6E+10	4.9E+10	4.1E+10	3.16E+10	2.59E+10	2.983E+10
2013	3.3E+10	9E+10	3.1E+11	4.9E+10	4.4E+10	9E+10	2.9E+10	4E+10	6.8E+10	1.72E+10	2.31E+10	3.223E+10
2014	3.3E+10	1.2E+11	2.9E+11	5.6E+10	4.6E+10	4.3E+10	2.7E+10	4.3E+10	4.8E+10	3.35E+10	2.13E+10	3.155E+10
2015	3.8E+10	9.6E+10	2.7E+11	6.5E+10	4.1E+10	2.7E+10	2.3E+10	4.1E+10	5.3E+10	1.83E+10	2.47E+10	3.19E+10

EK 6. MOODY'S PY

	TR	BR	CHN	IND	IDN	RUS	S.AFR	CHILE	MEX	HUNGARY	VENEZUELA	MALAYSIA
1992	80018447387	67963447387	82486447387	8.21E+10	8.25E+10	8.24E+10	8.07E+10	8.2E+10	6.32E+10	8.24E+10	8.143E+10	8.4E+10
1993	78512447387	70107447387	79380447387	8.11E+10	8.06E+10	8.24E+10	8.17E+10	8.2E+10	5.41E+10	7.85E+10	8.181E+10	8.3E+10
1994	81271447387	31294447387	78886447387	7.69E+10	7.86E+10	8.24E+10	7.96E+10	8.2E+10	7.5E+10	8E+10	8.218E+10	8.4E+10
1995	82192447387	72684447387	81640047387	8.08E+10	7.83E+10	8.49E+10	7.99E+10	8.2E+10	9.28E+10	8.02E+10	8.323E+10	8.3E+10
1996	81859447387	61597447387	80685447387	7.85E+10	7.74E+10	7.8E+10	8E+10	8.1E+10	6.85E+10	8.29E+10	8.169E+10	8.3E+10
1997	80795447387	72371447387	75486447387	7.99E+10	8.51E+10	3.67E+10	7.57E+10	8.1E+10	7.81E+10	8.35E+10	8.317E+10	8.3E+10
1998	89140447387	64010447387	86161447387	8.3E+10	8.43E+10	7.16E+10	7.81E+10	8.5E+10	8.15E+10	8.06E+10	8.165E+10	8.2E+10
1999	79000447387	78629447387	93663447387	8.01E+10	8.42E+10	8.2E+10	7.37E+10	8.6E+10	7.18E+10	8.04E+10	8.032E+10	8.3E+10
2000	81407447387	75474390370	86420179387	8.01E+10	8.43E+10	9.49E+10	8.43E+10	8.2E+10	8.07E+10	8.29E+10	8.56E+10	8.5E+10
2001	86944447387	82352453627	1.01834E+11	7.96E+10	8.27E+10	8.31E+10	9.07E+10	8.2E+10	7.74E+10	8.11E+10	8.132E+10	8.3E+10
2002	83022447387	87548013610	92771932439	8.14E+10	8.12E+10	7.95E+10	8.28E+10	8.5E+10	8.23E+10	8.06E+10	8.474E+10	8.4E+10
2003	79964447387	77121922647	70992331567	7.42E+10	8.02E+10	8.69E+10	8.17E+10	8.5E+10	7.82E+10	7.95E+10	8.34E+10	8.1E+10
2004	74406447387	87179580747	62685845795	7.34E+10	7.8E+10	8.18E+10	7.61E+10	8.6E+10	7.92E+10	7.56E+10	8.451E+10	7.4E+10
2005	68972447387	77544911053	87139284559	7.03E+10	7.82E+10	9.39E+10	7.76E+10	8.5E+10	9.59E+10	7.79E+10	8.152E+10	8.6E+10
2006	75014447387	72856211709	1.50846E+11	7.29E+10	7.82E+10	6.59E+10	6.28E+10	9.2E+10	8.4E+10	7.61E+10	9.238E+10	7.9E+10
2007	81596447387	34039090086	65986473687	4.94E+10	7.69E+10	7.76E+10	7.22E+10	9.9E+10	8.39E+10	8.48E+10	7.788E+10	7.7E+10
2008	87443447387	81296322438	47577052143	9.75E+10	8.07E+10	1.18E+11	9.67E+10	9E+10	6.37E+10	8.54E+10	7.762E+10	1.1E+11
2009	82202447387	32146398887	55342083589	6.47E+10	7.21E+10	8.43E+10	7.08E+10	9.5E+10	1.02E+11	8.75E+10	7.296E+10	8.3E+10
2010	66346447387	15516480907	58391005114	4.56E+10	6.92E+10	8.39E+10	7.27E+10	8.9E+10	4.97E+10	8.25E+10	7.84E+10	6.7E+10
2011	60225447387	41181728214	62790300906	7.98E+10	7.86E+10	9.77E+10	7.81E+10	7.1E+10	3.39E+10	7.35E+10	8.025E+10	7.4E+10
2012	41417447387	66603639854	34650172817	5.31E+10	7.25E+10	6.54E+10	7.24E+10	8.6E+10	9.2E+09	8.05E+10	7.965E+10	6.2E+10
2013	58441447387	49642934405	29538329643	7.56E+10	7.16E+10	9.34E+10	7.65E+10	7.8E+10	3.29E+10	7.84E+10	8.302E+10	8.3E+10
2014	62325447387	43721818411	1	4.47E+10	5.64E+10	1.22E+11	7.78E+10	7.8E+10	3.54E+10	8.65E+10	7.941E+10	9.4E+10
2015	97927447387	60382008352	1.489E+11	7.29E+10	6.57E+10	1.09E+11	7.76E+10	8E+10	6.05E+10	8.87E+10	8.538E+10	9E+10

EK 7. FITCH KDK Notları

	TR	BR	CHN	İND	İDN	RUS	S.AFR	CHİLE	MEX	HUNGARY	VENEZUELA	MALAYSIA
1997	21	21	42	30	30	30	27	42	27	36	24	33
1998	21	21	42	30	15	9	27	42	27	36	24	26
1999	21	18	42	30	15	9	27	42	27	40	23	36
2000	21	24	42	30	15	18	33	42	31	42	18	37
2001	18	23	42	27	16	21	33	42	31	42	17	36
2002	19	17	42	27	18	25	34	42	33	42	17	39
2003	19	21	43	27	21	30	36	42	33	41	15	39
2004	22	24	43	30	22	33	37	43	33	41	21	42
2005	25	25	45	30	25	36	39	45	36	39	24	42
2006	25	27	46	33	25	39	39	45	36	38	24	42
2007	24	30	48	33	25	39	40	46	39	39	23	42
2008	24	33	48	33	27	38	38	45	38	36	21	42
2009	30	33	48	33	27	35	38	45	36	35	21	42
2010	31	34	48	33	30	37	38	45	36	32	21	42
2011	30	36	48	33	33	37	39	48	36	32	21	42
2012	33	36	48	32	33	36	38	48	36	30	20	42
2013	33	36	48	33	33	36	36	48	39	26	20	41
2014	33	36	48	33	33	35	35	48	39	27	9	41
2015	33	29	48	33	33	32	33	48	39	31	9	42

EK 8. FITCH DYY

	TR	BR	CHN	IND	IDN	RUS	SAFR	CHILE	MEX	HUNGARY	VENEZUELA	MALAYSIA
1997	8.1E+08	2E+10	4.4E+10	3.6E+09	4.7E+09	4.9E+09	3.8E+09	5.3E+09	1.3E+10	4.2E+09	6.2E+09	5.1E+09
1998	9.4E+08	3.2E+10	4.4E+10	2.6E+09	-2E+08	2.8E+09	5.5E+08	4.6E+09	1.3E+10	3.3E+09	5E+09	2.2E+09
1999	7.8E+08	2.9E+10	3.9E+10	2.2E+09	-2E+09	3.3E+09	1.5E+09	8.8E+09	1.4E+10	3.3E+09	2.9E+09	3.9E+09
2000	9.8E+08	3.3E+10	4.2E+10	3.6E+09	-5E+09	2.7E+09	9.7E+08	4.9E+09	1.8E+10	2.7E+09	4.7E+09	3.8E+09
2001	3.4E+09	2.3E+10	4.7E+10	5.1E+09	-3E+09	2.8E+09	7.3E+09	4.2E+09	3E+10	4.1E+09	3.7E+09	5.5E+08
2002	1.1E+09	1.7E+10	5.3E+10	5.2E+09	1.5E+08	3.5E+09	1.5E+09	2.5E+09	2.4E+10	3.6E+09	7.6E+08	3.2E+09
2003	1.7E+09	1E+10	5.8E+10	3.7E+09	-6E+08	7.9E+09	7.8E+08	4.3E+09	1.8E+10	4.2E+09	1.6E+09	3.2E+09
2004	2.8E+09	1.8E+10	6.8E+10	5.4E+09	1.9E+09	1.5E+10	7E+08	7.2E+09	2.5E+10	4.5E+09	1.5E+09	4.4E+09
2005	1E+10	1.5E+10	1E+11	7.3E+09	8.3E+09	1.6E+10	6.5E+09	7E+09	2.6E+10	8.5E+09	2.5E+09	3.9E+09
2006	2E+10	1.9E+10	1.3E+11	2E+10	4.9E+09	3.8E+10	6.2E+08	7.3E+09	2.1E+10	1.9E+10	2E+08	7.7E+09
2007	2.2E+10	4.5E+10	1.6E+11	2.5E+10	6.9E+09	5.6E+10	6.6E+09	1.3E+10	3.2E+10	7.1E+10	4.4E+09	9.1E+09
2008	2E+10	5.1E+10	1.7E+11	4.3E+10	9.3E+09	7.5E+10	9.9E+09	1.5E+10	2.9E+10	7.5E+10	2.1E+09	7.6E+09
2009	8.6E+09	3.1E+10	1.3E+11	3.6E+10	4.9E+09	3.7E+10	7.6E+09	1.3E+10	1.8E+10	-3E+09	-1E+09	1.1E+08
2010	9.1E+09	8.8E+10	2.4E+11	2.7E+10	1.5E+10	4.3E+10	3.7E+09	1.6E+10	2.6E+10	-2E+10	1.6E+09	1.1E+10
2011	1.6E+10	1E+11	2.8E+11	3.6E+10	2.1E+10	5.5E+10	4.1E+09	2.3E+10	2.5E+10	1.1E+10	5.9E+09	1.5E+10
2012	1.3E+10	8.7E+10	2.4E+11	2.4E+10	2.1E+10	5.1E+10	4.6E+09	2.8E+10	2.1E+10	1.1E+10	5E+09	8.9E+09
2013	1.2E+10	6.9E+10	2.9E+11	2.8E+10	2.3E+10	6.9E+10	8.2E+09	1.9E+10	4.7E+10	-4E+09	2.1E+09	1.1E+10
2014	1.3E+10	9.7E+10	2.7E+11	3.5E+10	2.5E+10	2.2E+10	5.8E+09	2.2E+10	2.7E+10	1.3E+10	3.9E+08	1.1E+10
2015	1.7E+10	7.5E+10	2.5E+11	4.4E+10	2E+10	6.5E+09	1.6E+09	2E+10	3.2E+10	-3E+09	3.8E+09	1.1E+10

EK 9. FITCH PY

	TR	BR	CHN	IND	IDN	RUS	S.AFR	Chile	MEX	HUNGARY	VENEZUELA	MALAYSIA
1997	-1.6E+09	-1E+10	-6.9E+09	-2.6E+09	2.63E+09	-4.6E+10	-6.7E+09	-2E+09	-4.3E+09	1.1E+09	7.4E+08	2.5E+08
1998	6.71E+09	-1.8E+10	3.73E+09	6.01E+08	1.88E+09	-1.1E+10	-4.3E+09	2.5E+09	-9E+08	-2E+09	-8E+08	-3E+08
1999	-3.4E+09	-3.8E+09	1.12E+10	-2.3E+09	1.79E+09	-4.2E+08	-8.7E+09	3.2E+09	-1.1E+10	-2E+09	-2E+09	1E+09
2000	-1E+09	-7E+09	3.99E+09	-2.3E+09	1.91E+09	1.25E+10	1.86E+09	-6E+08	-1.7E+09	4.5E+08	3.1E+09	2.5E+09
2001	4.52E+09	-7.7E+07	1.94E+10	-2.9E+09	2.44E+08	6.96E+08	8.3E+09	-1E+08	-5E+09	-1E+09	-1E+09	4.1E+08
2002	5.93E+08	5.12E+09	1.03E+10	-1E+09	-1.2E+09	-3E+09	4.17E+08	2.3E+09	-1E+08	-2E+09	2.3E+09	1.4E+09
2003	-2.5E+09	-5.3E+09	-1.1E+10	-8.2E+09	-2.3E+09	4.51E+09	-7.2E+08	2.6E+09	-4.2E+09	-3E+09	9.7E+08	-1E+09
2004	-8E+09	4.75E+09	-2E+10	-9E+09	-4.4E+09	-6.1E+08	-6.4E+09	3.3E+09	-3.3E+09	-7E+09	2.1E+09	-8E+09
2005	-1.3E+10	-4.9E+09	4.71E+09	-1.2E+10	-4.2E+09	1.14E+10	-4.8E+09	2.8E+09	1.35E+10	-5E+09	-9E+08	3.7E+09
2006	-7.4E+09	-9.6E+09	6.84E+10	-9.5E+09	-4.3E+09	-1.6E+10	-2E+10	9.2E+09	1.61E+09	-6E+09	9.9E+09	-3E+09
2007	-8.3E+08	-4.8E+10	-1.6E+10	-3.3E+10	-5.6E+09	-4.9E+09	-1E+10	1.6E+10	1.47E+09	2.3E+09	-5E+09	-5E+09
2008	5.01E+09	-1.1E+09	-3.5E+10	1.51E+10	-1.8E+09	3.57E+10	1.43E+10	7.6E+09	-1.9E+10	3E+09	-5E+09	2.4E+10
2009	-2.3E+08	-5E+10	-2.7E+10	-1.8E+10	-1E+10	1.88E+09	-1.2E+10	1.2E+10	1.93E+10	5.1E+09	-9E+09	2.9E+08
2010	-1.6E+10	-6.7E+10	-2.4E+10	-3.7E+10	-1.3E+10	1.5E+09	-9.8E+09	6.4E+09	-3.3E+10	1.1E+08	-4E+09	-1E+10
2011	-2.2E+10	-4.1E+10	-2E+10	-2.7E+09	-3.8E+09	1.53E+10	-4.4E+09	-1E+10	-4.9E+10	-9E+09	-2E+09	-9E+09
2012	-4.1E+10	-1.6E+10	-4.8E+10	-2.9E+10	-9.9E+09	-1.7E+10	-1E+10	4E+09	-7.3E+10	-2E+09	-3E+09	-2E+10
2013	-2.4E+10	-3.3E+10	-5.3E+10	-6.9E+09	-1.1E+10	1.1E+10	-6E+09	-5E+09	-5E+10	-4E+09	5.9E+08	8.1E+08
2014	-2E+10	-3.9E+10	-8.2E+10	-3.8E+10	-2.6E+10	3.99E+10	-4.7E+09	-4E+09	-4.7E+10	4.1E+09	-3E+09	1.2E+10
2015	1.55E+10	-2.2E+10	6.65E+10	-9.5E+09	-1.7E+10	2.64E+10	-4.9E+09	-3E+09	-2.2E+10	6.3E+09	3E+09	7.7E+09

ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler :

Adı ve Soyadı : Bilen BALIKÇI
Doğum Yeri : Bulanık/MUŞ
Medeni Hali : Bekar

Eğitim Durumu :

Lisans Öğrenimi : Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi,
Muhasebe ve Finansal Yönetim Bölümü
(2010-2014)

Yüksek Lisans Öğrenimi : Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi, Sosyal
Bilimler Enstitüsü, Muhasebe ve Finansal
Yönetim Anabilim Dalı (2014-2017).

Yabancı Dil : İngilizce

Bilimsel Yayınlar ve Çalışmalar : Kredi Derecelendirme kuruluşlarının Sermaye
Akımları Üzerinde Etkisi: Seçilmiş Gelişmekte
Olan Ülkeler Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama