

T. C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
FİNANS BİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ
VERDİKLERİ ÜLKE NOTLARININ TÜRK FİNANS SİSTEMİ
ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

RUŞEN ALTUN

2501140218

TEZ DANIŞMANI

PROF.DR. BELKIS SEVAL

İSTANBUL, 2017



T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ



YÜKSEK LİSANS
TEZ ONAYI

ÖĞRENCİNİN;

Adı ve Soyadı : RUŞEN ALTUN

Numarası : 2501140218

Anabilim Dalı /
Anasanat Dalı / Programı : FINANS

Danışmanı PROF.DR.BELKIS SEVAL

Tez Savunma Tarihi : 12.06.2017

Saati : 10.30

Tez Başlığı :
KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ VERDİKLERİ ÜLKE NOTLARININ TÜRK
FINANS SİSTEMİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

TEZ SAVUNMA SINAVI, İÜ Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliği'nin 36. Maddesi uyarınca yapılmış,
sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin KABULÜNE OYBİRLİĞİ / OYÇOKLUĞUYLA karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
PROF.DR.BELKIS SEVAL		KABUL
PROF.DR.MURAT KIYILAR		KABUL
DOÇ.DR.SİBEL YILMAZ TÜRKMEN		KABUL

YEDEK JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
PROF.DR.BENGİ ERTUNA		
DOÇ.DR.ALİ HEPŞEN		

ÖZ

KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ VERDİKLERİ ÜLKE NOTLARININ TÜRK FİNANS SİSTEMİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

RUŞEN ALTUN

Günümüzde küreselleşmenin etkisiyle ülkelerin ve şirketlerin uluslararası piyasalardan borçlanma imkanları da artmıştır. Özellikle, ekonomik büyüme ve kalkınma hedefleri doğrultusunda uygun maliyetli ve uzun vadeli fon kaynaklarına erişimi kısıtlı olan gelişmekte olan ülkeler için bu fonlar oldukça önem arz etmektedir. Tam bu noktada devreye kökleri 19.yy’a kadar dayanan kredi derecelendirme kuruluşları girmektedir. Bu kuruluşlar verdikleri notlarla ülke ve şirketlerin fon kaynaklarına ulaşım maliyetini belirlemektedir. Kredi notu yüksek olan ülke ve firmalar, dış piyasalardan uygun maliyetle kaynak sağlama konusunda avantaj sağlarken, kredi notu düşük olan ülke ve firmalar bu konuda oldukça dezavantajlıdır. Ayrıca bu kuruluşlar, yatırımcıların hem zaman hem de maliyet açısından yapmaları oldukça zor olan derinleştirilmiş analizleri yapmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşları, kendilerine özgü metodolojilerle yaptıkları ülke ve sektör analizleriyle, yatırımcıları karşılaştacakları riskler hakkında bilgilendirerek onların yatırım kararlarını etkilemekte ve böylece piyasaların yönünü belirlemektedir. Bu çalışmanın temelinde, Türkiye’ye uluslararası alanda faaliyet gösteren ve “üç büyükler” olarak anılan S&P, Moody’s ve FitchRatings tarafından uzun vadeli yabancı para cinsinden verilen ülke kredi notlarının, ülkenin temel makroekonomik verileriyle uyumluluğu, ilgili temel istatistiki verilerin bir araya getirilmesiyle oluşturulan tabloların incelenip, analiz edilmesi yoluyla ortaya konulmuştur. Öte yandan, ilgili kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye ile AB üyesi olan ve olmayan bazı ülkelere verdikleri ülke kredi notları, bu ülkelerin temel makroekonomik göstergeleri yönüyle karşılaştırmalı olarak analiz edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları, Ülke Kredi Notu, Türkiye, Etik İlkeler, Kredi Temerrüt Takası, NRSRO.

ABSTRACT

EFFECTS OF THE SOVEREIGN RATINGS ON TURKISH FINANCIAL SYSTEM THAT GIVEN BY THE CREDIT RATING AGENCIES

RUŞEN ALTUN

Today, countries and companies have increased borrowing opportunities from international markets under the influence of globalization. In particular, these funds have importance for developing countries with limited access to affordable and long-term funding sources in line with the objectives of the economic growth and development. At this point it is entered into force the credit rating agencies which is rooted until the 19th century. These organizations set the cost of access to funding sources of countries and companies with the notes they give. Countries and companies which has high credit ratings, while offers advantages in providing funds at an affordable cost from foreign markets, countries and companies with low credit ratings are quite disadvantaged in this regard. In addition, they have been making deepened analyzes that are very difficult for investors to make both in terms of time and cost. Credit rating agencies informs investors about the risks they will face, affecting their investment decisions and thus determining the direction of the markets by analyzing their country and sector with their own methodologies.

On the basis of this study has been revealed that through the analysis with the tables prepared by bringing together the basic statistical data on the compatibility of the country's long-term foreign currency denominated credit ratings with the country's basic macroeconomic data by the S&P, Moody's and Fitch Ratings operating in the international field in Turkey and referred to as "Big Three". On the other hand, sovereign rating, which is the relevant credit rating agencies gave to Turkey and some EU member states and non-EU countries, has been analyzed in comparison with the main macroeconomic indicators of these countries.

Keywords: International Credit Rating Agencies, Sovereign Rating, Turkey, Ethical Principles, Credit Default Swap, NRSRO.



ÖNSÖZ

Kredi derecelendirme kavramı ve kredi derecelendirme kuruluşları özellikle son yıllarda önemini daha da artırmıştır. Derecelendirme kuruluşları, özellikle dış piyasalardan uygun maliyetle kaynak sağlamaya çalışan ülke ve şirketlere kredi notu verirken, yatırımcılara da yatırım yapmayı düşündükleri ülke ya da şirketler hakkında yaptıkları derinleştirilmiş analizlerle bilgi sunmaktadır. Derecelendirme kavramı olarak, bir ülkenin mali yükümlülüklerini vaktinde yerine getirip getirmeyeceği hakkında verilen bağımsız bir görüş olarak tanımlanmaktadır. Günümüzde kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkeler ve piyasalar üzerinde büyük bir güce sahip oldukları ortadadır. Kredi derecelendirme kuruluşları, yatırımcıların kararlarını belirlemeleri yönüyle ülkelerin ve piyasaların geleceğini şekillendirmektedir.

Bu çalışmada, kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'ye verdikleri kredi notlarının temel makroekonomik verilerle uyumlu olup olmadığı araştırılmıştır. Ayrıca Türkiye ile bazı AB üyesi olan ve olmayan bazı ülkelerin kredi notları ve temel makroekonomik verileri karşılaştırmalı olarak analiz edilmiştir.

Tez hazırlama sürecimde benden desteğini esirgemeyen aileme ve tez danışmanım Prof.Dr. Belkıs Seval'e teşekkürlerimi sunarım.

İSTANBUL, 2017

RUŞEN ALTUN

İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	iii
ABSTRACT.....	iv
ÖNSÖZ.....	vi
TABLolar LİSTESİ.....	x
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xi
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xii
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

KREDİ DERECELENDİRME SİSTEMİ VE TARİHÇESİ

1.1. Kredi Derecelendirme.....	4
1.1.1 Derecelendirme Türleri.....	7
1.1.2 Derecelendirme Kuruluşlarının İşlevi.....	9
1.2. Ülkelerin Kredi Notlarını Belirleyen Etkenler.....	9
1.2.1. Politik Etkenler.....	11
1.2.2. Ekonomik Etkenler.....	12
1.2.3. Sosyal Etkenler.....	13

1.3. Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Tarihi.....	14
1.4. Başlıca Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları.....	15
1.4.1. Standard & Poor's Ratings Service.....	16
1.4.2. Moody's Investors Service.....	16
1.4.3. Fitch Ratings Inc.....	17
1.5. Uluslararası Kredi Derecelendirme Sisteminde Kullanılan Metotlar.....	18
1.5.1. S&P Kredi Derecelendirme Metodu.....	22
1.5.2. Moody's Kredi Derecelendirme Metodu.....	25
1.5.3. Fitch Kredi Derecelendirme Metodu.....	29
1.6. Uluslararası Kredi Derecelendirme Notunun Önemi.....	34
1.6.1. Yatırımcılar Açısından Önemi.....	35
1.6.2. Finansal Kurumlar Açısından Önemi.....	36
1.6.3. Şirketler Açısından Önemi.....	38
1.6.4. Sermaye Piyasaları Açısından Önemi.....	41
1.6.5. Ülkeler Açısından Önemi.....	42
1.6.5.1. Doğrudan Yatırımlar Üzerindeki Etkisi.....	44
1.6.5.2. Portföy Yatırımları Üzerindeki Etkisi.....	45

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE’NİN KREDİ NOTU GEÇMİŞİ VE KREDİ NOTLARININ FİNANSAL PİYASALARDAKİ ETKİSİ

2.1. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Finansal Piyasalardaki Rolü.....	47
2.2. Türkiye’nin Kredi Derecelendirme Süreci.....	49
2.3. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Türkiye’deki Finansal Sistem Üzerindeki Etkileri.....	52
2.4. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına Yöneltilen Eleştiriler.....	55
2.5. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Uyması Gereken Etik İlkeler.....	59

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ÜLKE KREDİ NOTLARININ TEMEL MAKROEKONOMİK VERİLERLE UYUMLULUĞUNUN ANALİZİ

3.1. Türkiye’nin Ülke Kredi Notları.....	61
3.2. Türkiye’nin Temel Makroekonomik Göstergeleriyle Kredi Notlarının Uyumu.....	66
3.3. Seçilmiş Bazı Ülkelerle Kredi Notu Karşılaştırmalı Analizi.....	80
3.4. CDS Primleri ve Kredi Derecelendirme Notları Arasındaki İlişki.....	84
3.5. Ulusal Olarak Tanınan İstatistiksel Derecelendirme Kuruluşları(NRSRO).....	87
SONUÇ.....	91
KAYNAKÇA.....	96

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1. Derecelendirme Türleri.....	8
Tablo 2. Kredi Derecelendirme Kuruluşları Not Sistemi.....	21
Tablo 3. S&P Kısa Dönem Not Tanımları.....	25
Tablo 4. Derecelendirme Faaliyetiyle Yetkili Kuruluşlar.....	51
Tablo 5. 2003-2005 Ülke Notu Değişimi.....	63
Tablo 6. 2011-2013 Ülke Notu Değişimi.....	63
Tablo 7. Türkiye'nin Uzun Vadeli Yabancı Para Cinsinden Kredi Notu Gelişimi (1992-2017).....	65
Tablo 8. Türkiye'nin Temel Makroekonomik Verileri (1992-2016).....	68
Tablo 9. Türkiye ile AB Üyesi Olan ve Olmayan Bazı Ülkelerin Ülke Kredi Notları ve Temel Makroekonomik Verileri (2015).....	81
Tablo 10. NRSRO Bünyesindeki Kuruluşlarının Derecelendirme Adetleri (2015)....	88
Tablo 11. NRSRO Bünyesindeki Kuruluşlarının Pazar Payları (2015).....	89
Tablo 12. NRSRO Bünyesindeki Kuruluşlarının Analist Sayısı (2015).....	90

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1. S&P Ülke Kredi Notu Değerlendirmesinde Kullanılan Bileşenler.....	23
Şekil 2. Moody's Kredi Notu Faktörleri.....	26
Şekil 3. Fitch Tarafından Ülke Kredi Notu Değişkenleri.....	31
Şekil 4. Şirketlerin Kredi Derecelendirme Sisteminin İşleyişi.....	38
Şekil 5. Kredi Temerrüt Takası.....	85



KISALTMALAR LİSTESİ

AB:	Avrupa Birliği
ABD:	Amerika Birleşik Devletleri
BDDK:	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BIS:	Bank For International Settlements (Uluslararası Ödemeler Bankası)
CDS:	Credit Default Swaps (Kredi Temerrüt Takası)
DYY:	Doğrudan Yabancı Yatırım
EPB:	Ekonomik ve Parasal Birlik
GSYH:	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
IMF:	International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
IOSCO:	International Organization of Securities Commissions (Uluslararası Menkul Kıymet Komisyonları Örgütü)
KDK:	Kredi Derecelendirme Kuruluşu
MGK:	Milli Güvenlik Kurulu
NRSRO:	Ulusal Olarak Tanınan İstatistiksel Kredi Derecelendirme Kuruluşu (Nationally Recognized Statistical Rating Organization)
OECD:	Organisation for Economic Cooperation and Development (Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü)
SEC:	Securities and Exchange Commission (ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu)
SPK:	Sermaye Piyasası Kurulu
S&P:	Standart and Poors
TCMB:	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TÜFE:	Tüketici Fiyatları Endeksi
VDMK:	Varlığa Dayalı Menkul Kıymet

GİRİŞ

1980'lerde gelişmekte olan ülkelerde başlayan liberalleşme süreciyle, sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamalar kalkmış ve uluslararası piyasalarla entegrasyon süreci başlamıştır. Devam eden süreçte gelişen teknolojiye paralel, derinleşen ve bütünleşen finansal piyasalarda yatırımcıları yönlendirecek kuruluşlara duyulan ihtiyaçla birlikte, kredi derecelendirme kuruluşlarına atfedilen önem artmıştır. Çünkü yatırımcılar, küreselleşmeyle beraber ortaya çıkan asimetrik bilgi sorununu ortadan kaldıracak kuruluşlara ihtiyaç duymuşlardır. Doğru ve güvenilir bilgiye ulaşmanın her zamankinden daha önemli olduğu bu günlerde yatırımcılar, KDK'ların yayınladıkları raporları takip ederek yatırım kararlarını bu raporlar doğrultusunda şekillendirmektedirler. Kredi derecelendirme kuruluşları, finansal ürünlerin kalitesini inceleme, izleme ve değerlendirme fırsatı olmayan yatırımcılar için basit ve kullanımı kolay bilgiler sağlayarak mantıklı yatırım kararları almalarına yardımcı olmaktadır.

Günümüzde ülkelerin ve firmaların mevcut borç kaynaklarına ulaşımı kredi derecelendirme sistemiyle direkt olarak ilişkilendirilmiştir. Böylece, kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notlar finansal piyasalar açısından oldukça önem kazanmıştır. Ülkeler ya da firmalar bono, tahvil, hisse senedi gibi çeşitli menkul kıymetler aracılığıyla uluslararası piyasalardan borçlanabilmektedir. Ülke riskinin yüksek düzeylerde olması kredi notlarına yansımakla beraber, ülkelerin ve şirketlerin fona ulaşımını engellemekte ya da fon maliyetini yükseltmektedir. Kredi notu yüksek olan ülkeler, uygun maliyetle kaynak sağlama fırsatı yakalarken, kredi notu düşük olan ülkeler ise yüksek maliyetle kaynak sağlamak mecburiyetinde kalmaktadır. KDK'lar her ne kadar verdikleri notların görüş niteliğinde olduğunu belirtse de, bu notlar yatırımcılar üzerinde oldukça etkilidir.

Özellikle bazı fonların bir ülkeye yatırım yapabilmesi, yatırım yapılacak ülkenin en az iki büyük kredi derecelendirme kuruluşu tarafından “yatırım yapılabilir” seviyede olmasını gerektirmektedir.

Kredi derecelendirme işlemi, borçların anapara ve faiz gibi yükümlülüklerinin vadesinde ve tam olarak ödenmesini temel alan bir kavramdır. Böylelikle, kaynak sağlamak isteyen ülkeler ve şirketler, borçlarını geri ödeyebilme kapasitelerini göstermek amacıyla uluslararası geçerliliği olan kredi derecelendirme kuruluşlarından kredi notu alırlar.

Derecelendirme işleminin tarihçesine bakacak olursak, 19.yy’da ABD’de Lewis Tappan adında bir tüccarın uğradığı zarar sonucunda şirketleri izleme ve değerlendirme amaçlı başlattığı faaliyetler, bu kuruluşların temellerinin atıldığı dönem olarak kabul edilmektedir. Amerika Birleşik Devletlerinde, fon arz ve talep edenler arasındaki ilişkiler derecelendirme sisteminin katkısıyla gelişmiştir.

Dünyada birçok kredi derecelendirme kuruluşu bulunmakla beraber, uluslararası alanda tanınırlığı olan üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu bulunmaktadır. Bunlar piyasada “üç büyükler” olarak nitelendirilen S&P, Moody’s ve Fitch Ratings’tir.

Günümüzde derecelendirme, piyasaların düzenlenmesi açısından da kullanılmaktadır. Özellikle, Basel II ile uyum çerçevesinde bankaların yurt dışından aldığı kredilerde ülke riski derecelendirmesinin esas alınması da notlara verilen önemi ortaya koymaktadır. Bu çalışmada özellikle ülke derecelendirmesi üzerinde durulmasının temel sebebi, kredi derecelendirme kuruluşlarının güçlü bir yapı olarak ülke ekonomileri üzerindeki etkilerinin tüm kesimler tarafından anlaşılmasıdır. Özellikle oligopol yapıları ve denetimleri alanındaki noksanlıkların da etkisiyle, bu kuruluşların yapacakları yanlış ya da taraflı notlandırmalar, ülke ekonomilerine büyük zararlar verebilecek güçtedir.

Çalışmanın birinci bölümünde, öncelikle kredi derecelendirme kavramı ve kredi derecelendirme kuruluşlarının tarihçesi incelenmiştir. Daha sonra, başlıca uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları ve bu kuruluşların kredi derecelendirme süreçlerinde kullandıkları metodolojilere değinilerek, derecelendirmenin piyasadaki çeşitli kesimler açısından önemi üzerinde durulmuştur.

İkinci bölümde, kredi derecelendirme kuruluşlarının genel olarak finansal piyasalardaki rolünden söz edilmiş, ardından Türkiye'nin derecelendirme sistemine dahil olma süreci anlatılmıştır. Devamında ise, derecelendirmenin Türkiye'deki finansal sistem üzerine etkilerinden bahsedilerek, nihayetinde bu kuruluşlara yöneltilen eleştiriler ve uymaları gereken etik ilkeler sıralanmıştır.

Üçüncü bölümde ise, üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu S&P, Moody's ve Fitch Ratings tarafından Türkiye'ye verilen uzun vadeli yabancı para cinsinden ülke kredi notlarının, temel makroekonomik verilerle uyumluluğu bazı mantıksal ve istatistiksel değerlendirmeler aracılığıyla analiz edilmiştir. Bu bağlamda Türkiye'nin 1992-2016 yılları arasındaki ülke kredi notları ile temel makroekonomik verileri kullanılmıştır. Daha sonra, Türkiye ile seçilmiş bazı ülkelerin üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu tarafından aldıkları notların, temel makroekonomik veriler de baz alınarak karşılaştırılmasıyla notlar arasındaki farklılıklar ortaya konulmaya çalışılmıştır. Öte yandan CDS primleri ile kredi notu arasındaki ilişkiye değinilerek, NRSRO bünyesindeki derecelendirme kuruluşlarına, bu kuruluşların yaptıkları derecelendirmelere ve gelirlerine ilişkin bazı istatistiksel veriler paylaşılmıştır.

Sonuç bölümünde ise, kredi derecelendirme kuruluşlarıyla ilgili yapılan analiz sonuçlarına ve çözüm önerilerine yer verilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

KREDİ DERECELENDİRME SİSTEMİ VE TARİHÇESİ

Küreselleşmenin etkisiyle, uluslararası piyasalardan borçlanma imkanı da artmıştır. Günümüzde, çeşitli nedenlerle dış piyasalardan borçlanmakta olan yatırımcılar, genellikle hangi ülke ve sektörlerle yönelik yatırım yapacaklarıyla ilgili karar alma süreçlerinde, kredi derecelendirme kuruluşlarının ülke ve şirketlere verdikleri notları takip etmektedirler. Kredi derecelendirme kuruluşları, burada yatırımcılar için bir pusula görevi görmektedir. Kendilerine özgü metodolojilerle yaptıkları ülke ve sektör analizleriyle, yatırımcılara karşılaştıkları riskler hakkında bilgi sağlayarak onların yatırım kararlarını etkilemekte ve böylelikle piyasaların yönünü belirlemektedir.

Çalışmanın bu bölümünde, öncelikle kredi derecelendirme kavramı ve kredi derecelendirme kuruluşlarının tarihçesi üzerinde durulacaktır. Daha sonra, başlıca uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları ve kullandıkları metodolojiler hakkında bilgi verilerek, derecelendirmenin çeşitli kesimler açısından önemi anlatılacaktır.

1.1. Kredi Derecelendirme

Kredi derecelendirme işlemi, devlet ya da şirket gibi fon arz eden kurum ve kuruluşların çıkardıkları borç niteliğindeki menkul kıymetlerin anapara ve faizini zamanında ve eksiksiz geri ödeme yeterliliğine ne ölçüde sahip olduklarını göstermek amacıyla bağımsız kuruluşlar tarafından yapılan değerlendirme sonucunun kategorik ifadesidir.¹

¹ Erdal Tanas Karagöl, Ülkü İstiklal Mihçioğur, "Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Alternatif Arayışlar", **Siyaset, Ekonomi ve Toplum Araştırmaları Vakfı**, No:7, Eylül 2012, s.16.

Derecelendirme kuruluşları çeşitli finansal piyasalara ait ekonomik verileri bir araya getirerek, bu verileri analiz edip bir sınıflamaya tabi tutarlar. Yapılan sınıflandırılmanın anlaşılır olması için de bazı semboller kullanırlar.²

Yatırımcıların, böyle bir analizi tek başlarına yapmaları ise mümkün değildir. Yatırım yapmak istedikleri ülkelerde ne tür risklerle karşılaşacaklarını öngöremezler. KDK'ların buradaki işlevi, yatırımcılara hem zaman hem maliyet açısından fayda sağlamak ve onları olası riskler hakkında bilgilendirmektir.

Dünya çapında yerel ve uluslararası birçok kredi derecelendirme kuruluşu faaliyet göstermektedir. Bunlar arasında en çok itibar görenleri ise “üç büyükler” olarak tabir edilen ABD merkezli S&P, Moody's ve Fitch derecelendirme kuruluşlarıdır. Bu kuruluşlar, ABD piyasasının ve dünya piyasasının büyük bölümünü ellerinde bulundurmaktadır.

Bu üç kuruluşun kredi derecelendirmesi ise iki temel bileşenden oluşmaktadır: Kredi notu ve görünüm.³ Görünüm: 1-2 yıl içerisinde notun olası değişme yönünü göstermektedir.⁴ Dolayısıyla, bir ülkenin kredi notu örneğin BBB- iken, bu notu açıklayan kuruluş, periyodik olarak düzenlediği raporlarla ülke ekonomisiyle ilgili görüşlerini beyan ederek ve kısa dönemdeki makroekonomik duruma ilişkin riskleri içeren “durağan”, “pozitif” veya “negatif” gibi görünümlemler ilan etmektedir.⁵

² Abdunnur Yıldız, "Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Etik Problemler", **The Journal of Academic Social Science Studies**, Number: 53, p. 519-532, Winter II 2016, s.521.

³ Bilal Kargı, "Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Türkiye'nin Kredi Notu Üzerine Bir İnceleme(1998-2013)*", **The Journal of Academic Social Science Studies**, Number: 24, p. 351-370, Spring 2014, s.358.

⁴ Yavuz Akbulak, "Kredi Derecelendirmesi veya Rating: Kavram ve Ölçütler", **Mali Çözüm Dergisi- ISMMMO**, Mayıs-Haziran 2012, s.181.

⁵ Kargı, a.g.e., s.358.

Derecelendirme, ön tarama, ön derecelendirme ve son derecelendirme olmak üzere 3 aşamadan oluşmakta ve ardından da bir rapor düzenlenmektedir.⁶ Kredi derecelendirme kuruluşları; bankalar, kamu kuruluşları, yerel yönetimler ve genel olarak ülkeleri de kapsayan geniş bir derecelendirme yelpazesine sahiptir.⁷

Kredi derecelendirme işlemine daha çok sermaye gereksinimi olan şirketler ve ülkeler ihtiyaç duymaktadır.⁸ Değinildiği gibi, derecelendirme işlemine en çok ihtiyaç duyan bu kesimler, ülke içi tasarrufların yetersiz kalması ya da maliyetlerinin yüksek olması nedeniyle büyüme hedeflerini gerçekleştirebilmek için fon arayışına girerler. Özellikle iç tasarrufların yetersiz olduğu gelişmekte olan ülkelerde yer alan şirketler, dış kaynağa fazlasıyla ihtiyaç duyarlar. Var olan kaynakların kamu kurumları tarafından kullanılması, şirketlerin kaynak sağlamakta sorun yaşamasına ve yüksek maliyetli kaynak kullanımına maruz kalmalarına neden olmaktadır. Derecelendirme notlarının doğru belirlenmesi, ülkelerin kaynak ulaşımının en önemli unsurlarından biridir.

Çünkü hazırlanan raporlar ve verilen notlar iyi olduğu takdirde ülkeler ve firmalar daha düşük finansman maliyetine, daha uzun borçlanma vadesine ve yatırımların artmasına yönelik bir takım avantajlar elde etmektedir.⁹ Derecelendirmenin ekonomik hayata kazandırdığı faydalar ise şu şekilde özetlenebilir¹⁰;

⁶ Akbulak, **a.g.e.**, s.172.

⁷ Karagöl ve Mihçioğur, **a.g.e.**, s.10.

⁸ Dieter Kerwer, "Holding Global Regulators Accountable-The Case of Credit Rating Agencies", Working Paper No:11, December 2004, p.9.

⁹ Yıldız, **a.g.e.**, s.522.

¹⁰ Serap Ovalı, "Ülke Kredi Notu Değerlendirme Kriterleri Açısından Türkiye AB Karşılaştırmalı Analizi", **Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi**, C.X, Sayı 23, 2014, s.55-56.

- Ekonomiye güvenilir ve istikrar içinde gelişen mali piyasalar kazandırır.
- Ekonominin dış kaynak teminini ve piyasaların uluslararası piyasalarla bütünleşmesini sağlar.
- Kredi derecelendirme ekonomideki genel risk düzeyini sınırlandırırken, mali işlemlerin etkinliğini artırarak, büyümenin daha etkin finansmanını sağlar.

1.1.1 Derecelendirme Türleri

Derecelendirme işlemini vadesine, döviz cinsine, derecelendirilen kuruma ve derecelendirmeyi yapan kuruma göre sınıflandırabiliriz.¹¹

Tablo 1. Derecelendirme Türleri

DERECELENDİRME TÜRLERİ	
VADESİNE GÖRE	PARA CİNSİNE GÖRE
*Uzun Vadeli	*Uluslararası Döviz Cinsinden
*Kısa Vadeli	*Uluslararası Yerel Para Cinsinden
	*Ulusal Yerel Para Cinsinden
DERECELENDİRİLEN KURUMA GÖRE	DERECELENDİRMEYİ YAPAN KURUMA GÖRE
*ÜLKE DERECELENDİRME (Sovereign Rating)	*İçsel Derecelendirme
*KURUMSAL DERECELENDİRME (Sigorta Şirketleri, Bankalar, Finans Kurumları, Kamu Kurumları, Sınai ve Ticari Şirketler, Belediyeler)	
*İHRAÇ DERECELENDİRMESİ (Tahvil, Yapılandırılmış Finansman)	*Dışsal Derecelendirme
*PROJE DERECELENDİRMESİ	

Kaynak: Ömer Akçayır, Zafer Yıldız, "Kredi Derecelendirme Notlarının Uluslararası Standardizasyonu ve Türkiye Analizi (1992-2013): Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksi", **Akademik Bakış Dergisi**, Sayı: 40, Ocak – Şubat 2014, s.4.

¹¹ Ömer Akçayır, Zafer Yıldız, "Kredi Derecelendirme Notlarının Uluslararası Standardizasyonu ve Türkiye Analizi (1992-2013): Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksi", **Akademik Bakış Dergisi**, Sayı: 40, Ocak – Şubat 2014, s.3.

A-Vadesine Göre Derecelendirme

1) Vadelerine Göre Rating (Uzun-Kısa): İhraççının kurumsal kalitesi üzerinde, bulunduğu sektördeki temel ekonomik ve finansal karakteristiklere dayanılarak oluşturulan uzun dönemli kanaatini ifade etmektedir.¹²

Kısa vadeli rating ise bir yıla kadar olan tüm yükümlülüklerin karşılanabilmesi için likidite ve sermaye kaynaklarına erişme imkanının değerlendirilmesi olarak ifade edilmektedir.¹³

B- Para Birimine Göre Derecelendirme

1) Uluslararası Döviz Cinsinden Rating: Kurumun döviz cinsi yükümlülüklerini döviz yaratarak ödeyebilme kabiliyeti olarak değerlendirilir.

2) Uluslararası Yerel Para Cinsinden Rating: Kurumun yerel para cinsi yükümlülüklerini yerel para yaratarak ödeyebilme kabiliyeti uluslararası ölçütlere göre değerlendirilir. Konvertibilite riski hariç tüm ülke riskleri göz önüne alınır.

3) Ulusal Yerel Para Cinsi Rating: Kurumun yerel para cinsi yükümlülüklerini yerel para yaratarak ödeyebilme kabiliyeti ulusal ölçütlere göre değerlendirilir. Ülke riskleri göz önüne alınmaz.¹⁴

Derecelendirme işlemi, derecelendirilen kuruma göre; ülke derecelendirmesi, kurumsal derecelendirme, tahvil derecelendirmesi ve proje derecelendirmesinden

¹² Nesrin Şirvan, "Kredi Derecelendirme ve Türkiye Ekonomisi", **Bankacılık Araştırma Merkezi**, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi, 2004, s.4.

¹³ Erdiç Tutar, Filiz Tutar, Mehmet V. Eren, "Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Rolü, Güvenirlilik Açısından Sorgulanması ve Türkiye", **Akademik Bakış Dergisi**, Sayı: 25, Temmuz – Ağustos 2011, s.3.

¹⁴ Akbulak, **a.g.e.**, s.175.

oluşmaktadır. Bunun yanı sıra, derecelendirmeyi yapan kuruma göre ise; içsel ve dışsal olmak üzere iki türlü derecelendirme yapılmaktadır.

1.1.2 Derecelendirme Kuruluşlarının İşlevi

Kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri hizmetler ile öncelikle hizmet verdikleri kesimler şu şekilde belirtilebilir¹⁵:

- Ülke yönetiminin (siyasal iktidar, ekonomi bürokrasisi) ve merkez bankasının kredibilitesini değerlendirir.
- Borçluların kredibilitesini, borçların sürdürülebilirliğini değerlendirir. Banka ve finansal kurumların mali yapılarını, borç ödeme kapasitelerini değerlendirir.
- Dış ticaret yapılarını ve cari açığı inceler, sürdürülebilirliğini değerlendirir.
- Reel sektörde ve finans sektöründe yatırım yapılabilirlik değerlendirmeleri yapar.
- Makroekonomik büyüklüklerdeki gelişmeleri inceleyerek türlü risk analizleri yapar.
- Değerlendirmeleri kısa, orta ve uzun vadelerle periyodik olarak yapar.
- Verilen notlar ulusal ve uluslararası kamuoyuna duyurulur.

1.2. Ülkelerin Kredi Notlarını Belirleyen Etkenler

Diğer kredi derecelendirmelerde olduğu gibi, ülke derecelendirmesi de borçlu kesimin yükümlülüklerini yerine getirememesi olasılığıyla ilgili değerlendirmelerdir.¹⁶

¹⁵ Murat Demir, Fehiman Eminer, "Kredi Derecelendirme Kuruluşları Üzerine Düşünceler", **LAÜ Sosyal Bilimler Dergisi**, C.V, Sayı:2, Aralık 2014, s.98-99.

¹⁶ Richard Cantor, Frank Packer, "Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings", **FRBNY Economic Policy Review**, October 1996, p.38.

Ülkelerin riskleri belirlenirken ekonomik, politik ve sosyal yapıları belirleyen ve oluşturan etkenler incelenerek önem derecesine göre sıralanmakta ve değerlendirilmektedir.¹⁷

Ülke riski; ülkelerin gelir durumu, uluslararası rezervleri, politik ve ekonomik istikrarları, borç ödeme kapasiteleri gibi uluslararası sermaye akımına etki eden faktörler ile yakından ilgili olan bir kavramdır ve uluslararası yatırımlara yönelik potansiyel sonuçlar doğurabilecek ekonomik, politik ve sosyal etkenlerden kaynaklanan bütün riskleri kapsamaktadır.¹⁸

Ülke riski ölçülürken aşağıdaki risk unsurları dikkate alınmalıdır:

- Ülkenin merkezi yönetim ve diğer kuruluşlarının, kredi yükümlüğünü yerine getirme istek ve kabiliyetleri,
- Ülkenin, kredi borçlularının yükümlülüklerini yerine getirmesine imkan tanınması hususundaki istekliliği,
- Ülke ekonomik, sosyal ve siyasi koşullarının iç ve dış kaynaklı değişikliklere karşı duyarlılığı ve tepkisi.

Esasen ülke riski ölçümü çok daha karmaşık bir yapıya sahiptir. Bu nedenle ülke riski bünyesinde, birçok alt risk grubunu barındırmaktadır.¹⁹ Bu risk grupları arasında en çok üzerinde durulanlar ise politik, ekonomik ve sosyal risk etkenleridir.

¹⁷ Eda Balıkcıoğlu, **Ülkelerin Finansal Açıdan Kredi Notlarını Etkileyen Faktörler ve Kurallı Maliye Politikasının Etkisi: 2000 Sonrası Dönem Türkiye’de Uygulanan Maliye Politikalarının Kredi Notları Üzerindeki Etkisinin Karşılaştırmalı Analizi**, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi, Ankara 2013, s.51.

¹⁸ Barış Yenmez, **Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları, İşleyişleri ve Türkiye Değerlendirmesi**, Eskişehir Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Eskişehir 2005, s.3-4.

¹⁹ Ümit Yıldız, **Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Ülke Kredi Notlarının Makroekonomik Belirleyicileri: Panel Veri Analizi**, Eskişehir Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Eskişehir 2014, s.18.

1.2.1. Politik Etkenler

Politik etkenler: iktidar partisinin programı ve iktidarda kalabilme süresi, siyasi partiler yasası ve durumu, halkın beklentileri ve gerçekleşme durumu, ideolojik toplulukların durumu, kanun düzeni ve geleceği, bürokrasi ve dış ilişkilerden (uluslararası entegrasyon, komşularla ilişkiler, uluslararası kuruluşlarla ilişkiler, dış siyasi güçlerin etkisi, ülkenin stratejik konumu) oluşmaktadır.²⁰

Politik riskin piyasada var olan diğer risk unsurları ile iç içe olduğu söylenebilir. Bu sonuca ulaşılmasında siyasal ortamda görülen istikrarsızlıkların etkisinin ilk önce ekonomiye yansiyarak beraberinde birçok belirsizliği getirmesi etkili olmuştur.²¹

Kredi derecelendirme kuruluşları notlandırma işlemini yaparken “siyasal risk” ve “ekonomik risk”i bir arada değerlendirmekte ve buna göre bir not tayin etmektedir.²² Politik risk unsurları, iç faktörler ve dış faktörler olmak üzere iki başlıkta incelenebilir.²³:

Bu anlamda iç politikaya ilişkin risk faktörleri çerçevesinde,

- Politik istikrar
- Radikal grupların örgütlenme derecesi ve gücü
- Gelir ve servetin dağılımı bulunmaktadır.

²⁰ Akbulak, **a.g.e.**, s.175.

²¹ Mesut Demir, **Kredi Derecelendirme Kuruluşları Derecelendirme Süreçleri ve Türkiye**, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Aydın 2014, s.26.

²² Kargı, **a.g.e.**, s.359.

²³ Yıldız, **a.g.e.**, s.20-21.

Dış politikaya ilişkin risk faktörleri içerisinde ise genel olarak;

- Komşu ülkelerle olan politik ilişkilerin niteliği ve kalitesi
- Lider ülkelerle olan politik ilişkilerin niteliği ve kalitesi
- Uluslararası veya bölgesel ekonomik, politik ve savunma ittifakları değerlendirilmektedir.

Ülkelerde yaşanan siyasi sorunların ekonomiye yansımalarıyla ülkelerden yüksek miktarlarda fon çıkışı yaşanabilmekte ve ekonomi olumsuz etkilenebilmektedir. Burada önemli olan nokta, politik olarak atılacak adımların ekonomiye olası yansımalarının önceden kestirilip, ülkeleri, şirketleri ve nihayetinde ekonomiyi zora sokacak adımların atılmamasıdır.

1.2.2. Ekonomik Etkenler

Kredi derecelendirme, borç geri ödeme kapasitesini temel alan bir kavramdır. Bu durumda ülkelerin, borçlarını geri ödeyebilme kapasiteleri ekonomik durumlarıyla açıklanır. KDK'lar belirli makroekonomik göstergeleri baz alarak ülkelerin borçlarına sadık kalıp kalamayacaklarını analiz ederek borç verenleri bilgilendirmektedir.

Ekonomik etkenler: iç-dış ve toplam borç yükleri, ödemeler dengesi, döviz rezervi, ödemeler dengesi esnekliği, ekonomi yönetimi(para ve maliye politikaları), ekonominin geleceği(enerji kaynakları, maden kaynakları, ihracatın geleceği) dikkate alınır.²⁴

²⁴ Akbulak, a.g.e., s.175-176.

Bunların yanı sıra para arzı, kişi başı milli gelir, GSYH büyüme trendi, toplam yatırımların milli gelirdeki payı, ihracat gelirleri, enflasyon, faiz oranları, döviz kuru gibi ekonomik etkenler de bu risk kapsamında incelenmektedir.²⁵

1.2.3. Sosyal Etkenler

Bir ekonomide sosyal istikrar ekonomik ve ekonomik olmayan unsurlardan oluşmaktadır. Ekonomik olmayan unsurlar arasında, iç kargaşa, aşiret çatışması, düzensiz gelir dağılımı, dinsel bölünme, sosyal sınıflar arası çatışmalar gösterilebilir.

Bu nedenle ülke risk analizleri yapılırken borçlu ülkelerin, nüfus yoğunluğu, eğitim düzeyi, gelir dağılımı, sendikalaşmalar ve dini gruplaşmalar gibi unsurlar değerlendirilmektedir.²⁶

Ayrıca sosyal göstergeleri şu şekilde sıralamakta mümkündür: nüfus artışı, dağılımı, yoğunluğu, homojenliği, kişi başına düşen milli gelir, servet dağılımı, işsizlik oranı, sosyal güvenlik sistemleri.²⁷

Bazı ekonomik faktörler de ülkelerin sosyal yapıları üzerinde etkili olarak politik risk seviyesini belirleyebilmektedir. Ayrıca, bu faktörlerin olumsuz yönde seyrettiği dönemlerde ortaya çıkacak sosyal ve politik düzensizlikler daha şiddetli olacaktır. Böylelikle, hükümetler dış borçlarla ilgili muhtemel bir problemi çözmek üzere aldıkları sıkı ekonomik tedbirlerde yetersiz kalacaktır. Bu yetersizlik, dış borçların zamanında ve tam olarak ödenememe riskini de beraberinde getirecektir.²⁸

²⁵ Derya Tütüncü Hasbi, **Kredi Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Yapılan Not Değerlendirmelerinin Ülke Ekonomileri Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği**, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Aydın 2012, s.15.

²⁶ Balıkçioğlu, **a.g.e.**, s.54.

²⁷ Akbulak, **a.g.e.**, s.175.

²⁸ Nadide Sevil Halıcı, **Kredi Derecelendirme Şirketleri, Kredi Derecelendirmenin Belirleyicileri ve Etkileri**, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Kayseri 2005, s.120.

Sosyal faktörler sübjektif kavramlar olduğu için ÷lke riskinin belirlenmesi konusunu zorlaştırmaktadır. Politik ve sosyal unsurlar, ekonomik unsurlar gibi sayısal verilerle ortaya konamadığı için riski belirlemedeki rolleri belirsiz kalabilmektedir.

1.3. Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Tarihi

Kredi derecelendirme kuruluşlarının geçmişı çok eski tarihlere dayanmaktadır. 1837’de ABD ekonomisinin yaşadığı çöküş neticesinde şirketlerin yükümlölüklerini yerine getirememeleri nedeniyle yatırımcıların çoğı mağduriyet yaşamıştır. Bu ekonomik çöküş sonucu zarar gören yatırımcılardan biri olan Lewis Tappan, birçok yatırımcı adına şirketleri izlemek ve değerlendirmek amacıyla Mercantile Agency şirketini kurarak bu alanda faaliyete başlamıştır.²⁹

İlk derecelendirme kuruluşu olan Moody’s Investors Service, John Moody tarafından 1905’te kurulmuş, ardından 1909 yılında “Demiryolları Yatırımlarının Analizi” adlı eserinde ilk notlarını yayınlamıştır.³⁰ Moody öte yandan, yayımladığı “Moody’s Manual of Industrial and Corporation Securities” adlı el kitabında, ilk defa harflendirme sistemini kullanarak şirket borçları için derecelendirme yapmıştır.³¹

Moody’s derecelendirme kuruluşundan sonra ise 1916 yılında Poor’s Publishing Company ve 1922 yılında Standard Statistic Company derecelendirme faaliyetine başlamıştır. 1941’de bu iki derecelendirme kuruluşunun birleşmesiyle günümüzün en tanınmış kuruluşlarından biri olan Standard and Poor’s (S&P) meydana gelmiştir.³²

²⁹ Karagöl ve Mihçioğur, **a.g.e.**, s.10.

³⁰ A.e., s.11.

³¹ Fatih Bahadır Haspolat, **÷lke Kredi Notlarının Belirleyicileri: Türkiye’nin Kredi Notunun ÷lke Karşılaştırmalı Analizi**, T.C. Kalkınma Bakanlığı, Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Tezi, Ankara 2015, s.10.

³² Hasbi, **a.g.e.**, s.40.

Fitch Ratings ise John Knowles Fitch tarafından 1913 yılında “Fitch Publishing Company” adıyla kurulmuş ve hızla bir şekilde büyümüştür. Fitch Ratings’in yatırımcılar için hazırlamış olduğu iki kitap ABD’de büyük ilgi görmüş ve Fitch Ratings’in tanınırlığı tüm ülkeye yayılmıştır. Fitch Ratings, kredi notlarının harflendirilmesinde AAA’dan D’ye kadar geniş bir skala kullanarak kredi derecelendirme alanına yeni bir boyut kazandırmıştır.³³

Piyasada birçok kredi derecelendirme kuruluşu olmasına rağmen, söz konusu üç kuruluşa yönelik oluşan “Üç Büyükler” algısı haklı kabul edilebilir. Bunun nedeni günümüzde ABD derecelendirme piyasasının %97’si, küresel piyasanın ise %95’i bu üç firmanın hakimiyetindedir.³⁴

1.4. Başlıca Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları

KDK’ların amacı; sermaye piyasalarını geliştirmek, para piyasalarında ise sermaye yeterliliği göstergesi haline gelmek, sermaye ve para piyasalarının etkinliğini arttırmak, kurum ve kuruluşların saydamlığını öne çıkartarak, yatırımcılar yönünden belirsizlikleri azaltmak, yönetimin niteliğini ve başarısını ölçmektir.³⁵

Dünya’da faaliyet gösteren birçok kredi derecelendirme kuruluşu olsa da, özellikle uluslararası alanda tanınan ve yatırımcılar tarafından kabul gören üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu bulunmaktadır. Bu kredi derecelendirme kuruluşları: Standart&Poors (S&P), Moody’s ve Fitch Ratings’tir.

Bu kuruluşlar gelirlerini; derecelendirmesini yaptıkları şirketlerden, abonelerden, gerçekleştirilen tahvil ihraçlarından, elde ettikleri komisyondan, süreli

³³ Haspolat, **a.g.e.**, s.11.

³⁴ Ömer Akçayır, **Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Güvenilirliklerinin Sorgulanması: Türkiye’nin Kredi Derecelendirme Geçmişi ve Bugünü (1992-2012)**, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Isparta 2013, s.129.

³⁵ Akbulak, **a.g.e.**, s.171.

yayınlar ya da kitaplardan elde etmektedirler. Bu kuruluşların kazançları yaptıkları derecelendirmeden çok tahvil ihracından elde ettikleri gelirden oluşmaktadır.³⁶

1.4.1. Standard & Poor's Ratings Service

Standard and Poor's, 1906 yılında ABD hisse senetleri ile ilgili sistemli bilgi toplamak amacıyla Standart İstatistik Bürosu adı altında kurulmuştur. 1922 yılına gelindiğinde ise şirket tahvillerini derecelendirmeye başlamıştır. Diğer taraftan, 1860 yılında kurulan ve 1916 yılında faaliyete başlayan Poor's Publishing Company kurulmuştur.

1941 yılında ise bu iki şirket, daha güvenilir finansal bilgi sağlamak amacıyla tek çatı altına girmiş ve günümüzde çok güçlü bir kuruluş olan Standard and Poor's şirketini oluşturmuşlardır.³⁷

Amerika Birleşik Devletleri'nin en büyük iki derecelendirme kuruluşundan biri olan Standart&Poor's (S&P), finansal kurumların piyasadaki değerlerini belirlemeye yardım eden ve onlara bağımsız görüş, analiz ve bilgi sağlayan kuruluşlardan bir tanesidir.³⁸ S&P 150 yılı aşkın süredir hizmet vermekte ve dünya piyasasının % 45'ine hakim bulunmaktadır. S&P'nin dünya çapında toplam 95 ofisi ve 20.000 çalışanı bulunmaktadır.

1.4.2. Moody's Investors Service

Dünyanın en eski derecelendirme kuruluşu olan Moody's Investors Service kredi notları, araştırmalar ve risk analizlerinin önde gelen sağlayıcısıdır. Moody's'in taahhütü ve uzmanlığı mali piyasaların şeffaf ve güvenilir çalışmasına katkı sağlamaktadır. Şirketin kredi notları ve analizleri 110 ülke, 12.000 ihraççı şirket, 25.000 kamu finansmanı ihraççısı ve 106.000 yapılandırılmış finansman tahvilinden fazlasını kapsayan borçları takip etmektedir. Moody's'in piyasa payı ise %38'dir.³⁹

³⁶ Karagöl ve Mihçioğur, **a.g.e.**, s.15.

³⁷ Hasbi, **a.g.e.**, s.40.

³⁸ Cengiz Toraman, Muhammed Fatih Yürük, "Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Finansal Krizlere Etkileri", **BEU. SBE. Derg.**, C.III, Sayı:1, Haziran 2014, s.132.

³⁹ Moody's Investor Service, (Çevrimiçi), https://www.moody's.com/pages/default_tu.aspx, 15 Nisan 2017.

Moody's derecelendirmeyi; menkul kıymet ihraç eden firmaların ihraç ettikleri menkul kıymetin itfa süresince anapara ve faiz ödemelerini vaktinde gerçekleştirme kabiliyetleri hakkında verilen bir yargı olarak tanımlamaktadır.⁴⁰

Diğer kredi derecelendirme kuruluşları gibi Moody's da kredi derecelendirme notlarını belirlerken analitik yöntemlerle birlikte nitel yöntemleri de kullanmaktadır.⁴¹

1.4.3. Fitch Ratings Inc.

Fitch derecelendirmeleri, 1913'te John Knowles Fitch tarafından kurulan "Fitch Yayıncılık Şirketi" olarak başlamıştır. AAA'dan D'ye kadar olan notlarını bağımsız finansal güvenlik analizleri için gereksinim duyulan talebin karşılanmasını sağlamak üzere 1924'te tanıtmıştır. 1975'te ulusal anlamda üç saygıdeğer derecelendirme kuruluşundan biri olmayı başarmıştır.⁴²

Fitch Ratings'in uzmanlık alanları ise borç, sermaye piyasaları, finansal kurumlar, şirketler, ülkeler, kamu finansmanı ve yapılandırılmış finansmandır.⁴³

Fitch Ratings'in New York ve Londra olmak üzere iki merkezi vardır. Fitch'in dünya piyasasındaki payı %13'tür. Fitch Ratings 30'dan fazla ülkede, bünyesinde bulunan 5.000 çalışanıyla hizmet vermektedir. Dünya çapında 50 ofisi bulunmaktadır.

⁴⁰ Erman Kedikli, **Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Ekonomik Etkilerinin İncelenmesi**, Avrasya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Trabzon 2015, s.29.

⁴¹ Karagöl ve Mihçioğur, **a.g.e.**, s.11.

⁴² Tutar, Tutar ve Eren, **a.g.e.**, s.9.

⁴³ Ayşe Botan Berker, **Derecelendirme ve Denetimde Karşılaşılan Sorunlar ve Çözüm Önerileri**, İkinci Kamu Güveni ve Denetimi Sempozyumu, Nisan 2007, s.1.

Kuruluş Türkiye’de 1999 yılında faaliyet göstermeye başlamıştır. Derecelendirme yaptığı kuruluşlar arasında; bankalar, banka dışı mali kuruluşlar, varlık yönetimi, fonlar, kamu finansmanı şirketleri ve diğer şirketlerden oluşan 60’ın üzerinde kuruluş vardır.

1.5. Uluslararası Kredi Derecelendirme Sisteminde Kullanılan Metotlar

Derecelendirme kuruluşları belirli ölçütler aracılığıyla ilgili kuruluş, ülke veya menkul kıymeti inceleyerek belli bir sıralamaya tabi tutmaktadır. Verilen dereceler yatırımcılar, menkul kıymet ihraç edenler, bankalar ve hükümetler tarafından çeşitli nedenlerden dolayı kullanılmaktadır.⁴⁴

Kredi derecelendirme kuruluşları kredi notlarına ilişkin kararlarına ulaşırken birbirlerine benzer metodolojileri kullanmaktadır. Ancak birbirlerinden bağımsız faaliyet gösterdiklerinden dolayı, yaklaşımlarında ve derecelendirme sonuçlarında farklılıklar görülebilmektedir. Genel olarak kredi derecelendirme kuruluşları kredi riskine ilişkin görüşlerini oluştururken istatistiksel/matematiksel modeller, analistler veya iki unsurun kombinasyonu olan metodolojiler kullanmaktadır.⁴⁵

Kredi derecelendirme kuruluşları, çeşitli verileri analiz ederek oluşturdukları sonuçları belirli harf ve numaraların yer aldığı semboller üzerinden yayınlayarak yatırımcılara bilgi verirler.

⁴⁴ TCMB, "TCMB Olağan Genel Kurul Toplantısı", Haziran 2010, Sayı 18, (Çevrimiçi), http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/ec12a99b-0005-4b97-a787-584fe41b72ee/Bulten_Turkce18.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ec12a99b-0005-4b97-a787-584fe41b72ee, 12 Ocak 2017, s.2.

⁴⁵ Belkıs Seval, "Kredi Derecelendirmesi", **Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu**, Ekim 2014, (Çevrimiçi), http://serpam.org/wp-content/uploads/Kredi_Derecelendirme.pdf, 12 Mart 2017, s.19.

Bu harf notlarının yanı sıra yatırımcılara duyurmak amacıyla, kredi notları not izleme kapsamına alındıklarında, büyük ihtimalle bir not değişikliğinin olabileceğiyle birlikte, bu not değişikliğinin yönü de belirtilmektedir.⁴⁶ Görünüm notu, gelecek 1-2 yıllık süreçte kredi derecelendirme notunun ekonomik, finansal, sektörel ve kurumsal koşullar dikkate alınarak “olumlu”, “olumsuz” ve “durağan” şeklinde hangi yöne hareket etme potansiyeli olduğunu göstermek amacıyla kullanılmaktadır.⁴⁷

Görünümler notların yanında parantez içerisinde belirtilmektedir. Standard & Poor’s ve Fitch en yüksek kredi derecesine sahip ülkelere “AAA” veya “AA” notunu vermektedir. Bu kredi notları, ülkenin finansal taahhütleri yerine getirmek için son derece güçlü kapasitesi olduğu anlamına gelmektedir...“CC”, “C” ve “D” notları ise en düşük ve spekülasyon yatırım seviyelerini belirtmektedir. Moody’s ise en yüksek kredi derecesine sahip olan ülkelere “Aaa” veya “Aa1, Aa2, Aa3” notunu vermektedir. Yüksek kredi derecesi olan “A1, A2, A3” notu ülke için, yine finansal taahhütleri karşılamak için güçlü kapasitesi olduğu fakat olumsuz ekonomik koşullardaki değişimlere karşı duyarlı olduğunu göstermektedir. Spekülasyon değer taşıyan ve yatırım yapılamaz durumda olan finansal varlıklar için ise “B1, B2, B3”, “Caa, Caa3, Ca” ve “D” harfleri kullanılmaktadır.⁴⁸

Bu üç büyük kurum derecelendirmede farklı ölçüm skalaları kullansalar bile skalalarda notların birbiriyle kıyaslamasını mümkün kılacak bir benzerlik söz konusudur. Örneğin Moody’s’in Baa1 notu S&P’nin BBB+ ve Fitch’in BBB+ notuna denk gelmektedir.⁴⁹

⁴⁶ Karagöl ve Mihçioğur, **a.g.e.**, s.15.

⁴⁷ TCMB, **a.g.e.**, s.2.

⁴⁸ Karagöl ve Mihçioğur, **a.g.e.**, s.15.

⁴⁹ Harun Kılıçaslan, Mücahit Sefer Giter, "Kredi Derecelendirme ve Ortaya Çıkan Sorunlar", **Maliye Araştırmaları Dergisi**, 2016, Yıl:2, C.II, Sayı:1, s.67.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının not sonuçları uygulanan metodoloji ile ulaşılan nottan farklı olabilmekte, kredi derecelendirme komitelerinin toplantı tutanaklarının gizliliği ve uygulanan metodolojide yer alan niteliksel unsurlar gibi hususlar, metodolojilerin, ülkelere not verilmesi sürecini tam olarak aydınlatmasını zorlaştırmaktadır.⁵⁰

Değinildiği üzere, kredi derecelendirme kuruluşları genellikle derecelendirme işlemlerinde kullandıkları kriterlerden hangilerinin daha ağır bastığı konusuyla ilgili bir açıklama yapmamaktadır. Kullandıkları yöntemler benzer olsa bile, hangi kurumun hangi göstergeye ne ölçüde ağırlık verdiği konusunun net olmaması, kredi derecelendirme sisteminin yatırımcılar açısından en büyük handikaplarından biridir. Ayrıca derecelendirme kuruluşları tarafından verilen notların farklı olmasında, bazı kriterlerin ölçülebilir nitelikte olmaması gösterilmektedir.

⁵⁰ T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, "Kamu Borç Yönetimi Raporu", 2014, (Çevrimiçi), <https://www.hazine.gov.tr/File/?path=ROOT%2F1%2FDocuments%2FKamu%20Bor%C3%A7%20Yonetimi%20Raporu%2F2014%20KBYR%20T%C3%BCrk%C3%A7e%2008-09-14.pdf>, 16 Mart 2017, s.58.

Tablo 2. Kredi Derecelendirme Kuruluşları Not Sistemi

Standart&Poor's	Fitch	Moody's	Not'un açıklaması	
AAA	AAA	Aaa	En yüksek derece	Yatırım Yapılabilir Seviye
AA+	AA+	Aa1		
AA	AA	Aa2	Yüksek derece	
AA-	AA-	Aa3		
A+	A+	A1		
A	A	A2	İyi kredi derecesi	
A-	A-	A3		
BBB+	BBB+	Baa1		
BBB	BBB	Baa2	Ortanın altı seviye	
BBB-	BBB-	Baa3		
BB+	BB+	Ba1		Spekülatif Seviye
BB	BB	Ba2	Yatırım yapılmaz	
BB-	BB-	Ba3		
B+	B+	B1	Spekülatif	
B	B	B2	Önemli derecede spekülatif	
B-	B-	B3		
CCC+	CCC	Caa		
CCC	CC	Caa3	Şiddetli riskli	
CC	C	Ca	Aşırı spekülatif	Default
D	DDD DD D	D	Yükümlülüğünü yerine getiremez	

Kaynak: Erdal Tanas Karagöl, Ülkü İstiklal Mihçioğur, "Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Alternatif Arayışlar", **Siyaset, Ekonomi ve Toplum Araştırmaları Vakfı**, No:7, Eylül 2012, s.16.

Kredi derecelendirmesi temel olarak üç kategoriye ayrılmaktadır⁵¹:

- Yatırım derecesi bandında olan bir puanlama, şirketin, borç aracının veya ülkenin kredi riskinin oldukça az, temerrüt ihtimalinin de düşük olduğunu ifade etmektedir.

⁵¹ Demir ve Eminer, **a.g.e.**, s.99.

- Spekülatif aralığında olması yatırım ihtimalinin bulunduğunu fakat şirket veya ülkenin sağlam bir altyapıya sahip olmamasından dolayı manipülasyona açık olduğunu vurgulamaktadır.
- Düşük Derece/Çöp seviyesi ise yatırım yapılamayacak kadar riskli olduğu anlamına gelmektedir.

1.5.1. S&P Kredi Derecelendirme Metodu

Standart and Poor's kuruluşunun yapmış olduğu değerlendirmelerde öncelikli olarak hedeflenen ülkelerin istikrar dereceleridir. Ekonomik faaliyetlerde istikrar olgusu diğer faaliyetlere oranla daha önemli bir hal almaktadır. Standart and Poor's şirketinin değerlendirmelerinde önem verdiği diğer bir husus ise ülkelerin büyüme trendlerinin belirlenmesidir.⁵²

S&P'nin ülke kredi notu metodolojisini incelediğimizde bir ülkenin kredi notuna karar verilirken öncelikle 5 faktörün incelendiğini görmekteyiz. Bunlar ise sırasıyla⁵³:

1. Kurumsal etkinlik ve siyasi risk
2. Ekonominin yapısı ve büyüme potansiyeli
3. Dış likidite ve dışarıdan gelen yatırım pozisyonu
4. Borç yüküyle birlikte mali esneklik ve mali performans
5. Parasal esneklik

⁵² Demir, **a.g.e.**, s.32.

⁵³ Tunç Şatıroğlu, "Kapitalizmin Açmazı: Kredi Derecelendirme Kuruluşları", **Kanal Finans**, 12 Ağustos 2016, (Çevrimiçi), <http://kanalfinans.com/editor/kapitalizmin-acmazi-kredi-derecelendirme-kuruluslari-tunc-satiroglu>, 14.04.2017.

Şekil 1. S&P Ülke Kredi Notu Değerlendirmesinde Kullanılan Bileşenler

Kategori	Temel Değişkenler
1. Kurumsallık ve Yönetimsel Etkinlik Skoru	• Ülkedeki siyasi kurumların ve politika yapım sürecinin etkinlik, istikrar ve öngörülebilirliği • Kamu kurumlarının, yayımlanan verilerin ve iş süreçlerinin şeffaflığı, hesap verilebilirliği, kapsamı ve güvenilirliği • Kamunun borç geri ödeme kültürü • Dışsal güvenlik riskleri
2. Ekonomik Skor	• Gelir düzeyleri • Büyüme görünümü • Ekonomik çeşitlilik ve volatilité
3. Dışsal Skor	• Ülke para biriminin uluslararası işlemlerdeki kullanım seviyesi • Ülkenin döviz cinsi likidite seviyesi • Ülkenin uluslararası yatırım pozisyonu
4. Mali Skor	• Mali esneklik • Uzun vadeli mali görünüm ve kınlganlıklar • Borç yükünün yapısı ve finansmana erişim • Koşullu yükümlölüklerden doğabilecek riskler
5. Parasal Skor	• Ülkenin sürdürülebilir ekonomik büyümeyi sağlamak için para politikası, maliye politikası ve diğer ekonomi politikalarını koordine edebilme konusundaki yeterliliği • Para politikasının güvenilirliği • Piyasa odaklı para politikası araçlarının reel ekonomi üzerindeki etkisi

Kaynak: T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, "Kamu Borç Yönetimi Raporu", 2014, (Çevrimiçi), <https://www.hazine.gov.tr/File/?path=ROOT%2F1%2FDocuments%2FKamu%20Bor%C3%A7%20Yönetimi%20Raporu%2F2014%20KBYR%20T%C3%BCrk%C3%A7e%2008-09-14.pdf>, 16 Mart 2017, s.56.

S&P, Türkiye hakkında en fazla kredi derecelendirme notu açıklayan kuruluş olarak tanınmaktadır. S&P kuruluşu derecelendirme notlarını uzun dönem ve kısa dönem olarak incelemektedir.

Standard & Poor's kuruluşunun ülkelere ait kredi notları ise şu şekildedir⁵⁴:

AAA: Bu nota sahip olan ülkeler borcunun anaparası ve faizini ödemede çok yüksek bir geri ödeme kapasitesine sahiptir.

AA: En iyi sayılan bir önceki not grubundan çok az farka sahip olan bu not grubuna sahip ülkeler yüksek geri ödeme kapasitesine sahiptir.

⁵⁴ Tutar, Tutar ve Eren, a.g.e., s.5-6.

A: Bu nota sahip olan ülkeler yüksek geri ödeme kapasitesine sahiptir ancak ekonomik koşullardaki değişimlere üst derecelere kıyasla daha duyarlıdır.

BBB: Bu nota sahip olan ülkeler borcunu ödemesinde yeterli kapasiteye sahiptir ancak ortaya çıkabilecek ufak bir belirsizlikte üstteki nota sahip ülkelere göre çok fazla etkilenir.

BB: Bu ülke ekonomisinde belirsizlikler vardır ve bu belirsizlikler borç ödeme dengelerini etkileyebilecek karakteristiktir.

B: Ülkede yüksek oranda risk vardır ancak şu anda geri ödemelerini gerçekleştirebilecek düzeyde görünmektedir.

CCC: Bu ülke büyük ihtimalle borç ödemelerini gerçekleştiremeyecektir.

CC: Bu ülkenin ekonomik tablosu çok kötü durumda ve borcunu geri ödeyememesi kesindir.

C: Bu nota sahip ülke iflasın eşiğindedir.

D: Ülkenin iflası kesindir ve borçlarını ertelemekten ödeyebilmesi imkansızdır.

Standard & Poor's derecelendirme sisteminde "AA" ile "CCC" arasında "+" veya "-" işareti koymaktadır. Mesela, "A"nın sağına (+) konması ("A+") o ülke notunun "AA"dan aşağıda olmakla beraber "A"nın da biraz üzerinde olduğunu ifade etmektedir. (-) konması ise kredi notunun "BBB"den daha iyi ancak "A"dan da biraz aşağıda olduğunu göstermektedir.

Tablo 3. S&P Kısa Dönem Not Tanımları

A-1	En yüksek kategori olarak yükümlülüklerin zamanında ödenme güvenirliğinin oldukça kuvvetli olduğunu göstermektedir.
A-2	Zamanında ödenme derecesinin yeterince tatmin edici olduğunu gösteren bu kategori A-1 kategorisinden biraz daha düşük seviyeyi göstermektedir.
A-3	Bu gruba dahil menkul kıymetlerin, yükümlülüklerin zamanında ödenmesi açısından yeterli bir kapasiteye sahip olduğunu göstermektedir. Ancak önceki iki kategori ile kıyaslandıklarında koşullarda meydana gelen değişimlerden biraz daha fazla etkilenebilmektedirler.
B	Bu dereceyi alan menkul kıymetler, anapara ve faizlerini zamanında ödeme kapasitesi yeterli düzeyde olmakla birlikte, koşullarda meydana gelebilecek kısa vadeli değişimlerden biraz daha fazla etkilenebilmektedirler.
C	Kısa vadeli yükümlülüklerin yerine getirilmesinin şüpheli olduğu menkul kıymetler genellikle bu not ile derecelendirilmektedir.
D	Bu kategoriye dahil edilen borçların ödenme olasılığı yok denecek kadar düşüktür. Bu norm genellikle vadesinde ödenmeyen ve ödenme süresi verilmemiş borçlar için verilmektedir. S&P's ödenme süresi verilmesi halinde bu borçların ödeneceğine inanmaktadır.

Kaynak: Ahmet Gülmez, Hilal Gündoğan, "Uluslararası Politik İktisat Çerçevesinde Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Türkiye Uygulaması", **Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi**, Yıl:2, C.II, Sayı:4, 2014, s.75.

1.5.2. Moody's Kredi Derecelendirme Metodu

Moody's ülke kredi notunu belirlerken, derecelendirmeye konu olan ülkenin Ekonomik Dayanıklılık, Kurumsal Dayanıklılık, Mali Dayanıklılık ve Olay Riskine Karşı Duyarlılık gibi birçok ekonomik ve politik değişkeni beraber kullanarak bir ölçüm yapmaktadır.⁵⁵ Moody's tarafından verilmiş olan ratinglerdeki mantık dört ana grupta toplanmıştır⁵⁶:

⁵⁵ Yıldız, a.g.e., s.39.

⁵⁶ Tutar, Tutar ve Eren, a.g.e., s.7.

- 1- Önemli miktarlarda yatırım yapan yatırımcının rating alanını genişletmek amacıyla yapılan baskı,
- 2- Yeni pazarlardaki ratingler için piyasada bilinci artırmak,
- 3- Bono, banka sertifikası gibi borç araçlarının kredi kalitesinin doğru şekilde anlaşılmasına katkı sunmak,
- 4- Daha geniş karşılaştırılabilir amaçlar için geniş kapsamlı rating örnekleri sunmak.

Şekil 2. Moody's Kredi Notu Faktörleri

Kredi Notu Ana Faktörleri	Alt Faktörler	Alt Faktör Ağırlığı	Alt Faktör Göstergeleri
Faktör 1: Ekonomik Sağlamlık	Büyüme Dinamikleri	50%	Ortalama Reel GSYH Büyüme Oranı Reel Büyüme Oranındaki Dalgalanma WEF Küresel Rekabet Endeksi
	Ekonominin Büyüklüğü	25%	Nominal GSYH
	Milli Gelir	25%	Kişi başına GSYH
	Düzeltilme Faktörleri	1-6 arası	Çeşitlendirme Kredi Büyümesi Dünya Bankası Yönetim Etkiliği Endeksi Dünya Bankası Hukukun Üstünlüğü Endeksi Dünya Bankası Yolsuzluğun Önlenmesi Endeksi
Faktör 2: Kurumsal Sağlamlık	Kurumsal Çerçeve ve Etkililik	75%	Enflasyon Seviyesi Enflasyondaki Dalgalanma Temerrüt Geçmişi
	Politika Güvenilirliği ve Etkiliği	25%	Genel Yönetim Borç Stoku / GSYH Genel Yönetim Borç Stoku / Bütçe Gelirleri Genel Yönetim Faiz Ödemeleri / Bütçe Gelirleri Genel Yönetim Faiz Ödemeleri / GSYH
	Düzeltilme Faktörü	1-6 arası	Borç Trendi Genel Yönetim Döviz Cinsi Borç Stoku / Genel Yönetim Borç Stoku Diğer Kamu Borç Stoku/GSYH Kamu Sektörü Finansal Varlıklar/GSYH
	Borç Yükü	50%	İç Siyasi Risk Jeopolitik Risk Temel Göstergeler Piyasa Fonlama Stresi
Faktör 3: Mali Sağlamlık	Borç Geri Ödeme Gücü	50%	Bankacılık Sisteminin Gücü Bankacılık Sisteminin Büyüklüğü Finansman Sağlama Zorlukları (Cari Denge + Doğrudan Yabancı Sermaye) / GSYH Dış Zayıflık Göstergesi Net Uluslararası Yatırım Pozisyonu / GSYH
	Düzeltilme Faktörleri	1-6 arası	
Faktör 4: Olay Riskine Duyarlılık	Siyasi Risk	Maks. Skor*	
	Hükümet Likidite Riski	Maks. Skor*	
	Bankacılık Sektörü Riski	Maks. Skor*	
	Dış Zayıflık Riski	Maks. Skor*	

* Siyasi Risk, Hükümet Likidite Riski, Bankacılık Sektörü Riski ve Dış Zayıflık Risklerinden herhangi birinin artan riske maruz kalması halinde, ülkenin 4. faktör genel riski ilgili seviyeye yükseltilir.

Kaynak: T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, "Kamu Borç Yönetimi Raporu", 2014, (Çevrimiçi), <https://www.hazine.gov.tr/File/?path=ROOT%2F1%2FDocuments%2FKamu%20Bor%C3%A7%20Yonetimi%20Raporu%2F2014%20KBYR%20T%C3%BCrk%C3%A7%2008-09-14.pdf>, 16 Mart 2017, s.53.

Moody's kredi notunu belirlerken, Şekil 2'de yer alan 4 ana faktörü baz alarak bir puanlama yapmaktadır. Bu faktörlere ilişkin verileri ise Dünya Bankası, OECD, IMF, Avrupa Komisyonu ve BIS gibi kuruluşlardan sağlamaktadır. Ancak özellikle genel yönetim istatistikleri ve dış borç gibi göstergeler için Moody's analistlerinin tahminleri ve ülkelerin kendi istatistik kurumlarının verileri kullanılarak notlar belirlenmektedir.⁵⁷

Moody's Investor Inc. not tanımları⁵⁸:

Aaa: Bu gruptaki ülkeler en güvenilir ülkelerdir. Yabancı yatırımcılar açısından bu ülkelere minimum risk düzeyinde yatırım yapılabilir ve birinci sınıftır. Ülkenin anapara ve faiz ödemelerinde çok güçlü bir kapasiteye sahip olduğu anlaşılmaktadır. Ekonomik yapısında bir değişiklik olsa bile bu notu alan ülkelerin güçlü yapısının etkilenmeyeceği, ülkenin anapara ve faiz ödemelerinde bir sıkıntı yaşamayacağı kabul edilir. Verilebilecek en yüksek kredi notunu ifade eder.

Aa: Bu gruptaki ülkeler çok güçlü bir anapara ve faiz ödeme kapasitesini göstermektedir. Aaa grubunda yer alan ülkelerle birlikte güvenilir olarak değerlendirilirler. Ancak bu ülkelerin koruma marjı Aaa grubundaki ülkelere göre daha düşük olduğu için veya koruyucu unsurlardaki dalgalanmalardan daha çok etkilendiğinden ya da uzun vadeli riskin belli yere kadar yüksek olması nedeniyle Aaa derece grubunda yer alan ülkelere göre daha düşük olarak derecelendirilir.

A: Bu derece grubunda yer alan ülkeler yatırım yapılabilmesi açısından güvenilirdir. Bu ülkeler orta düzeyin üzerinde bir dereceye sahiptir. Anapara ve faiz ödemelerinin yeterli düzeyde güvenilir olduğu kabul edilir. Ancak güvenilirliği bozabilecek unsurların ortaya çıkma ihtimalinin de göz önüne alınması gerektiğini ifade eder. Yani ekonomik değişikliklere karşı temkinli olunması gerektiğini göstermektedir.

⁵⁷ T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, a.g.e., s.52.

⁵⁸ Tutar, Tutar ve Eren, a.g.e., s.7-8.

Baa: Bu grupta yer alan ülkeler orta derecede güvenilir olarak kabul edilmektedir. Bu ülkelerin anapara ve faiz ödemelerinde güvenilirliği ne son derece zayıf, ne de son derece güçlüdür. Ancak anapara ve faiz ödemelerinde uygun bir kapasiteye sahiptirler. Ekonomik koşullara göre ödemede gecikme riskinin olabileceği göz önüne alınmalıdır. Güvenirliği sağlayan unsurların uzun dönemde azalması veya ortadan kalkması ihtimali vardır. Bu ülkeler yatırımcılar açısından spekülasyon karakterine sahiptir.

Ba: Bu gruptaki ülkeler spekülasyon unsurlarına sahiptir ve gelecekleri hakkında önceden bir tahmin yapılamamaktadır. Anapara ve faiz ödemelerindeki güvenilirlikleri genelde orta düzeyde olup ılımlı bir yapıya sahiptir. Bu güvenilirlik gelecekte hem iyi hem de kötü koşullarda korunmayabilir. Gelecek tamamen belirsizdir.

B: Bu gruptaki ülkelerde uygun yatırım imkanı genellikle azdır. Bu ülkelerde borç ödeme kapasitesi de zayıf karakterlidir. Anapara ve faiz ödemelerinin veya diğer şartların yerine getirilme imkanı uzun dönemde çok düşüktür. Gelecekte ise risk çok fazla görülmektedir.

Caa: Bu gruptaki ülkelerin anapara ve faiz ödeme yeteneği son derece düşük olarak kabul edilmektedir. Geri ödememe riski oldukça yüksektir. Mevcut durumda geri ödememeyi gösteren işaretler vardır. İçinde bulunulan durumda risk çok fazladır.

Ca: Bu gruptaki ülkelerin özelliği spekülasyon karakterli olmalarıdır. Bunlar genellikle anapara ve faizleri geri ödemezler.

C: Bu gruptaki ülkeler ise en düşük borç ödeme kapasitesine sahip ülkelerdir. Bu ülkelerde yatırım yapılabilme özelliğinin olduğu kabul edilemez. Maksimum riski ifade eder.

Moody's ayrıca notların yanında ilgili kategorideki durumu yansıtmayı amacıyla sayılar kullanmaktadır. Moody's ülkelere kredi notu verirken "Aa" notundan "B" notuna kadarki derecelendirme grupları için 1, 2, 3 sayılarını kullanılmaktadır.

1 sayısı; derecelendirme grubundaki en iyi ülkeyi temsil ederken, 2 sayısı; derecelendireme grubunda bulunan orta seviyedeki ülkeleri, 3 sayısı da; notlanan ülkeler arasında borç ödeme kapasitesi en zayıf ülkeleri göstermek amacıyla kullanılır.

Moody's kısa dönemli yatırım yapmayı planlayan yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla da notlar yayımlamaktadır.

Moody's'in kısa dönem notlandırma kategorisi ise şöyledir⁵⁹;

P- 1 Kısa dönemde borçların ödenmesinde bir problem yoktur

P- 2 Kısa dönemde borçların ödenmesi kuvvetle muhtemeldir

P- 3 Kısa dönemde borçların ödenmesi muhtemeldir

NP - (Not Prim) Herhangi bir derecelendirme kategorisi içine girmiyor.

1.5.3. Fitch Kredi Derecelendirme Metodu

Fitch Ratings'e göre: "Derecelendirme en genel tanımı ile bir kuruluşun finansal yükümlülüklerini zamanında yerine getirip getiremeyeceği hakkında verilen bağımsız bir görüştür."

Fitch derecelendirme kuruluşu, yapmış olduğu derecelendirmelerde söz konusu alanlarda var olan risklerin belirlenebilmesi için nitel ve nicel analizler

⁵⁹ Yenmez, a.g.e., s.37-38.

kullanmaktadır. Bu noktada şirketin geçmiş beş yıllık verilerinden faydalandığı bilinmektedir.⁶⁰

Fitch Ratings, ülkelerin kısa vadeli notunu belirlerken yalnızca döviz rezervlerinin miktarına değil, döviz kompozisyonu ve vadelerine de bakmaktadır.⁶¹ Fitch Ratings bir ülkeye kredi notu verirken, ülkenin finansal gücünün dışında aşağıdaki temel hususları dikkate almaktadır⁶²:

- Makroekonomik performans ve beklentiler,
- Ülke ekonomisinin yapısal özellikleri,
- Kamu maliyesi ve kamu borcunun sürdürülebilirliği,
- Dış denge (uluslararası ticaret dengesi, sermaye akımları ve dış borcun seviyesi ve yapısı vb.)

Fitch Ratings, bir ülkenin risk algısını belirlerken, 4 temel başlık altında birçok farklı iktisadi ve politik değişkeni inceleyerek bir sonuca varmaktadır. Makroekonomik değişkenler, kamu maliyesine ilişkin değişkenler, dış dengeye ilişkin değişkenler ve yapısal değişkenler başlıkları altında incelenmektedir.⁶³ Şekil 3'te bu değişkenler açıklamalarıyla beraber yer almaktadır.

⁶⁰ Demir, **a.g.e.**, s.37.

⁶¹ Fitch Ratings, "Fitch Sovereign Ratings", (Çevrimiçi), <https://www.fitchratings.com/site/fitchsolutions-home>, 12 Ocak 2016, p.8.

⁶² T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, **a.g.e.**, s.51.

⁶³ Yıldız, **a.g.e.**, s.33.

Şekil 3. Fitch Tarafından Ülke Kredi Notu Değişkenleri

Kategori	Değişkenler
1. Makroekonomik	TÜFE, reel GSYH artış oranı, reel GSYH artış oranının değişkenliği.
2. Kamu Maliyesi (Genel Yönetim)	Bütçe dengesi, brüt borç stoku, faiz ödemeleri, kamunun döviz cinsi borç stoku.
3. Dış Denge	Emtiaya olan bağımlılık, cari denge + net doğrudan yabancı yatırım, kamunun brüt dış borç stoku, dış borç faiz ödemeleri, uluslararası rezervler.
4. Yapısal	Para arzı, kişi başına milli gelir, Bileşik Yönetişim Göstergesi (Dünya Bankası yönetim göstergelerindeki sıralamanın ortalaması: 'Hukukun Üstünlüğü'; 'Hükümetin Etkililiği'; 'Yolsuzluğun Önlenmesi'; 'Fikir Özgürlüğü & Hesap Verebilirlik'), ülke para biriminin rezerv para birimi olma özelliği, son temerrüitten bu yana geçen süre.

Kaynak: T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, "Kamu Borç Yönetimi Raporu", 2014, (Çevrimiçi), <https://www.hazine.gov.tr/File/?path=ROOT%2F1%2FDocuments%2FKamu%20Bor%C3%A7%20Yonetimi%20Raporu%2F2014%20KBYR%20T%C3%BCrk%C3%A7e%2008-09-14.pdf>, 16 Mart 2017, s.52.

Fitch Ratings tarafından ülke değerlendirmesinde kullanılan bu model, niteliksel ve niceliksel değişkenlerin kullanıldığı bir çoklu regresyon modelidir. Fitch bu modeli önemli bir analitik araç olarak görmekle beraber, hiçbir modelin bir ülkenin kredi notunu tam olarak yansıtabilmesinin mümkün olmadığını belirtmektedir. Bundan dolayı, bir ülke için kredi notu komitesi tarafından verilen nihai not ile model sonucunun ortaya koyduğu not daha farklı olabilmektedir.⁶⁴

Fitch, kredi notlarını uzun dönem ve kısa dönem olmak üzere iki dönemde incelemiştir.

⁶⁴ T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, a.g.e., s.52

Fitch Ratins uzun dönem yatırım notu⁶⁵:

AAA: En yüksek kredi kalitesi: “AAA” notu kredi riskinin en düşük beklentisini gösterir. Bu not sadece finansal taahhüdün zamanlı ödemesi için istisnai çok yüksek kapasite durumunda uygulanmaktadır. Bu kapasitenin öngörülebilir olaylardan ters şekilde etkilenmesi yüksek derecede muhtemel değildir.

AA: Çok yüksek kredi kalitesi: “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: Yüksek kredi kalitesi: “A” notu düşük kredi riski beklentisini göstermektedir. Finansal taahhütlerin zamanlı yerine getirilebilme kapasitesinin güçlü olduğu düşünülür. Buna rağmen bu kapasite daha yüksek not durumunda olduğundan daha fazla, koşullardaki ya da ekonomik şartlardaki değişmelere açık olabilir.

BBB: İyi kredi kalitesi: “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 olasıdır. Bu en düşük yatırım notu kategorisidir.

Uzun dönem spekülatif not:

BB: Spekülatif: “BB” notu özellikle zamanla ters ekonomik değişimin sonucu olarak kredi riskinin gelişim ihtimalinin olduğunu gösterir. Buna rağmen finansal taahhütlerin yerine getirilebilmesi için iş ya da finansal alternatifler mevcut olabilir.

B: Önemli ölçüde spekülatif: “B” notu önemli kredi riskinin mevcut olduğunu buna rağmen sınırlı bir emniyet marjının kaldığını göstermektedir. Finansal taahhütler halihazırda karşılanmaktadır ancak ilerleyen ödeme kapasitesi sürdürülebilirliği iş ve ekonomik çevreyle bağlantılıdır.

⁶⁵ Hasbi, a.g.e., s.39.

CCC, CC, C: Yüksek ödememe riski: Ödememe gerçek bir olasılıktır. Finansal taahhütleri yerine getirebilme kapasitesi sadece sürdürülebilir; iş ve ekonomik gelişmeye dayanır. CC notu bir çeşit borcunu ödememe olasılığı olduğu anlamına gelmektedir. C çok yakın bir ödememeye işaret etmektedir.

Bu sembollere ek şekilde düzenleyici olarak artı (+) ve eksi (-) işaretleri ile ülkelerin gelecek dönemde nasıl bir seyir izleyeceği ortaya konmaktadır. Artı puana sahip bir ülkenin, gelecekteki koşullarının aynı olması halinde not artırımına gidileceğini ifade etmektedir. Bunun yanı sıra, eksi işarete sahip bir ülkenin notunun ise gelecekte yeniden düşürülebileceği anlamına gelmektedir.

Kısa dönem notları ise şöyledir⁶⁶:

F1: Yüksek kredi kalitesi: Finansal taahhütlerin zamanında ödenmesi için en yüksek kapasiteyi göstermektedir. Olağanüstü güçlü kredi özelliğini göstermek için ilave bir '+' olabilir.

F2: İyi kredi kalitesi: Finansal taahhütlerin zamanında yerine getirilebilmesi için tatmin edici kapasite olmasına rağmen emniyet marjının daha yüksek puanlarda olduğu kadar büyük değildir.

F3: Orta kredi kalitesi: Finansal taahhütlerin zamanlı ödemesi kapasitesi yeterli, ancak yakın dönem ters değişiklikler yatırım olmayan not için bir azalmaya sebebiyet vermektedir.

B: Spekülatif: Finansal taahhütlerin zamanında ödenmesinin en düşük kapasitesi, artı finansal ve ekonomik durumlarda yakın dönem ters değişiklere açıklığı göstermektedir.

C: Yüksek ödememe riski: Borcu ödememe gerçek bir olasılıktır. Finansal taahhütleri karşılama kapasitesi sadece sürdürülebilir iş ve ekonomiye bağlıdır.

⁶⁶ Tutar, Tutar ve Eren, **a.g.e.**, s.9-10.

D: Ödememe: Gerçek veya çok yakın zamanlı ödememeyi gösterir.

DDD, DD, D: Ödememe: Bu kategorideki yükümlülüklerin notları, borçlunun yeniden organizasyonu ya da likidasyonunda kısmen ya da tamamen iyileşme olasılığına bağlıdır. DDD yükümlülükleri iyileşme için en yüksek potansiyele sahiptir. Mevcut miktarın ve biriken faizin yaklaşık % 90-100'ü arasındadır. DD, % 50-90 aralığında potansiyel iyileşmeyi göstermektedir. D en düşük iyileşme potansiyeline yani % 50'nin altında bir orana sahiptir.

1.6. Uluslararası Kredi Derecelendirme Notunun Önemi

Özellikle gelişmekte olan ülkelerin dış finansman kaynakları içinde uluslararası kuruluşlardan sağlanan fonlar, uluslararası banka kredileri ve diğer kaynaklar yer almaktadır.⁶⁷

Ancak, ülkeler fon kaynağı olarak daha çok uluslararası piyasalardan borçlanmayı tercih etmektedir. Ülkeler daha çok iç tasarrufların yetersizliği ve yüksek maliyeti durumunda dış kaynak sağlama yoluna başvururlar. Borçlanmak isteyen ülkeler ve şirketler borçlarını geri ödeyebilme kapasitelerini göstermek ve yatırımcılardan fon sağlayabilmek için uluslararası geçerliliği olan kredi derecelendirme kuruluşlarından kredi notu alırlar. Kredi notu yüksek olan ülke ve şirketler yurt dışı piyasalardan borçlanırken düşük faiz ve uzun vade avantajı sağlarken, kredi notu düşük olan ülke ve şirketler de yüksek faiz ve kısa vade riskiyle karşı karşıya kalmaktadır. Kredi derecelendirme, ülke ve firmaların piyasa entegrasyonu açısından önem taşıdığı gibi onlara saygınlık da kazandırır.

⁶⁷ Şirvan, a.g.e., s.13.

Aynı zamanda yerli yatırımcıların iş yapması, yurt dışından kredi sağlamaları, tahvil alım satımı ve yurt dışı finansmanı isteyen büyük çaplı altyapı projelerinin düşük maliyetli finansmanı gibi yatırıma dair finansal kaynakların hepsi bu kuruluşların verdikleri notlardan etkilenmektedir.⁶⁸

Anlaşıldığı üzere, kredi derecelendirme kuruluşlarının piyasadaki rolleri oldukça etkindir. Fon ihtiyacı olan tüm kesimler, bu notlardan fazlasıyla etkilenmektedir.

Bununla birlikte, son zamanlarda uluslararası yatırımcılar, geleneksel küresel para birimleri dışındaki para birimleri cinsinden ihraç edilen tahvillere olan taleplerini de artırmışlardır.⁶⁹ Değinildiği üzere, yatırımcıların artık ülkelerin yerel para birimi cinsinden çıkan tahvillerine de rağbet göstermeleri, derecelendirme kavramının ülkeler açısından önemini arttırmıştır.

KDK'lar genel olarak birçok piyasa katılımcısı açısından oldukça önemlidir. Bunların başında ise yatırımcı ve fon sahipleri, menkul kıymet ihraççıları, devletler ile uluslararası veya yerel para ve sermaye piyasaları bulunmaktadır.⁷⁰

1.6.1. Yatırımcılar Açısından Önemi

Yatırımcılar çoğunlukla yatırım kararı alacakları ve portföylerini yönetecekleri zaman kredi riskini değerlemek ve farklı ihraççıları ve farklı borç enstrümanlarını kıyaslarken kredi derecelerini kullanmaktadırlar. Yatırım fonları, emeklilik fonları, bankalar ve sigorta şirketleri gibi kurumsal yatırımcılar ve aracı kurumlar kredi derecelerini kendi kredi analizlerini doğrulamak için kullanırken, kredi riski için bir eşik oluşturmak için de kullanabilmektedir.⁷¹

⁶⁸ Karagöl ve Mihçioğur, **a.g.e.**, s.14

⁶⁹ Cantor, Packer, **a.g.e.**, p.38.

⁷⁰ Akbulak, **a.g.e.**, s.172.

⁷¹ Seval, **a.g.e.**, s.8-9.

Kredi derecelendirme kuruluşları, yatırımcıların yapamayacakları derinleştirilmiş analizlerin dereceler yoluyla anlaşılmasını sağlar. Çeşitli borç enstrümanları arasındaki kalite farkını ortaya koyarak üstlenilecek riskin anlaşılmasına olanak verir. Böylelikle, yatırımcıların risk eğilimlerine göre menkul kıymet tercihi yapabilmelerine imkan sağlar. İkincil piyasaların gelişimine yardımcı olur. Kurumların mali yapısı ve kalitesinin düzenli olarak tetkikine olanak sağlar.⁷²

Özellikle bu kuruluşlar, borçlular (ihraççılar) ve borç verenler (yatırımcılar) arasındaki bilgi boşluğunu veya "bilgi asimetrisi"ni azaltmaya yardımcı olurlar.⁷³

1.6.2. Finansal Kurumlar Açısından Önemi

Basel kriterlerine göre kredi derecelendirmenin amacı, bankaların asgari sermaye yükümlülüklerini yerine getirebilmeleri için, müşterilerinin kredi risklerini ölçerek, risk oranı arttıkça daha yüksek faiz ve daha fazla teminat ve risk oranı düştükçe daha düşük faiz ve daha düşük teminat talep etmesidir.⁷⁴

Özellikle Basel II ve Basel III gibi bankacılık düzenlemelerine tabi olan bankaların, banka sermaye yeterliliklerinde kredi notlarını bir gösterge olarak kullanıyor olmaları kredi derecelendirme kuruluşlarının finansal yapı içerisindeki önemini daha da artırmaktadır.⁷⁵

⁷² Akbulak, **a.g.e.**, s.179.

⁷³ Mark H. Adelson, "Standart&Poors-The Role Of Credit Ratings In The Financial System", May 17, 2012, p.2.

⁷⁴ Kılıçaslan ve Giter, **a.g.e.**, s.17.

⁷⁵ Demir ve Eminer, **a.g.e.**, s.101.

Basel III yaklaşımı esas olarak 2008 küresel krizi nedeniyle ortaya çıkan aksaklıklar dolayısıyla gündeme gelmiştir. Bu düzenleme, Aralık 2009'da alınan G-20 zirvesi kararları neticesinde bankacılık sektöründe kırılganlığın azaltılması, sermayenin nitelik ve niceliğinin artırılması ve uluslararası bir likidite risk ölçüm ve izleme mekanizmasının oluşturulması konularına odaklanmıştır.⁷⁶ Değinildiği üzere, basel yaklaşımları çerçevesinde kredi derecelendirme faaliyetleri finansal kurumlar açısından oldukça önem kazanmış ve ilerleyen dönemlerde de önemini artıracığı düşünülmektedir.

Derecelendirmenin finans kurumlarına faydaları şu şekilde sıralanabilir⁷⁷:

- Faiz oranlarının riske göre farklılaşmasını sağlar.
- Risk faktörüne göre mali kurum tercihi yapılmasına olanak sağlar.
- Bankalarda mevduat maliyetinde tasarruf sağlar.
- Mali yapının güçlenmesini ve risklerin sınırlandırılmasını teşvik eder, etkinliği artırır.
- Devlet garantisi olmaksızın sisteme güven duyulmasına olanak verir.
- Uluslararası finans çevreleri ile ilişkileri geliştirir ve dış fon kullanım maliyetinde tasarruf sağlar.
- Büyük kredilerin derecelendirilmesi, problemlı kredilerin oluşumunu sınırlandırır ve aktif kalitesinin artmasını sağlar.
- Bankaların varlığa dayalı menkul kıymet(VDMK) ihraçlarında üstlendikleri riskin saptanmasını sağlar.

Türkiye'de bankacılık alanında kredi derecelendirme faaliyetleri, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) tarafından gerçekleştirilmektedir.⁷⁸

⁷⁶ Karagöl ve Mıhçıokur, **a.g.e.**, s.27.

⁷⁷ Şirvan, **a.g.e.**, s.7.

⁷⁸ Karagöl ve Mıhçıokur, **a.g.e.**, s.25

1.6.3. Şirketler Açısından Önemi

Şirketler açısından kredi derecelendirme: şirketlerin finansal ve ticari borçları ile ihraç ettikleri borç enstrümanlarına ilişkin faiz, temettü ve anaparalarının belirlenen süre içerisinde (kısa veya uzun), sayısal, niteliksel ölçütler dikkate alınarak, uluslararası istatistiki analiz ve tekniklerden ve ayrıca uzman kadroların deneyimlerinden, pazar bilgisi ve sağduyularından yararlanılarak geri ödenme olasılıklarının saptanması işlemidir.⁷⁹ Kredi derecelendirme, şirketlerin çıkardıkları finansal ürünlerin kalitesini inceleme, izleme ve değerlendirme fırsatı olmayan yatırımcılar için basit ve kullanımı kolay bilgiler sağlayarak mantıklı yatırım kararları almalarına yardımcı olmasını sağlar.⁸⁰ Ayrıca, derecelendirme piyasalarda yeterince tanınmayan küçük ve orta ölçekli işletmelerin borçlanma piyasalarına girmesine olanak tanır.⁸¹

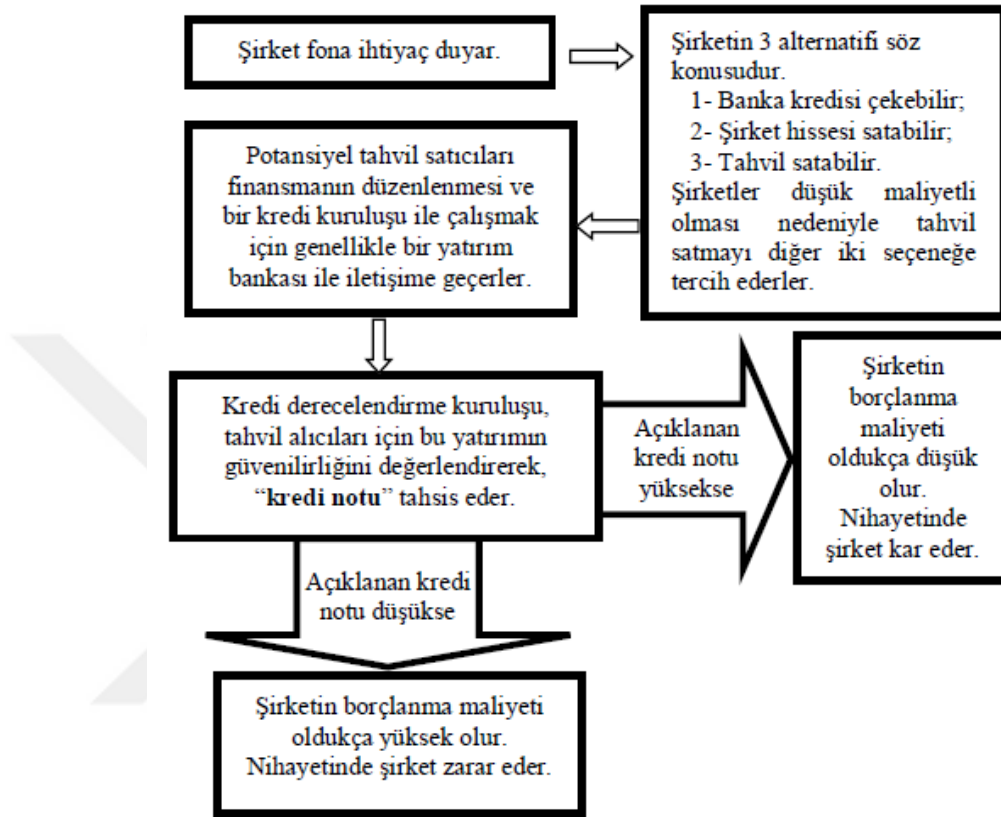
Bir şirket için kredi derecelendirme süreci şirketin fona olan ihtiyaç duymasıyla başlar.

⁷⁹ Akbulak, a.g.e., s.174.

⁸⁰ Mohammed Hemraj, **Credit Rating Agencies**, United Kingdom, Springer International Publishing, 2015, p.25

⁸¹ Akbulak, a.g.e., s.179.

Şekil 4. Şirketlerin Kredi Derecelendirme Sisteminin İşleyişi



Kaynak: Ömer Akçayır, Zafer Yıldız, "Kredi Derecelendirme Notlarının Uluslararası Standardizasyonu ve Türkiye Analizi (1992-2013): Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksi", **Akademik Bakış Dergisi**, Sayı: 40, Ocak – Şubat 2014, s.19.

Şirket derecelendirmesinin başarılı olabilmesi için öncelikle derecelendirme kuruluşu, firmanın faaliyet gösterdiği sektör ile ilgili geniş bir veri tabanına sahip olmalı, bunun yanı sıra firmanın bilanço ve bağımsız denetim raporlarını da elde edebilmesi gerekmektedir.⁸²

Bunun dışında ülkedeki yasal düzenlemeler, teknolojik değişimler, maliyet etkenleri de şirketin kredi notunun belirlenmesinde ana kriterlerdir.

⁸² Karagöl ve Mihçioğur, a.g.e., s.24.

Bunun yanında yönetimin kalitesi ve stratejiler, pazar payı, büyüme hızı, muhasebe uygulamaları da kalitatif diğer yaklaşımları oluşturmaktadır.⁸³

KDK'ların şirketlere verdikleri notların yüksek olması durumunda borçlanma maliyetleri düşer, tersi durumda ise şirket yüksek maliyetle borçlanmak durumunda kalır. Ayrıca, şirketler açısından, KDK'lar tarafından yapılan düşük kredi derecelendirmesi yeniden yapılandırma ve toplu işten çıkarmalara da neden olabilmektedir.⁸⁴

KDK'ların şirketlere verdikleri notlar her zaman beklenen olumlu etkiyi yaratmayabilir. Bu kuruluşların faaliyet gösterdikleri süre içerisinde bunun birçok örneği yaşanmıştır.

Örneğin, 1998 yılında Moody's firması, Alman Sigorta Şirketi Hannover Re'yi derecelendirmek istemiş; ancak firma bu sırada farklı bir derecelendirme kuruluşuyla çalıştığı için bu teklifi ret etmiştir. Moody's buna rağmen şirketi derecelendirerek, diğer kuruluşun olumlu değerlendirmesine karşın olumsuz değerlendirme yaparak düşük not vermiş ve bu durum da şirket hisselerinin piyasa fiyatının kısa sürede düşmesine ve yüz milyonlarca dolar zarar etmesine neden olmuştur.⁸⁵

Bunun gibi birçok örnek, KDK'ların şirketler üzerinde olumsuz etkilere de sebep olduğunu göstermektedir. Ülkemizde ise şirketlerin şu an için bir derecelendirme zorunluluğu bulunmamaktadır.

⁸³ Şirvan, **a.g.e.**, s.7.

⁸⁴ Kerwer, **a.g.e.**, p.15.

⁸⁵ Toraman ve Yürük, **a.g.e.**, s.149.

1.6.4. Sermaye Piyasaları Açısından Önemi

Kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlar, özellikle menkul kıymet ihraç ederek fon sağlamak isteyen kurumlar için oldukça önemlidir. Sermaye piyasaları orta ve uzun vadeli fon arz ve talep edenlerin karşılaştığı piyasalardır. Finans piyasalarındaki hızlı büyüme ve farklılaşma, piyasaya bilginin tam ve doğru şekilde sağlanmasına yardımcı kuruluşlardan biri olan derecelendirme kuruluşlarının ön plana çıkmasına sebep olmuştur.⁸⁶

Derecelendirmenin Sermaye Piyasalarına Faydaları Şunlardır⁸⁷:

- Menkul kıymet alım-satımında bir tavsiye niteliğinde olmamakla beraber hızlı bir referans unsuru oluşturmaktadır.
- Riskin belirlenmesinde standardizasyon sağlamaktadır.
- Menkul kıymet fiyatlarındaki spekülasyon dalgalarını sınırlandırmakla beraber, bir denge unsuru oluşturmaktadır.
- Kurumsal yatırımcıları çekerek piyasanın derinleşmesine olanak sağlamaktadır.
- Yabancı yatırımcıları teşvik eder ve uluslararası piyasalarla entegrasyonu kolaylaştırır.
- Uzun vadeli yatırım eğilimini artırır.

⁸⁶ Karagöl ve Mihçioğur, a.g.e., s.23.

⁸⁷ Şirvan, a.g.e., s.9.

1.6.5. Ülkeler Açısından Önemi

Ülke derecelendirmesi, ülkelerin makroekonomik göstergelerinin zaman içerisindeki gelişimi ile birlikte sosyal ve siyasi faktörlerinde dikkate alınarak, dış borçların öngörülen tutarlarda ve öngörülen zamanda ödenebilme kapasitesinin bir derece ile ifade edilmesidir.⁸⁸

Ülkeler, dış piyasalardan düşük maliyetli ve uygun vadeli kaynak sağlayabilmek ve yurt dışı piyasalardan yatırım çekebilmek için uluslararası alanda kredi derecelendirme notuna ihtiyaç duyarlar. Ükelere verilen bu notlar, dolaylı olarak o ülkede finansmana ihtiyaç duyan tüm yatırımcıları da etkilemektedir. KDK'ların sahip olduğu bu güç, ülkelerin geleceklerini ciddi şekilde etkileyebilmektedir. Ülke ile ilgili negatif düşünceler ya da not düşüşleri, o ülkenin piyasalarını olumsuz etkileyerek yatırımların çıkışına ve hatta krizlerin tetiklenmesine neden olmaktadır.

Belediyeler, yerel hükümetler, ülkeler gibi kamu borçluları açısından düşük kredi derecelendirmesi ülkede mali strese neden olabilmekte ve sonucunda da sosyal güvenlik harcamalarını ve kamu mallarının teminini azaltabilmektedir.⁸⁹

Fonların maliyeti düştükçe devletler veya belediyeler topluma faydalı projeleri daha rahat gerçekleştirebilecek, kamuya olan maliyet düşecek ve böylelikle kamu yararının artması sağlanacaktır.⁹⁰

Bilindiği üzere Türkiye ekonomisine gelen yabancı fonlar doğrudan yabancı yatırımlar ya da kısa vadeli amaçlar için sıcak para olarak para ve sermaye piyasasına

⁸⁸ Gülhan Suadiye, "Kredi Derecelendirme ve Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri", **Mustafa Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, C.III, Sayı: 6, 97-114, 2006, s.2-3.

⁸⁹ Kerwer, **a.g.e.**, p.15.

⁹⁰ Seval, **a.g.e.**, s.10.

gelmektedir. Para ve sermaye piyasasına gelen bu kaynaklar daha çok spekülâtif amaçlıdır.⁹¹

KDK'ların ülkelere giren doğrudan ve dolaylı yatırımlar üzerinde etkili olduğu birçok kesim tarafından kabul görmektedir.

Bazı fonların başka ülkelerde yatırım yapabilmesi için, o ülkelerin yatırım yapılabilir ülkeler seviyesinde olmasını gerektirmektedir. Örneğin Amerika'daki bireysel emeklilik fonları gibi trilyon dolarlık dev yatırım fonlarının diğer bir ülkeye yatırım yapabilmesinin şartı, ülke derecelendirme notunun en az yatırım yapılabilir seviyede olmasıdır. Bundan dolayı, Türkiye gibi uluslararası kabul gören kredi derecelendirme kuruluşları tarafından yatırım yapılabilir seviyede olmayan ülkelere fonların girişi kısıtlanmaktadır.⁹²

KDK'ların şirketler üzerinde olumsuz etkilere de neden olabileceğinden söz etmiştik, bu durum ülkeler açısından da geçerlidir ki bunun en çarpıcı örneklerinden biri Kanada'dır. Üç büyük derecelendirme kuruluşundan biri olan Moody's 1995 yılında Kanada'nın mali yapısını incelemeye almış ve kredi notunu düşürebileceğini ilan etmesi sonucunda Kanada doları, Amerikan doları karşısında değer kaybetmiştir.

Yatırımcıların Kanada tahvillerini ellerinden çıkarmasıyla beraber, bu tahviller üzerindeki faizlerin yükselmesi hükümete milyonlarca dolar ek maliyete neden olmuştur.⁹³

⁹¹ Munise Ilıkkan Özgür, Cuma Demirtaş, "Finansal Gelişme ve Doğrudan Yabancı Yatırımların Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği", **NWSA-Social Sciences**, 3C0129, 10, (3), 76-91, s.87.

⁹² Karagöl ve Mihçioğur, **a.g.e.**, s.14.

⁹³ Tutar, Tutar ve Eren, **a.g.e.**, s.17.

1.6.5.1. Doğrudan Yatırımlar Üzerindeki Etkisi

Ekonomik büyümenin önemli etkenlerinden biri olan doğrudan yabancı yatırımlar, “bir ekonomideki yatırımcının başka bir ekonomide kalıcı gelir elde etmek amacıyla yabancı ülkelerde yaptığı yerleşik varlık yatırımı” olarak tanımlanabilir.⁹⁴

Bir ekonomiye yabancı sermaye iki kanaldan girer. Bunlardan ilki doğrudan yabancı sermaye yatırımları, bir diğeri ise portföy yatırımlarıdır. Cari açığı yüksek bir ülke olmamız nedeniyle, cari açığın finansman kalemlerinden olan doğrudan yatırımlar ülkemiz için ayrıca önemli bir yer tutmaktadır.

Doğrudan yabancı yatırımlar özellikle kalkınma çabası içerisindeki ülkeler için büyük önem taşımaktadır. Çünkü gelişmekte olan ülkeler dış borç yerine, yabancı yatırımların ülkeye girişini tercih etmektedir.⁹⁵

Gelişmekte olan ülkelerin yüksek miktarda DYY çekebilmesi bazı koşullara bağlıdır⁹⁶:

- Diğer ülkelere göre daha çekici bir ekonomik ortama sahip olmaları öncelikli koşullardan biridir. Ücretlerin diğer ülkelere göre düşüklüğü ya da verimliliğin yüksekliği, nüfus ve buna bağlı iç talep yüksekliği, büyüme potansiyelinin olması.
- Ülkede siyasal, sosyal ve ekonomik istikrar olmalıdır. İstikrarsız olan ülkelerde, riskte fazladır.

⁹⁴ Özgür ve Demirtaş, **a.g.e.**, s.77.

⁹⁵ Demir, **a.g.e.**, s.53.

⁹⁶ Mahfi Eğilmez, "Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Türkiye", 23 Ağustos 2016, (Çevrimiçi), <http://www.mahfiegilmez.com/2016/08/dogrudan-yabanc-sermaye-yatirimlar-ve.html>, 15.03.2017.

Bu koşulları sağlayan ölkeler, doğrudan yatırımlar için uygun ölkelerdir. Buna ek olarak, iyi bir ölkede kredi notu da yatırımların artmasını sağlayabilir. Doğrudan yatırımlar uzun dönemli yatırımlar oldukları için, ölkedenin gelecekteki durumu bu yatırımlar üzerinde oldukça etkilidir.

1.6.5.2. Portföy Yatırımları Üzerindeki Etkisi

Yabancı portföy yatırımları, yabancı sermaye sahiplerinin yatırımlarına ilgili ölkedenin borsasına hisse senedi olarak girmesi ya da devletin veya özel sektörün ihraç ettiği tahvil ya da bonoları satın alarak girmesi şeklinde yapılan bir yatırım türüdür.⁹⁷

Sıcak para, risk seviyesinin düşük olduğu ölkelere girerek buradaki faiz avantajlarından yararlanmaktadır. Özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ölkeler, cari açıklarını sıcak para yoluyla finanse etmektedir. Portföy yatırımları da doğrudan yatırımlar kadar olmasa da kredi derecelendirme notundan etkilenmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının ölkelere verdikleri notlarda bir artış olması fon girişini sağladığı gibi, bir düşüş olması da fon çıkışlarına neden olarak ekonomik büyümeyi olumsuz etkilemektedir.

Kredi derecelendirme notunun yüksek olmasının fon girişine olumlu etkisi olması dışında, menkul kıymet piyasalarındaki spekülative dalgalanmaları sınırlandırması ve bir denge unsuru oluşturması açısından da önemlidir.⁹⁸

Değinildiği gibi, Türkiye'nin kronik bir sorunu olan cari açık, para ve sermaye piyasalarına gelen fonlarla finanse edilmektedir. Fakat ölkemizde sermaye piyasaları derinlik ve çeşitlilik açısından istenilen düzeyde bulunmamaktadır. Portföy yatırımlarının arttırılabilmesi için güçlü ve çeşitlendirilmiş bir sermaye piyasasına ihtiyaç duyulmaktadır.

⁹⁷ Kedikli, a.g.e., s.76.

⁹⁸ Akbulak, a.g.e., s.179.

Sermaye piyasalarındaki gelişmeye paralel olarak alınan iyi derecede kredi notlarının da piyasayı olumlu yönde etkilemesi beklenebilir. Ancak, dolaylı yatırımların doğrudan yatırımlara göre kredi derecelendirme sürecinden daha az etkilendiği de göz ardı edilmemelidir.



İKİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE’NİN KREDİ NOTU GEÇMİŞİ VE KREDİ NOTLARININ FİNANSAL PİYASALARDAKİ ETKİSİ

Finans literatüründeki derecelendirme, yükümlü veya borçlunun anapara, faiz ve diğer ek yükümlülükleri sözleşmede uygun görülen zamanda ve tam olarak ödeme isteği ve kabiliyetine sahip olup olmadığını ve seviyesini belirlenmiş ölçütlere göre ölçen bir araç olarak tanımlamak mümkündür. Diğer bir anlatımla da, ödenmeme riskinin(default riski) göstergesi olarak kabul edilen analitik ve ayrıca öznel bir süreçtir.⁹⁹

Kredi notlarının finans piyasalarındaki önemi, özellikle ülkelere giriş yapan çeşitli fonların piyasadaki değişimlerden aşırı ve hızlı bir şekilde etkileniyor olmasından ileri gelmektedir. Bu bölümde, öncelikle kredi derecelendirme kuruluşlarının genel olarak finansal piyasalardaki rolünden söz edilecek ve ardından Türkiye’nin derecelendirme sürecine nasıl dahil olduğu üzerinde durulacaktır. Devamında ise, derecelendirmenin Türkiye’deki finansal sistem üzerine etkilerinden söz edilerek, nihayetinde bu kuruluşlara yöneltilen eleştiriler ve uymaları gereken etik ilkeler sıralanacaktır.

2.1. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Finansal Piyasalardaki Rolü

Kredi derecelendirme kuruluşları, küresel bankacılık ve menkul kıymet piyasalarında çok önemli bir yere sahiptir.¹⁰⁰ Günümüzde rating olmadan yurt dışı finans piyasalarından borçlanmak imkansız hale gelmiştir. Küresel finans piyasalarında rating en önemli gösterge olarak kabul görmektedir.¹⁰¹ Bu anlamda ülke kredi notları, bireysel veya kurumsal tüm yatırımcıların, ülkelere dönük risk algılarının oluşmasında etkili olmaktadır.¹⁰²

⁹⁹ Akbulak, a.g.e., s.174.

¹⁰⁰ Tutar, Tutar ve Eren, a.g.e., s.4-5.

¹⁰¹ Şirvan, a.g.e., s.10.

¹⁰² Yıldız, a.g.e., s.14.

KDK'ların kredi değeriğini ölçmek için kullandığı metodolojiler, yatırımcıların finansal piyasalara erişimi belirlemektedir. Yüksek kaliteli kredi derecelendirme (yatırım yapılabilir seviye) en likit sermaye piyasalarına ulaşım olanağını sağlarken, düşük kredi derecelendirmesi (spekülatif derece) ise likit sermaye piyasalarına ulaşım olanağını engellemektedir.¹⁰³

Sermaye piyasalarında bilgiye ulaşmak, piyasa katılımcıları açısından hem zaman kaybına hem de yüksek bir maliyete neden olmaktadır. Bu nedenle piyasa aktörlerine doğru, güvenilir ve herkes tarafından anlaşılabilir bir analiz gerekmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşlarına gereksinim duyulmasının sebeplerinden biri de, mevcut bilgilere ulaşabilmekten çok, derecelendirilen finansal varlıkların gelecekteki durumları hakkında sağlıklı ve gerçekçi sinyaller sağlayacağı beklentisidir.¹⁰⁴

Fon arayışı içerisinde bulunan kesimler, menkul kıymet ihracı yoluyla(bono, tahvil, hisse senedi v.b.) piyasalardan borçlanabilmektedir. KDK'lar bu tür borç enstrümanları arasındaki kalite farkının, dolayısıyla üstlenilecek riskin anlaşılması noktasında yatırımcılara rehberlik etmektedir. Yatırımcıların risk eğilimlerine göre menkul kıymet tercihi yapabilmelerine fırsat tanımakta ve ikincil piyasaların gelişimine katkıda bulunmaktadır.¹⁰⁵

Kredi derecelendirme kuruluşları, kredibilitede meydana gelen değişimlere dikkat çekerek borçlunun hesap verilebilirliğini artırmaktadır. Bu nedenle, KDK'lar öncelikle finansal piyasalarda hesap verilebilirliği sağlamaktadır.¹⁰⁶

¹⁰³ Kerwer, **a.g.e.**, p.12.

¹⁰⁴ Karagöl ve Mıhçıokur, **a.g.e.**, s.14.

¹⁰⁵ Akbulak, **a.g.e.**, s.179.

¹⁰⁶ Kerwer, **a.g.e.**, p.9.

KDK'lar tarafından verilen kredi notlarının olumlu veya olumsuz olması finansal piyasa katılımcılarını da etkilemektedir. Kredi notunun düşürülmesiyle, şirketler ve ülkeler sadece yüksek borçlanma maliyeti riskiyle karşı karşıya kalmamaktadır. Bu durum, yatırımcıların daha sonraki yatırım fırsatlarına erişimini engellemesinin yanında, borç almak isteyenlerin de sermaye piyasalarına erişimini engellemektedir.¹⁰⁷

Derecelendirmenin finansal sisteme katkıları şu şekilde sıralanabilir¹⁰⁸:

- Tasarrufların hem mobilize olmasına hem de daha etkin şekilde yönlendirilebilmesine olanak sağlar,
- Sermaye piyasalarına daha fazla şeffaflık ve derinlik getirir,
- Finansal sistemdeki belirsizliği azaltarak, finansal sistemin istikrarlı ve sağlıklı olmasına katkı sağlar,
- Yabancı sermayenin ülkelere girişi için bir güven ortamı sağladığı için yabancı yatırımları teşvik eder.

2.2. Türkiye'nin Kredi Derecelendirme Süreci

Türkiye'de, 1970'li yılların sonunda ödemeler dengesi problemleri nedeniyle yaşanmaya başlanan ekonomik durgunluk, sanayinin döviz gereksinimini de karşılayabilecek yeni bir sanayileşme stratejisinin benimsenmesi zorunluluğunu ortaya koymuştur. 1980 yılında, iç pazara yönelik üretimin yapıldığı ithal ikameci sanayileşme politikası bırakılarak, piyasa ekonomisine dayalı, dışa açılmayı ve dışsatıma yönelik üretimi temel alan bir kalkınma politikası benimsenmiştir.¹⁰⁹

¹⁰⁷ A.e., p.14.

¹⁰⁸ Yıldız, a.g.e., s.522.

¹⁰⁹ Ersin Özince, "Finansal Sektör –Uluslararası Gelişmeler ve Türkiye Deneyimi", Temmuz 2008, (Çevrimiçi), <http://journal.mufad.org.tr/attachments/article/273/3.pdf>, 13 Nisan 2017, s.29.

Türkiye'nin dışsatıma dayalı büyüme stratejisi benimseyerek uluslararası piyasalara açılma sürecine girmiş olduğu bu dönem, 1989'da sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile devam etmiştir.¹¹⁰

1990'lı yıllar Türkiye'nin sadece uluslararası piyasalardan borçlanmaya başladığı yıllar olarak değil, aynı zamanda uluslararası piyasalara entegrasyonunun başladığı bir dönem olarak da karşımıza çıkmaktadır. 1996 yılında Avrupa Birliği ile Gümrük Birliği anlaşması yapılması sonucunda Türkiye'nin ticaret hacmini arttıracak ve ekonomik büyümesine katkı sağlayacak yeni pazarlar ortaya çıkmıştır.¹¹¹ Her ne kadar Türkiye'nin Avrupa Birliği ile Gümrük Birliği anlaşması yaptığı tarihlerde ülkemizde derecelendirme zorunluluğu olmasa da şirketlerin iyi bir kredi notuna sahip olması yapılacak ticaretin niteliği açısından önemli bir yer tutmaktadır denilebilir.¹¹²

Türkiye derecelendirme (rating) işlemi ile ilk kez 1991 yılında, tanışmış ve ilk notu 04.05.1992 tarihinde Standard & Poor's şirketi tarafından "BBB", not görünümü ise "durağan" olarak açıklanmıştır.¹¹³

Standard and Poor's'un Türkiye'ye "BBB" notunu vermesinin ardından ikinci büyük kredi derecelendirme kuruluşu olarak kabul edilen Moody's de Türkiye'nin ilk kredi notunu açıklamıştır. Moody's'in ilk Türkiye kredi notu Baa3'tür. Türkiye'ye bu notların verilmesinin nedeni olarak da geçmiş 10 yıllık dönemde, Türkiye'nin ekonomisini serbest piyasa sistemine dönüştürmesindeki başarısı gösterilmiştir.¹¹⁴

Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun sonuncusu olan Fitch Ratings, Türkiye'ye ilk kredi notunu 1994 yılında vermiştir. İlk kredi notumuz yatırım yapılabilir seviyenin altında "B" olarak belirlenmiştir. Türkiye'ye üç büyük kredi

¹¹⁰ Özgür ve Demirtaş, a.g.e., s.80.

¹¹¹ Akçayır ve Yıldız, a.g.e., s.9.

¹¹² Demir, a.g.e., s.77.

¹¹³ Akçayır ve Yıldız, a.g.e., s.9.

¹¹⁴ Yenmez, a.g.e., s.77.

derecelendirme kuruluğu tarafından verilen uzun vadeli yabancı para cinsinden kredi notlarına sonraki bölümde detaylı olarak değinilecektir.

Türkiye'de derecelendirme kuruluşlarının faaliyeti, gözetim ve denetimine ilişkin düzenlemeler Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) ile Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) tarafından yapılmaktadır.

Derecelendirme, Sermaye Piyasası Kurulu'nun yayınlamış olduğu Seri VIII, 51 Nolu Tebliğ'de, "İşletmelerin risk durumları ve ödeyebilirliklerinin veya borçluluğu temsil eden sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz ve benzeri yükümlölüklerinin vadelerinde karşılanabilirliğinin derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değeriendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyetidir." şeklinde tanımlanmıştır.¹¹⁵ Kurul tarafından faaliyetlerine izin verilen yerel ve uluslararası KDK'lar Tablo 5'te yer almaktadır.

Tablo 4. Derecelendirme Faaliyetiyle Yetkili Kuruluşlar

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

Kaynak: SPK, "Derecelendirme Faaliyetiyle Yetkili Kuruluşlar", (Çevrimiçi), <http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=6&pid=10&subid=1>, 15 Ocak 2017.

¹¹⁵ SPK, Sermaye Piyasası Kurulu Eğitim Semineri Kitapçığı, Ankara, y.y., 2012, s.205.

2.3. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Türkiye’deki Finansal Sistem Üzerindeki Etkileri

Kredi derecelendirme kuruluşları, ülkelere verdikleri kredi notları ile ülkelerin, şirketlerin ve banka gibi finansal kurumların yatırımcı nezdindeki kredi değerliliğinin belirlenmesinde önemli bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır.

Bulunduğumuz dönem itibariyle, Türkiye uluslararası piyasalarda kabul görmüş üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu (S&P, Moody’s ve Fitch) tarafından “yatırım yapılabilir seviye”nin altında notlandırılmıştır. Bu Türkiye’nin uygun maliyetli ve uzun vadeli finansman sağlama konusunda sıkıntı yaşamasına neden olabilecek bir durumdur. Günümüzde kredi notunun, uluslararası piyasalarda borçlanabilmek adına önemli bir ölçüt olarak görülmesi, yatırımcıların ülkemize yatırım yapmasına engel olabileceği gibi, var olan fonlarını da geri çekmelerine neden olabilir. Kredi notunun yükselmesi yüksek maliyetli iç kaynaklar yerine, düşük maliyetli dış kaynaklara ulaşım imkanını artırmaktadır. Ancak tersi bir durum, düşük maliyetli kaynaklara ulaşım imkanını sınırlandırır. Bu da kredi derecelendirme notunun ne kadar önemli olduğunu göstermektedir. Özellikle gelişmekte olan bir ülke olmamız nedeniyle, büyüme hedefleri doğrultusunda ihtiyaç duyduğumuz yatırımları çekebilmemiz ancak yatırım yapılabilir seviyede notlarla mümkündür.

Anlaşıldığı gibi, derecelendirmenin düşük olması ülkeye döviz girişini engelleyebilmektedir. Yurt dışı fonlar olarak nitelendirdiğimiz tahvil, bono, hisse senedi, döviz gibi finansal enstrümanlara yatırım yapılabilmesi, iyi derecede kredi notlarına bağlıdır. Türk sermaye piyasalarına yurt dışından yatırım yapmak isteyen kurumsal yatırımcılar ya da şirketler, kredi notlarına göre yatırım yapmaktadır. Bu durumda kredi notlarının yatırım yapılabilir seviyelerde olması, ülkedeki finansal piyasa aktörleri açısından da oldukça önemlidir.

Finansal piyasalara fon girişlerinin kredi notunun düştüğü dönemlerde azalma gösterirken, kredi notunun yüksek olduğu dönemlerde arttığı bilinmektedir. Ülkemizde bankalar ve diğer finansal kurumlar açısından uygun maliyetli fon bulmak oldukça önemlidir. Bilindiği üzere ülke notlarında bir düşüş yaşandığında, bu not düşüşleri o ülkede faaliyet gösteren finansal kurumlar ve şirketlerin de notlarına yansımaktadır. Türkiye'nin 2017 yılı itibariyle düşürülen yabancı para cinsinden uzun vadeli kredi notlarının ardından, üç büyük kredi derecelendirme kuruluşundan biri olan Fitch Ratings, 18 Türk bankasının ve bağlı ortaklıklarının yabancı para cinsinden uzun vadeli kredi notlarını düşürmüştür. Diğer iki kredi derecelendirme kuruluşu S&P ve Moody's ise ülke kredi notu görünümündeki bozulmanın bir yansıması olarak bazı bankaların not görünümünde indirimde gitmiştir. Not düşüşünde bankacılık kesiminin yurt dışından sağladıkları sendikasyon kredisi maliyeti artarken, not artışı olduğunda ise düşmektedir. Türk bankalarının yurt dışı piyasalardan aldıkları bu kredilerin faizlerindeki artışlar, iç piyasadaki kredi maliyetlerinin de artmasına sebep olmaktadır. Dolayısıyla Türkiye açısından düşünüldüğünde, ülke notunun finansal piyasalar açısından ne kadar önem arz ettiği ortadadır. Görüldüğü gibi, ülke kredi notu sadece bir görüş niteliğinde değil, ülke ekonomisi üzerinde doğrudan etkisi olan bir veridir.

Türkiye'nin kredi derecelendirme geçmişi çok uzun yıllara dayanmaktadır. Türkiye'nin kredi notlarının çoğunlukla istenilen seviyelerde olmaması KDK'ların birçok ekonomist ve siyasetçi tarafından eleştirilmesine neden olmuştur. Öte yandan, Türkiye'nin özellikle ekonomik açıdan oldukça olumlu performans gösterdiği dönemlerin, kredi derecelendirme kuruluşları tarafından kredi notlarına yeterince yansıtılmaması, Türkiye'nin daha yüksek maliyet ile fon ihtiyacını karşılamasına neden olmuştur.

Günümüzde derecelendirme, piyasaların düzenlenmesi açısından da kullanıldığı için ilerleyen dönemlerde de öneminin artacağı ortadadır. Özellikle, Basel II ile uyum çerçevesinde bankaların yurt dışından sağladığı kredilerde ülkenin “sovereign rating”i yani ülke riski derecelendirmesi esas alınacaktır.

Böylelikle¹¹⁶;

- Türkiye’nin etkin bir finans sistemine sahip olması ve bankaların daha uygun maliyetlerle fon sağlaması için sovereign ratinginin yüksek olması ihtiyacı her zamankinden daha fazla olacaktır.
- Kredi riski hesaplamalarında, kredi derecelendirmesi temel ölçüt haline gelecek. Türk şirketlerinin çoğunluğunun kredi derecelendirme kuruluşlarından alınmış kredi notları bulunmadığından, bu şirketler yüksek bir risk ağırlığına sahip olacak olmaları nedeniyle, Türk bankaları sermayelerinin büyük kısmını bu firmalara verecekleri krediler için ayırmak durumunda kalacaklar.
- Hazine’nin çıkardığı döviz cinsinden veya dövizde endeksli tahviller, Türk Lirası cinsinden tahvillere göre daha yüksek bir risk ağırlığına tabi tutulacaktır.
- Portföy çeşitlendirme yoluyla risk ağırlıklarını azaltmak mümkün hale gelecektir. Böylece bankalar farklı ürünler veya piyasalara girme ihtiyacını hissedecektir.

Öte yandan, ülkelerin kredi notlarını yükseltebilmeleri ekonomi, eğitim, adalet vb. birçok alanda yapısal reformları da gerektirmektedir. Bu yapısal ekonomik reformlara Türkiye açısından bakacak olursak en önemlileri üç başlıkta toplanabilir¹¹⁷:

¹¹⁶ Halıcı, a.g.e., s.77.

¹¹⁷ Mahfi Eğilmez, "Nedir Bu Yapısal Reformlar?" 11 Ocak 2011, (Çevrimiçi), <http://www.mahfiegilmez.com/2012/01/nedir-bu-yapsal-reformlar.html>, 05.03.2017.

- Büyümenin ithalata bağımlı yapıdan kurtarılması ve cari açığın düşürülmesi.
- Vergi sisteminin dolaylı vergilere dayalı olmaktan çıkarılıp, dolaysız vergilere ağırlık verilmesi.
- Enerji ithalatının azaltılması için gerekli tasarruf önlemlerinin alınması.

Türkiye’de finansal sistemin bir parçası olan şirketlerin derecelendirmeye ihtiyaçları olup olmadığı konusunda genel olarak yapılan değerlendirmeler ise şu şekildedir: Ülkemizde menkul kıymet ihraçları kamu ve özel sektör yönünden ele alındığında, kamunun tartışılmaz bir üstünlüğü olduğu bilinmektedir. Ayrıca Türkiye’de şirketlerin finansman sağlamak için kullandıkları yöntemler dikkate alındığında, tahvil yoluyla finansmanın görece ağırlığı artmasına rağmen, hala banka kredilerine ağırlık verdikleri görülmektedir.¹¹⁸

Bu durum, Türkiye’de faaliyet gösteren şirketler açısından derecelendirme kavramının yeterince gelişmediğini göstermektedir. Bununla birlikte Türkiye’de derecelendirme kavramı, sermaye piyasalarının derinlik ve çeşitlilik açısından istenilen düzeyde bulunmaması nedeniyle de yeterince gelişmemiştir.

2.4. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına Yöneltilen Eleştiriler

Kredi derecelendirme kuruluşlarının öngörülerinde yaşanan sapmalar ve bunların giderek artması, kredi notlarını açıklamada yapılan zamanlama hataları, derecelendirme notlarının volatilitésinin yüksekliği, gelişmekte olan ülke ve piyasalarda yaşanan iyileşmelerin kredi notlarına yansımalarının gecikmesi ve beklentilerin altında notlarla değerlendirmelerin yapılması kredi derecelendirme kuruluşlarına yöneltilen eleştirilerden bazılarıdır.¹¹⁹

¹¹⁸ Suadiye, a.g.e., s.7-8.

¹¹⁹ Demir ve Eminer, a.g.e., s.105.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının oligopol yapısı, tarafsızlıkları konusundaki şüpheler, metodolojilerin değişen konjonktüre ayak uyduramaması, yaşanan çıkar çatışmaları, yatırımcıları yanlış yönlendirmeleri, yeni çıkan finansal enstrümanlara yüksek notlar vermeleri de yine bu kuruluşlara yöneltilen diğer eleştiriler arasında yer almaktadır.

Bu kuruluşların değerlendirmelerine yönelik en temel eleştiri ise şeffaf olmamalarıdır.¹²⁰ Üç kuruluş da, benzer faktörler üzerinden derecelendirme yaptığını ve açıkladıkları raporlarla ülkelere bakış açılarını belirttiklerini ifade etseler de, bu unsurlar arasındaki öncelik ve etki düzeylerini kamuoyu ile paylaşmamaları da kuruluşlara yöneltilen bir diğer eleştiri noktasıdır.¹²¹

Bu kuruluşlar tarafından verilen farklı notlar, yatırımcıların hangi ülke ya da piyasaya yatırım yapabilecekleri hususunda kafa karışıklığına neden olarak, yanlış yatırım kararlarına da sebebiyet vermektedir. Kredi derecelendirme için uluslararası standartlar belirlenerek sistemin yatırımcılar tarafından daha anlaşılır bir hale getirilmesi gerekmektedir.

Son zamanlarda sık eleştiri alan bir diğer konu, kredi derecelendirme şirketlerinin yıllık ücret, izleme ücretlerine ek olarak şirketin çıkardığı her bir tahvil için ayrı ücret almaları sonucunda kazançlarının aşırı artmasıdır.¹²²

Ayrıca, KDK'ların verdikleri şaibeli notlar ve sonucunda yarattıkları krizler de kamuoyunda çokça yer almıştır. Bunlardan en bilineni; Derecelendirme kuruluşlarının en büyük fiyaskolarından biri olarak bilinen Enron vakasıdır. Derecelendirme kuruluşlarından S&P ve Moody's notlarını Enron'un batışından dört gün öncesine kadar koruyarak büyük bir skandala sebebiyet vermişlerdir.

¹²⁰ Gunther Tichy, "Credit Rating Agencies: Part of the Solution or Part of the Problem?", **Intereconomics**, 2011, p.5.

¹²¹ Kargı, **a.g.e.**, s.358.

¹²² Toraman ve Yürük, **a.g.e.**, s.149.

Orange Country California, Mercury Finance, Pasific Gas&Electric, WorldCom, Delphi, General Motors ve Ford örneklerinde de büyük değerlendirme kuruluşları yatırımcıları kötü gidişat hakkında vaktinde uarmaktan çok uzak kalmışlardır.¹²³

Bu örneklerde dikkat edilmesi gereken bir hususta şudur ki; kredi derecelendirme kuruluşları şirketlerden gelen mali tabloların doğrulunu araştırmaz ve bu verilere itimat edip değerlendirmelerini de bunları baz alarak yaparlar. Karşılıklı suiistimaller sonucu ortaya çıkan bu gibi vakalar, yatırımcıların ve piyasaların olumsuz etkilenmesine neden olmaktadır.

KDK'ların neden oldukları bir diğer sorun ise yatırımcıları yanlış yönlendirerek finansal piyasaları, krizlere karşı savunmasız bırakmalarıdır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının yatırımcıları olası krizler konusunda erkenden uarması beklenirken, bu konuda başarılı olamadıklarını başta Asya krizi, sonrasında 2008 küresel krizi ve devamında Avrupa borç krizinde göstermişlerdir. Bunun da ötesinde, bu kuruluşlar bahsedilen krizlerin nedenleri arasında gösterilmişlerdir.

Bu kuruluşların Asya krizini tahmin edememiş olmaları yanında kriz sonrası da bu ülkeleri; Endonezya, Malezya, Kore ve Tayland'ı fazlasıyla düşük derecelendirmeleri ve uzun süre bu notları korumaları nedeniyle bu ülkelerin karşılaştığı zararlar daha da artmıştır.¹²⁴

Özellikle ABD'deki konut kredisi piyasasında yaşanan balonun tahmin edilemeyerek notlandırmalara yansıtılmamış olması nedeniyle, bu kuruluşlar önemli eleştirilere maruz kalmışlardır.¹²⁵ Bu küresel ekonomik krizden, gelişmiş ülkeler, gelişmekte olan ülkeler ya da az gelişmiş ülkelere göre daha fazla etkilenmişlerdir.

¹²³ Tutar, Tutar ve Eren, **a.g.e.**, s.18.

¹²⁴ Demir ve Eminer, **a.g.e.**, s.110.

¹²⁵ Kargı, **a.g.e.**, s.357.

2008 krizi sadece ABD'yi etkilemekle kalmayarak birçok ülke ekonomisinin (Yunanistan, İrlanda, İtalya, Portekiz, İspanya, Macaristan, İzlanda, Türkiye ve Letonya gibi) zor durumda kalmasına sebep olmuştur.¹²⁶

KDK'ların neden olduğu bu sorunların önlenmesi adına öncelikle hesap verilebilirlikleri sağlanmalıdır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının, uluslararası alanda denetlenmesini sağlayacak bir mekanizmaya ihtiyaç vardır.

Özellikle 1970'li yıllardaki ekonomik bunalımlar sonucu yaşanan borç krizleri nedeniyle KDK'ların önemi artmış ve Amerikan Sermaye Piyasası Kurulu(Securities and Exchange Commission, SEC)derecelendirme kuruluşlarının faaliyetlerini ve piyasaya giriş çıkışlarını düzenlemek amacıyla 1975 yılından itibaren piyasalar tarafından güvenilirliği kabul edilmiş olan derecelendirme kuruluşlarına "ulusal kabul görmüş istatistiki derecelendirme kuruluşları (NRSRO)" adını vermiştir.¹²⁷

Günümüzde NRSRO statüsüne sahip 10 kredi derecelendirme kuruluşu bulunmaktadır. Bunlar; Moody's Investor Service, Standard & Poor's, Fitch Ratings, A. M. Best Company, Dominion Bond Rating Service Ltd., Japan Credit Rating Agency Ltd., R&I Inc., Egan-Jones Ratings Company, LACE Financial, Realpoint LLC'dir.

Düzenleyici kurumlardan bir diğeri olan Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları Teşkilatı (IOSCO- The International Organization of Securities Commissions) 1983 yılında kurulmuştur. IOSCO 2003, 2004, 2008 ve 2009 yıllarında derecelendirme kuruluşlarının uyması gereken ilkeleri ve yönetmelikleri belirleyerek bu kuruluşların düzenlemesi için adımlar atmıştır.¹²⁸

¹²⁶ Yıldız, a.g.e., s.526-527.

¹²⁷ Hakan Kalkan, "Bizim de Kredi Derecelendirme Kuruluşlarımız Olsa Nasıl Olur? ", **Tesam Türkiye Ekonomik, Siyasal ve Stratejik Araştırmalar Merkezi**, Nisan 2017, (Çevrimiçi), <http://tesam.org.tr/bizim-de-kredi-derecelendirme-kuruluslarimiz-olsa-nasil-olur/>, 30 Nisan 2017.

¹²⁸ Yıldız, a.g.e., s.528.

Yapılan tüm eleştirilere rağmen, KDK'lar piyasadaki rollerinin önemi açısından tüm kesimler tarafından dikkatle takip edilmektedir. Ancak, KDK'lar için güçlü bir denetim ve gözetim mekanizmasının oluşturulması tüm piyasa oyuncuları tarafından beklenmektedir. KDK'lar her geçen gün derinleşen finansal piyasaların ihtiyaçları doğrultusunda ve yatırımcılardan gelen taleplerin de etkisiyle önemini artırmaktadır.

2.4.1 Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Uyması Gereken Etik İlkeler

Kredi derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme evresinde uymaları gereken bazı etik ilkeler şu şekilde sıralanabilir¹²⁹:

- **Tarafsızlık:** Derecelendirme sürecinin, ilgili derecelendirme kuruluşunun ortaklık yapısı ve/veya yönetim kurulundaki çıkar çatışmalarından etkilenmeyecek şekilde bağımsız olması gerekmektedir.
- **Objektiflik:** Müşterilerin derecelendirilmesinde kullanılan değerlendirme ölçütlerinin doğruluğu geçmiş tecrübelerle kanıtlanmış olmalıdır.
- **Açıklama yükümlülüğü:** Krediyle ilgili değerlendirme yöntemi, kullanılan zaman aralığı, her bir değerlendirme kategorisinde bulunan temerrüt oranlarının ve derecelerin değişme olasılıkları, her bir derecelendirme notunun anlamı ve derecelendirme kuruluşları tarafından kullanılan genel yöntemin kamuoyuyla paylaşılması gerekmektedir.
- **Uluslararası erişilebilirlik/şeffaflık:** Ulusal ve uluslararası tüm kuruluşların, yetkili derecelendirme kuruluşlarının verdikleri bireysel derecelendirme notlarına ulaşimleri eşit olanaklarla sağlanabilmelidir.

¹²⁹ Kılıçaslan ve Giter, a.g.e., s.70.

- **İtibar:** Üçüncü şahıs ve kurumlar tarafından yetkili derecelendirme kuruluşlarının derecelendirmelerine gösterilen güven ve gizli bilgilerin suistimal edilmesini engelleyen kalite güvencesi sistemlerinin olması derecelendirme kuruluşları için bir prestij meselesi olması yönünden önem taşımaktadır.
- **Kaynak yeterliliği:** Yetkili derecelendirme kuruluşunun yüksek kalitede değerlendirme yapabilmesi için gerekli tüm kaynaklara ulaşımı sağlanmalıdır.



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ÜLKE KREDİ NOTLARININ TEMEL MAKROEKONOMİK VERİLERLE UYUMLULUĞUNUN ANALİZİ

Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları ülkelere verdikleri notları tayin ederken ekonomik, politik ve sosyal değişkenleri bir arada kullanırlar. Her ne kadar hangi değişkenlere ne ölçüde ağırlık verdiklerini tam olarak kamuoyuyla paylaşmasalar da ekonomik göstergelerin kredi derecelendirme kuruluşları için notların belirlenmesinde en önemli kriter olduğu ortadadır.

Çalışmanın bu bölümünde, Türkiye'nin ülke kredi notları üzerinde durulacaktır. Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu S&P, Moody's ve Fitch Ratings tarafından Türkiye'ye verilen uzun vadeli yabancı para cinsinden ülke kredi notlarının, temel makroekonomik verilerle uyumluluğu bazı mantıksal ve istatistiksel değerlendirmeler aracılığıyla analiz edilecektir. Daha sonra, Türkiye ile seçilmiş bazı ülkelerin, üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu tarafından aldıkları notlar, belli temel makroekonomik veriler de baz alınarak karşılaştırılacak ve notlar arasındaki farklılıklar ortaya konulmaya çalışılacaktır. Öte yandan CDS primleri ve kredi notları arasındaki ilişkiye değinilerek, NRSRO bünyesindeki derecelendirme kuruluşlarına, bu kuruluşların yaptıkları derecelendirmelere ve gelirlerine ilişkin bilgiler paylaşılacaktır.

3.1. Türkiye'nin Ülke Kredi Notları

Türkiye için kredi notu süreci 1991 yılına başlamıştır. 1989 yılından sonra sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile beraber Türkiye'ye aşırı bir yabancı sermaye girişi yaşanmıştır. Aynı zamanda uluslararası tahvil piyasasına giriş yapılmış, ilk olarak ABD'nin savunma amaçlı kredilerine tanınan finansman olanağıyla başlayan dış piyasalarda tahvil satışı giderek yaygınlaşmıştır.

Dünya para piyasalarından borçlanmaya başlanması ile Türkiye'nin kredi derecelendirme süreci başlamıştır.¹³⁰

1990'lı yıllarda Türkiye ekonomisinin görünümü, kamu sektörünün daha aktif olduğu, özel sektörün ise daha yeni kurulmuş aile şirketlerinden oluştuğu bir dönemdi. Ekonomide kamu sektörü ağırlıklı olduğundan kamu borcunun milli gelire oranı yüzde 10 civarında, geri ödeme oranı ise daha düşük seviyelerdeydi. Bu oran düşük olmasına rağmen, 1989 yılında dışa açılma ile birlikte gelen yabancı fonlar parasal tabanı genişletmiş, bu parasal taban Merkez Bankası tarafından sterilize edilmek yerine büyük oranda hazine kağıtlarıyla likidite kamu tarafından kullanılması sonucunda enflasyonist bir etki yaratmıştır.¹³¹

Aynı zamanda açıklanan özelleştirmelerin yapılmaması ve enflasyonun da yüksek seviyelerde seyretmeye devam etmesi nedeniyle 1993 yılına gelindiğinde ülke notu, kredi derecelendirme kuruluşu Moody's tarafından yatırım yapılabilir seviyeden (Baa3) spekülatif seviyeye (Ba1) indirilmiş, sonuç olarak Türkiye'yi ani olarak dalgalanmaya itmiştir. Bu durum 1994 krizini etkileyen unsurlardan biri olmuştur. 1994 krizinde S&P ve Moody's Türkiye'nin notunu art arda indirerek yatırım yapılabilir seviyeden spekülatif seviyeye çekmiştir. Fitch ise 1995 yılında Türkiye'nin kredi derecelendirme notunu (BBB)' den (BB)'ye, 1996 yılında ise (B+)'ya indirmiştir. 2004 yılına kadar farklı bir seyir izlemeyen derecelendirme notu 2004 yılında S&P (BB-), 2005 yılında da Moody's (Ba3) ve Fitch tarafından (BB-)'ye yükseltilmiştir.¹³²

¹³⁰ Karagöl ve Mihçioğur, **a.g.e.**, s.17.

¹³¹ **A.e.**, s.18.

¹³² Toraman ve Yürük, **a.g.e.**, s.143.

Tablo 5. 2003-2005 Ülke Notu Değişimi

Tarih	S&P	Moody's	Fitch
2003	B+ (0)		
2004	BB- (0)	B1 (0)	B+ (+)
2005		Ba3 (0)	BB- (+)

(0)=Durağan, (+)=Pozitif

Türkiye'nin notlarının yatırım yapılabilir seviyelere tekrar gelmesi 2012 yılından itibaren mümkün olabilmektedir. İlk olarak Fitch, Kasım 2012'de Türkiye ekonomisindeki olumlu gelişmeleri gerekçe göstererek ülke notunu BBB- (durağan) notu ile tekrar yatırım yapılabilir seviyeye yükselten ilk kurum olmuştur. Ardından Mayıs 2013'te Moody's de Baa3 (durağan) notu ile ikinci yatırım yapılabilir seviyede not veren diğer bir kuruluş olmuş ve böylelikle Türkiye'ye fon girişi hızlanmıştır. Düşük riskli varlıklara yatırım yapan emeklilik fonları gibi büyük fonlar, bir ülkeye yatırım yaparken en az iki kurumdan yatırım yapılabilir seviye notu olmasını beklemektedir.

Tablo 6. 2011-2013 Ülke Notu Değişimi

Tarih	S&P	Moody's	Fitch
2011	BB (+)		BB+ (0)
2012	BB+ (0)	Ba1 (+)	BBB- (0)
2013	BB+ (0)	Baa3 (0)	

(0)=Durağan, (+)=Pozitif

2015 yılında ise Moody's (Baa3) ve Fitch (BBB-) tarafından yatırım yapılabilir ülke konumundayken, 2016 yılında Fitch (BBB-) ile tek bir yatırım yapılabilir notumuz kalmıştır.

Türkiye'nin Nisan 2017 itibariyle kredi notlarına baktığımızda, S&P tarafından BB yani yatırım yapılamaz seviyede ve görünümünün de negatiftir. S&P'ye göre BB notuna sahip ülkelerin ekonomisinde belirsizlikler vardır ve bu belirsizlikler borç ödeme dengelerini etkileyebilecek karakteristiktir. Moody's a göre Ba1 (negatif) yani yatırım yapılabilir seviyenin altındadır. Moody's'a göre Ba grubundaki ülkeler; spekülâtif unsurlara sahiptir ve gelecekleri hakkında önceden bir tahmin yapılamamaktadır. Anapara ve faiz ödemelerindeki güvenilirlikleri ise genelde orta düzeyde olup ılımlı bir yapıya sahiptir. Bu güvenilirlik gelecekte hem iyi hem de kötü koşullarda korunmayabilir. Gelecek tamamen belirsizdir. Fitch'e göre Nisan 2017 itibariyle notu BB+ yatırım yapılabilir seviyenin altında ve görünümü durağandır. Fitch'in BB notu, özellikle zamanla ters ekonomik değişimin sonucu olarak kredi riskinin gelişim ihtimalinin olduğunu gösterir. Buna rağmen finansal taahhütlerin yerine getirilebilmesi için iş ya da finansal alternatifler mevcut olabilir. Sonuç olarak, Nisan 2017 itibariyle Türkiye'nin ülke notu üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu tarafından da yatırım yapılabilir seviyenin altına düşürülmüştür.

Tablo 7. Türkiye'nin Uzun Vadeli Yabancı Para Cinsinden Kredi Notu Gelişimi(1992-2017)

Tarih	S&P	Moody's	Fitch
1992	BBB (durağan)	Baa3 (negatif)	
1993	BBB (negatif)	Baa3 (negatif)	
1994	B+ (durağan)	Ba3 (durağan)	B (durağan)
1995	B+ (durağan)	Ba3 (durağan)	BB- (durağan)
1996	B (durağan)	Ba3 (durağan)	B+ (durağan)
1997	B (durağan)	B1 (durağan)	B+ (durağan)
1998	B+ (durağan)	B1 (durağan)	B+ (durağan)
1999	B+ (durağan)	B1 (pozitif)	B+ (durağan)
2000	B+ (durağan)	B1 (pozitif)	BB- (negatif)
2001	B- (durağan)	B1 (negatif)	B (negatif)
2002	B- (durağan)	B1 (negatif)	B (durağan)
2003	B+ (durağan)	B1 (durağan)	B (pozitif)
2004	BB – (durağan)	B1 (durağan)	B + (pozitif)
2005	BB – (durağan)	Ba3 (durağan)	BB – (pozitif)
2006	BB – (durağan)	Ba3 (durağan)	BB – (pozitif)
2007	BB – (durağan)	Ba3 (durağan)	BB – (durağan)
2008	BB – (negatif)	Ba3 (durağan)	BB – (durağan)
2009	BB – (durağan)	Ba3 (pozitif)	BB + (durağan)
2010	BB (pozitif)	Ba2 (pozitif)	BB + (pozitif)
2011	BB (pozitif)	Ba2 (pozitif)	BB + (durağan)
2012	BB + (durağan)	Ba1 (pozitif)	BBB - (durağan)
2013	BB + (durağan)	Baa3 (durağan)	BBB - (durağan)
2014	BB + (negatif)	Baa3 (negatif)	BBB - (durağan)
2015	BB + (negatif)	Baa3 (negatif)	BBB - (durağan)
2016	BB (durağan)	Ba1 (durağan)	BBB - (negatif)
2017 Nisan	BB (negatif)	Ba1 (negatif)	BB + (durağan)

Kaynak: <http://www.tradingeconomics.com/country-list/rating>, Mahfi Eğilmez, "Türkiye'nin Kredi Notu Niye Düştü? ", 29 Ocak 2017, (Çevrimiçi),[http://www.mahfiegilmez.com/2017/01/turkiyenin-kredi-notu-nicin dustu.html](http://www.mahfiegilmez.com/2017/01/turkiyenin-kredi-notu-nicin-dustu.html), 25.02.2017.

Ayrıca tablodan, Türkiye'nin S&P ve Moody's tarafından 1992 yılından itibaren notlandırılmakta olduğu ve Fitch Ratings'in ise 1994 yılı itibariyle notlandırma işlemine dahil olduğu görülmektedir. S&P ve Moody's'tan aldığımız ilk notlar yatırım yapılabilir seviyedeysen, Fitch Ratings'in ilk kredi notu yatırım yapılabilir seviyenin altında kalmıştır, ancak Türkiye için yatırım yapılabilir not seviyesini en uzun süre koruyan kuruluş da yine Fitch Ratings olmuştur. Ülke derecelendirmesinde Türkiye hakkında en çok kredi notu açıklayan kuruluş ise S&P'dir. Toparlamak gerekirse Türkiye, bugün üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu nezdinde de BB yani yatırıma uygun olmayan, spekülasyon derecesinde yer alıyor.

Dikkat edilecek olursa Türkiye, 1994 yılında kaybettiği yatırım yapılabilir ülke statüsünü tam 19 yıl sonra 2013'de yeniden kazanmış ve 2016'da tekrar kaybetmiş bulunuyor. Bu nedenlerin bir bölümü ekonomiyle ilgili sayısal nedenler; büyüme ivmesinin kaybedilmesi, işsizliğin yükselmesi, TL'nin hızlı değer yitirmesi, enflasyonun yükselmesi. Bu ekonomik nedenlerin yanında ayrıca siyasal nedenler de not düşüşlerinde etkili olmuştur.¹³³

3.2. Türkiye'nin Temel Makroekonomik Göstergeleriyle Kredi Notlarının Uyumu

Türkiye ekonomisinde serbestleşme hareketleri 1980'li yıllarda başlamıştır. 1989'da yayınlanan 32 sayılı kararnameyle kambiyo kontrolleri kaldırılmış ve sermaye hareketleri serbestleştirilmiştir. Bu değişimin sebebi ise, gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere sermaye akışı, sermaye piyasalarına girmek, geri kalmış ülkelerin finansal derinliğinin artırılması, faizlerin düşmesi ve tüm bunlara paralel olarak yatırımlar için ucuz finansman kaynağı bulmaktır.¹³⁴

¹³³ Mahfi Eğilmez, "Türkiye'nin Kredi Notu Niye Düştü? ", 29 Ocak 2017, (Çevrimiçi), <http://www.mahfiegilmez.com/2017/01/turkiyenin-kredi-notu-nicin-dustu.html>, 25.02.2017.

¹³⁴ Balıkcıoğlu, a.g.e., s.103.

Türkiye'nin dışa açılım süreci aynı zamanda, kredi derecelendirme kuruluşlarıyla tanıştığı süreç de olmuştur. 1992 yılında Türkiye'ye ilk defa kredi notu veren kuruluşlar S&P ve Moody's olmakla beraber, verdikleri kredi notları sırasıyla "BBB" ve "Baa3" idi. Bu kuruluşların ülkeleri derecelendirirken ne kadar objektif davrandıkları ve verdikleri notların ne kadar gerçeği yansıttığı, özellikle ülkemizde hep bir tartışma konusu olmuştur.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'ye verdikleri notları değerlendirebilmek için, bu kuruluşların ülkemizi notlandırmaya başladıkları süreçten itibaren verdikleri ülke kredi notlarını temel makroekonomik değişkenleri baz alarak irdelemek gerekmektedir. KDK'lar derecelendirme işlemini ekonomik, politik ve sosyal birçok göstergeye dayanarak yapsalar da, bu derecelendirmelerin temelini ekonomik değişkenlerin oluşturduğu görülmektedir. Dolayısıyla, bu kısımda derecelendirmenin odak noktası olan ekonomik göstergeler üzerinden notların uyumluluğu araştırılacaktır. Tablo 9'da Türkiye'nin 1992-2016 yılları arasındaki ekonomik görünümüne ait bazı istatistiki verileri TÜİK, Hazine Müsteşarlığı ve Maliye Bakanlığı verileri baz alınarak hazırlanmıştır.

Tablo 8. Türkiye'nin Temel Makroekonomik Verileri (1992-2016)

Yıllar	Büyüme Oranı(%)	Kişi Başına GSYH(\$)	Kamu Borç/GSYH(%)	Bütçe Dengesi/GSYH	Cari Denge/GSYH	Enflasyon(%)	İşsizlik(%)
1992	6.4	2850	13.2	-3.2	-0.5	70.1	8.5
1993	7.9	3181	13.4	-5.0	-3.2	66.1	9.0
1994	-6.1	2268	15.3	-2.8	0.3	105.2	8.6
1995	8.0	2896	13.1	-3.0	-2.4	89.1	7.5
1996	7.1	3052	33.4	-6.2	-1.0	80.4	6.5
1997	8.0	3144	32.9	-5.8	-1.0	85.7	6.8
1998	3.8	4392	30.9	-5.4	0.8	84.6	6.9
1999	-3.4	4012	39.7	-8.7	-0.4	64.9	7.6
2000	6.8	4219	38.1	-8.0	-3.7	54.9	6.5
2001	-5.7	3057	76.1	-12.2	1.9	54.4	8.3
2002	6.2	3576	72.1	-11.5	-0.3	45.0	10.3
2003	5.3	4595	65.7	-9.0	-2.5	21.6	10.5
2004	9.4	5866	57.7	-5.4	-3.7	8.6	10.8
2005	8.4	7129	50.8	-1.2	-4.6	8.2	10.6
2006	6.9	7736	44.7	-0.8	-6.1	9.6	10.1
2007	4.7	9312	38.2	-1.8	-5.9	8.8	10.3
2008	0.7	10379	38.1	-2.0	-5.7	10.4	11.0
2009	-4.8	8626	43.8	-5.6	-2.2	6.3	14.0
2010	9.0	10135	40.0	-3.5	-5.8	8.6	11.1
2011	8.0	10604	36.4	-1.3	-8.9	6.5	9.1
2012	2.0	10660	32.6	-1.9	-5.5	8.9	8.4
2013	4.2	10945	31.3	-1.2	-6.7	7.4	9.0
2014	3.0	12112	28.6	-1.3	-4.7	8.2	9.9
2015	4.0	11014	27.5	-1.2	-4.5	8.8	10.3
2016	2.9	10807	28.3	-1.1	-3.8	8.5	10.9

1990'lı yıllar Türkiye için henüz kendi içinde gelişimini tamamlamadığı, dış ticaretin serbestleşmesiyle ara mallar ithal ederek ihracata yöneldiği bir dönem olmuştur. Diğer taraftan faizlerin yüksek olması yabancı paranın ülkeye girişinde artış sağlamış ve böylelikle TL aşırı değer kazanmıştır. TL'nin aşırı değerlenmesi ise ithalatta kolaylık sağlarken ihracatın azalmasına neden olmuştur. Dolayısıyla da dış ticaret açığı büyümüş ve bu açık döviz rezerviyle finanse edilmiştir. Ülkenin yoğun risk taşıdığına ortaya çıkmasıyla birlikte ülkeye yatırım yapanlar geri çekilmiş ve döviz rezervleri erimeye başlamıştır. Kırılgan bir yapıya sahip Türkiye Ekonomisi bunun üzerine cari açığını kapatmak amacıyla iç borçlanmaya gitmiş ve sonuç olarak iç borç yükü artmıştır. Tüm bu olumsuzlukların yanı sıra dünyanın önde gelen kredi derecelendirme kuruluşları arasında yer alan Moody's ve S&P Türkiye'nin kredi notunu düşürmüştür.¹³⁵

İlk olarak Ocak 1994 tarihinde Moody's Türkiye'nin "yatırım yapılabilir" seviyedeki kredi notunu "Baa3" ten, "spekülatif" seviye olan "Ba1"e düşürmüştür. Gerekçe olaraksa, cari açığın çok yükselmesi ve kamu finansmanındaki kötüleşmeyi göstermiştir.¹³⁶

Sonrasında, S&P 22 Mart 1994 tarihinde "BBB-" olan ülke kredi notunu "BB" seviyesine düşürmüştür. Bu not indirimleri spekülatif paranın Türkiye'den çıkışını hızlandırarak 1994 yılında krizin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Kriz sonrası dönemde de not indirimleri devam etmiştir. Krizden sonra 29 Nisan 1994'te S&P ülke kredi notunu "B+" ya, Moody's ise 2 Haziran 1994'te "Ba3" seviyesine kadar indirmiştir.

¹³⁵ Hasbi, a.g.e., s.123.

¹³⁶ Kedikli, a.g.e., s.124.

Bu dönemdeki makroekonomik verileri incelediğimizde, Türkiye ekonomisinin 1994 yılında %6.1 oranında küçülmesinin yanı sıra, kamu borçları ve bütçe açıklarındaki artışlar da dikkat çekmektedir. Öte yandan enflasyon rekor seviyeye ulaşarak %105'lere ulaşmıştır.

1996 ve 1997 yıllarındaki olumsuz ekonomik gelişmelere S&P ve Moody's not düşürerek karşılık vermiştir. Büyümenin 1996 yılında %8, 1997 yılında ise %7.1 oranlarında gerçekleşmesinin nedeni bu dönemdeki iç piyasadaki canlılık ve özel sektör üretimindeki artıştır. Bütçe açıklarının ve parasal genişlemelerin sürmesi ise enflasyonun, 1996 ve 1997 yıllarında sırasıyla %81 ve %86'lara yükselmesine neden olmuştur. Yine kamu açığı 1996 yılında %13.1 iken, 1996 yılında %33.4'e yükselmiştir. Dolayısıyla 1996 yılında S&P Türkiye'nin ülke notunu "B+" dan "B" ye, Fitch ise "BB-" den "B+" ya düşürmüştür.

1997 yılına gelindiğinde ise iç borçlanma, 1996 yılındaki iç borçlanmanın üzerine çıkmıştı. Kur artışlarının enflasyona endekslenmesi nedeniyle, enflasyonun da tırmanışına devam edeceği bekleniyordu.¹³⁷ 1997'de Moody's derecelendirme kuruluşu ülke notunu Ba3 seviyesinden B1'e düşürmüştür.

1998 yılının başında hem enflasyonda kalıcı bir denge sağlamak için hem de makroekonomik dengelerde istikrarı sağlamak amacıyla bütçe, borçlanma ve para programları üçer aylık dönemler halinde hazırlanarak yürürlüğe girmiştir. Yılın ilk yarısında programlarda öngörülen hedeflere ulaşılmıştır. Bu olumlu gelişmeler sonucunda Haziran ayı sonunda IMF ile 18 ay süreli "Yakın İzleme Anlaşması" yapılmıştır.¹³⁸ Bu anlaşmanın ardından, S&P Türkiye'nin kredi notunu bir kademe artırarak "B" den "B+" seviyesine yükseltmiştir.

¹³⁷ Yenmez, a.g.e., s.85.

¹³⁸ A.e., s.86-87

1999 yılına gelindiğinde, büyümede ciddi bir daralma olmuş, benzer bir şekilde kişi başına düşen milli gelirden de azalış olmuştur. Öte yandan, kamu borcunun gayri safi yurt içi hasılaya oranı %30'lardan %40'lara yükselmiş, bütçe açıkları ve işsizlikte de artmıştır.

Ekonomideki bu olumsuz etkiler sadece "Büyük Marmara Depremi" kaynaklı olmamıştır. Daha önceki yıllarda Sovyet Bloku ülkeleri ile önemli bir hacme ulaşan ticaretin, bu ülke ekonomilerindeki gerilemeye paralel olarak düşük seyrini koruması, ülkeden sermaye çıkışlarının sonucunda yurtiçi faizlerinin yüksek reel düzeylerde olması ve bu nedenle iç talep üzerindeki baskının sürmesi, özel sektör yatırımlarındaki önemli azalış, yıllardır süregelen kronik enflasyon, büyümenin gerilemesinin altında yatan sebeplerdi.¹³⁹

Kasım 2000 de yaşanan ilk finansal kriz sonrası IMF'nin sağladığı ek rezervler, Merkez Bankasının net iç varlıkları kontrol altına alması ve faizlerin düşmesi sonucu piyasada kısa süreli istikrar sağlanmıştır. Kasım ayından sonra ise, bankacılık sektörünün kırılganlığı sürmüştür. MGK toplantısında Cumhurbaşkanı ve Başbakan arasında yaşanan tartışma neticesinde Başbakanın toplantıyı terk etmesi ve bunun basına yansması piyasanın panik ortamına girmesine neden olarak "19 Şubat 2001" krizine sebep olmuştur.¹⁴⁰

Ekonominin kötü gidişatıyla beraber, KDK'ların not indirimleri de ülkenin içinde bulunduğu durumu daha da içinden çıkılmaz bir hale getirmiştir. 2001 krizinde art arda not indirimleri gelmiştir. Önde gelen kredi derecelendirme kuruluşlarından biri olan S&P 2001 yılında ülke kredi notunu "B+" dan "B-" seviyesine indirmiştir. Bir diğer kuruluş Fitch ise, ülke kredi notunu "BB-" den "B" ye düşürmüştür. Moody's bu dönemde not indirimine gitmemekle beraber ülke notu görünümü pozitiften negatife çevirmiştir.

¹³⁹ Yenmez, a.g.e., s.88.

¹⁴⁰ Kedikli, a.g.e., s.126.

2001 yılı itibariyle makroekonomik veriler incelendiğinde, ekonominin %5.7 oranında küçüldüğü görülmektedir. Öte yandan kamu borcunun milli gelire oranı bu dönemde iki katına çıkarak %76.1 seviyelerine yükselmiş ve bütçe açığının milli gelire oranı da 1992 yılından beri en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Yine 2001 yılında istihdamdaki azalış göze çarpmaktadır.

Kriz sonrası Moody's Türkiye'ye verdiği ülke notuyla ilgili yaptığı açıklamada ekonominin çok kırılgan ve hassas olduğunun, en küçük bir siyasi şokta bile kriz olarak tepki gösterdiğini belirtmiştir.¹⁴¹

2001 krizi sürecinde finansal sistemde yaşanan olumsuzluklar nedeniyle, "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" uygulanmaya konulmuştur.

Türkiye Şubat 2001'de yaşadığı ekonomik krizin ardından, Mayıs 2001'de "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programını" ilan ederek, ekonomi politikalarında temel bir değişikliğe gitmiştir. **Programın ana unsurları şu şekildedir¹⁴²:**

1. Enflasyonla etkin mücadeleyi sağlayacak bir para politikası uygulamak,
2. Başta bankacılık sektörü olmak üzere, finansal sektörün mali yapısını güçlendirmek,
3. Disiplinli bir maliye politikası uygulamak,
4. Ekonominin bütün birimlerinde etkinlik, esneklik ve şeffaflık sağlayacak yapısal düzenlemeleri gerçekleştirmek, olarak belirlenmiştir.

¹⁴¹ Hasbi, a.g.e., s.147-148.

¹⁴² Özince, a.g.e., s.34.

Dönemin geneli itibariyle, enflasyonla mücadelenin başarılı bir şekilde yürütülmesi, sermaye girişinin hızlanması ve TL talebinin artmasına bağlı olarak finansal sistemin hızla büyümesi, finansal sistemin yeniden yapılandırılması sonucu finansal kuruluşların mali bünyelerinin güçlenmesi ve disiplinli kamu maliyesi politikasının devam ettirilmesi sonucunda kamu kesimi borç stokunun milli gelire oranının düşmesi sonucu reel faiz hadleri gerilemiş ve istikrarlı büyümenin de katkısıyla bütçe giderleri içinde faiz harcamalarının payı düzenli olarak düşmüştür.

Kriz sonrası yaşanan bu toparlanma, ülke notlarına istenilen düzeyde yansımamıştır. Türkiye'nin ülke kredi notunun hala spekülasyon seviyelerinde tutulması bu kuruluşların eleştirilmelerine sebep olmuştur.

2002 yılından itibaren Türkiye ekonomisi bir toparlanma sürecine girmiştir. Bu yıldan itibaren oluşan büyüme, artan DYY miktarı, dış borç miktarlarında meydana gelen iyileşmelerin dışında, siyasi istikrarında belirli noktalara ulaşmış olması not artırım beklentisinin de artmasına neden olmuştur.¹⁴³

Özellikle 2002 sonrasında, Türkiye büyümede oldukça iyi bir performans göstermiş ve 2004 yılı itibariyle %9.4 seviyelerine yükselmiş, kişi başına gayri safi yurt içi hasıla artmış ve kamu borcunun milli gelire oranı 2001 krizinde %76.1 oranındayken düzenli olarak düşerek %38 seviyelerine kadar inmiştir. Maastricht kriterlerine göre, ülkelerin kamu borcunun gayri safi yurt içi hasıllarının %60'ını geçmemesi gerekmektedir ki bu oran ülkemizde bu seviyenin altındadır.

Öte yandan, Maastricht kriterlerine göre bütçe açığının gayri safi yurt içi hasılaya oranı %3'ü aşmamalıdır. Bu orana baktığımızda, 2001 krizinde %12.2 ile referans değerden oldukça sapmışken, bu dönemden sonra düşüş eğilimine girmiştir. 2002'den itibaren yaşanan bu toparlanma kredi notlarına da yansımıştır. Bu dönemde S&P Türkiye'nin "B-" olan uzun vadeli döviz cinsinden kredi notunu iki

¹⁴³ Demir, a.g.e., s.89.

kademe artırarak 2003 yılında “B+” seviyesine yükseltmiştir. Diğer iki derecelendirme kuruluşu ise notlarda bir değişikliğe gitmemiş, sadece not görünümelerini düzeltmişlerdir.

2004 yılına gelindiğinde, S&P Türkiye’nin kredi notunu bir kademe yükselterek “B+” dan “BB” ye yükselttiğini açıklamıştır. Ancak bu not artırımı, yatırım yapılabilir seviyenin altında olması nedeniyle beklenen seviyede bir artış değildi.

Fitch ise, ülke ekonomisinde sağlam adımlar atıldığının ve enflasyon oranının altını çizerek 2003 yılında uzun ve kısa vadeli TL ve yabancı para cinsinden ülke notunu “B” den, 2004 yılında “B+” ya yükseltmiştir.¹⁴⁴

2005 yılında Moody’s Türkiye’nin notunu “B1”den “Ba3” seviyesine yükseltmiştir. Moody’s Türkiye’ye verdiği bu notu ise 2009 yılına kadar değiştirmemiştir. Fitch ise 2005 yılında, yine bir kademelik not artışıyla ülke notunu “B+” dan “BB-” ye yükseltmiştir.

2002’den başlayıp 2007’ye kadar süren dönemdeki ekonomik değişimi değerlendirmek gerekirse, hızlı ekonomik büyüme, dünya genelinde borçlanma imkanlarının iyileşmesi, enflasyonla mücadelede gösterilen başarı, kamu maliyesinde disiplinin korunması ve finansal sektörün mali bünyesinde yaşanan iyileşmeler dikkat çekmektedir. Bu dönemde, TÜFE bazında yıllık enflasyon yüzde 45’ten yüzde 8.8’e düşmüş, kamu kesimi borç stokunun gayri safi yurt içi hasılaya oranı ise yüzde 72.1’den yüzde 38.2’ye düşmüştür.¹⁴⁵

¹⁴⁴ Hasbi, a.g.e., s.149.

¹⁴⁵ Özince, a.g.e., s.35.

Türkiye 2008 küresel krizinden etkilenmiş fakat bu etki birçok ülkeye kıyasla sınırlı olmuştur. Kriz döneminde Türkiye’de ihracat ve ithalatta azalışlar yaşanmıştır. Bunun sonucu olarak firmalar küçülmüş ve işçi sayılarını azaltmak zorunda kalmışlardır. Türkiye’nin 2008 küresel krizi sırasındaki makroekonomik verilerini incelediğimizde, büyüme oranının 2008 yılında %0.7’ye düştüğünü, 2009’da ise %4.7’lik bir daralma yaşandığını görüyoruz. Kişi başına düşen milli gelir 2008 yılı itibariyle 10.379 dolar iken, 2009 yılında 8.626 dolara düşmüştür. Bu dönemde yine kamu borcunda bir artış yaşanmış, kamu borcunun gayri safi yurt içi hasılaya oranı %38.1’den %43.8 seviyelerine yükselmiş, fakat yine de Maastricht Kriterlerine göre belirlenmiş %60’lık seviyenin altında kalmıştır. Bütçe açığı ise %2 seviyelerinden, %5.6’lara yükselerek, Maastricht Kriterlerine göre belirlenmiş referans değerin üzerindedir. Bu dönemde yine cari açığıdaki artış dikkat çekmektedir. Öte yandan enflasyon oranı da %8.8’den %10.4’e, işsizlik oranı da 2009 yılında %14 gibi oldukça yüksek bir seviyeye yükselmiştir.

2009 yılındaki işsizlik oranının %14’e yükselmesinin nedeni ise 2008 finansal krizi sebebiyle Türkiye’nin AB pazarına ihracatının azalmasıdır.¹⁴⁶

Türkiye ekonomisinde 2008 yılı itibariyle meydana gelen yavaşlama ve ardından 2009 yılında kaydedilen küçülmenin ardından, küresel ekonomide yaşanan olumlu gelişmelerin etkisi ve alınan tedbirlerin de sonucunda ekonomi hızlı bir toparlanma sürecine girmiştir. 3 Aralık 2009 tarihine gelindiğinde Fitch Ratings, hükümetten gelen eleştiriler neticesinde ülke kredi notunu iki kademe artırarak “BB-”den “BB+”ya yükseltmiştir. Türkiye ekonomisi, 2010 yılında %9 ve 2011 yılında %8 oranında büyümüştür. Yine bu dönemlerde Türkiye’nin kamu borcunda, bütçe açığında, enflasyon ve işsizlik oranlarında azalışlar olmuştur. Cari açık ise yine yükselmiştir. Türkiye 2010 yılında Avrupa’nın en hızlı büyüyen ekonomisi olarak, yaşanan krizin olumsuz etkilerinden kurtulmaya başlamıştır.

¹⁴⁶ Gülmez ve Gündoğan, a.g.e., s.85.

Bu dönemde ekonomideki gelişmelerle beraber Türkiye'nin kredi notlarını incelersek, 2010 yılında Moody's ülke notunu "Ba3" seviyesinden bir kademe artırarak "Ba2" seviyesine yükseltmiştir. Ancak Türkiye bu not ile hala yatırım yapılabilir seviyede değildir.

Diğer bir kredi derecelendirme kuruluşu olan S&P ise Türkiye'nin bu dönemde, hızlı toparlanarak büyümeyi sürdürmesinden dolayı (2008 yılı hariç) kredi notunu artırmıştır. Türkiye'nin notunu; Şubat 2010'da "BB-"den "BB" ye yükseltmiştir, fakat bu değişim istenilen seviyede olmamıştır.¹⁴⁷

Türkiye ekonomisindeki iyileşmelere rağmen, notların uzun yıllar yatırım yapılabilir seviyenin altında tutulması ekonomik büyüme ve kalkınma için gerekli olan uygun finansman kaynaklarına ulaşımı engellemiş, yapılan not artırımları yetersiz kalmış ve yatırım yapılabilir seviyelere ulaşmak ancak uzun yıllar sonra mümkün olabilmektedir.

Türkiye ekonomisinde yaşanan olumlu gelişmelere rağmen, üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu tarafından uzun süre kredi notunun artırılmaması ekonomistlerin ve siyasilerin not artışı yapılması yönünde açıklamalarına neden olmuştur. Bu açıklamaların kredi derecelendirme kuruluşları üzerinde bir baskı yarattığı düşünülmüş bunun sonucunda Kasım 2012'de Fitch derecelendirme kuruluşu Türkiye'nin ekonomik performansına ve siyasi istikrarına daha fazla kayıtsız kalamayarak kredi notunu uzun zaman sonra ilk defa yatırım yapılabilir seviyesinin ilk basamağı olan "BBB-" ye yükseltmiştir. Bu not artırımını 1994 yılında yaşanan ekonomik krizden sonra düşmeye başlayan kredi notunun yatırım yapılabilir seviyesine çekilen ilk notudur.¹⁴⁸

¹⁴⁷ Kedikli, a.g.e., s.129.

¹⁴⁸ Demir, a.g.e., s.92-93.

Fitch'in bu not artırımını ardından, Moody's 16 Mayıs 2013 tarihinde Türkiye'nin kredi notunu "Ba1" seviyesinden bir kademe yükselterek "Baa3" seviyesine yükseltmiştir. S&P ise 2013 yılında "BB" olan ülke kredi notunu bir kademe yükselterek "BB+" ya yükseltmiştir.

Moody's 27 Ağustos 2015 tarihinde yayımladığı bir raporda Türkiye'de artan işsizlik oranına ve özellikle de 18-25 yaş arasındaki artışa, büyümede yaşanan yavaşlamaya ve 1 Kasım 2015'te yapılacak erken seçim sonucunda da yaşanabilecek bir istikrarsızlık ortamının Türkiye'nin ekonomik verileri başta olmak üzere, yatırımcıları ve kredi notunu da olumsuz yönde etkileyeceğine vurgu yapmıştır.¹⁴⁹

Moody's'in vurguladığı konularda yaşanan olumsuz gelişmeler, büyümedeki yavaşlamanın sürmesi ve işsizlik oranlarındaki artış neticesinde, "Baa3" olan yatırım yapılabilir düzeydeki notumuz 2016 yılında "Ba1" spekülasyon seviyeye indirilmiştir. Türkiye'nin 2015 yılı büyüme oranı %4 iken, bu oran 2016 yılında %2.9'a düşmüş ve işsizlik oranı da yüksek seviyelerde kalmaya devam etmiştir. Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşundan biri olan S&P de 2016 yılında Türkiye'nin notunu "BB+" dan "BB" ye indirmiştir. Bu not indirimine gerekçe olarak 15 Temmuz'da yaşananların siyasi ortamda yarattığı belirsizlikler gösterilmiştir.

Fitch ise, Ağustos 2016'te Türkiye'nin "BBB-" ile "yatırım yapılabilir" seviyede bulunan kredi notunu teyit etmiş, not görünümünü ise 15 Temmuz'da darbe girişimi ve sonrasında yaşananlar dolayısıyla "durağan" dan "negatif" e çevirmiştir. Fitch not görünümü değişiminden bir hafta önce, Türkiye'ye yönelik olarak sosyal medyadan yaptığı değerlendirmede "Siyasi riskler ekonomik performansı ve bankaların varlık kalitesini zayıflatabilir" değerlendirmesinde bulunmuştur.¹⁵⁰

¹⁴⁹ Kedikli, a.g.e., s.142.

¹⁵⁰ "Yurtiçi piyasalara Fitch ve TCMB damga vuracak", **Bloomberg HT**, 22 Ocak 2017, (Çevrimiçi), <http://www.bloomberght.com/haberler/haber/1977261-yurtici-piyasalara-fitch-ve-tcmb-damga-vuracak>, 14.04.2017.

Fitch 2017 yılına gelindiğinde ise, Türkiye'nin "BBB-" yatırım yapılabilir seviyede olan ülke kredi notunu, "BB+" seviyesine düşürmüştür. Görünümünü ise durağan olarak belirlemiştir. Böylece Türkiye son yatırım yapılabilir seviyedeki notunu da kaybetmiştir. Not düşüşündeki en önemli etken olarak siyaset ve güvenlik alanlarında yaşanan gelişmeler gösterilmiştir. Fitch'e göre bu alanlarda yaşananlar, ülkenin ekonomik performansını ve kurumsal bağımsızlığını zedelemiştir.¹⁵¹

Kredi derecelendirme kuruluşu S&P ise 27 Ocak 2017 tarihinde, Türkiye'nin "BB" olan kredi notu görünümünü durağandan negatife düşürdü. Standard and Poor's açıklamasında, TCMB'nin uyguladığı para politikasının yetersiz kalabileceğini belirtti. Türkiye'nin net dış finansman ihtiyacını karşılayan rezervlerin 2017 yılında 35 milyar dolar civarında olacağı öngörüldü. S&P ayrıca Türkiye'nin cari açığın Gayrisafi Yurtiçi Hasıla'ya (GSYH) olan oranının 2017-2020 döneminde ortalama yüzde 4.3 olarak gerçekleşeceği öngörüsünde bulunmuştur.¹⁵²

Bir diğer büyük kredi derecelendirme kuruluşu Moody's, 2017 yılında Türkiye'nin kredi notu görünümünü durağandan negatife çekti. Moody's, Türkiye'nin kredi notunu ise "Ba1" seviyesinde tuttu. Moody's açıklamasında, not görünümü düşürümünün, ülkenin kurumsal gücündeki süregelen aşınma, büyüme görünümündeki zayıflama, bütçe ve dış finansmana yönelik artan baskılar ve Türkiye'nin sonuç olarak yaşadığı kredi şoku riskindeki artıştan dolayı gerçekleştiğini kaydetti.¹⁵³

¹⁵¹ "Fitch Türkiye'nin notunu düşürdü: Son 'yatırım yapılabilir ülke' notu kaybedildi", **BBC Türkçe**, Ocak 2017, (Çevrimiçi), <http://www.bbc.com/turkce/haberler-turkiye-38775811>, 12.03.2017)

¹⁵² "S&P Türkiye'nin kredi görünümünü düşürdü", **Bloomberg HT**, 27 Ocak 2017, (Çevrimiçi), <http://www.bloomberght.com/haberler/haber/1979622-s-p-turkiyenin-kredi-gorunumunu-dusurdu>, 14.04.2017.

¹⁵³ "Moody's Türkiye'nin kredi notu görünümünü düşürdü", **Bloomberg HT**, 18 Mart 2017, (Çevrimiçi), <http://www.bloomberght.com/haberler/haber/1995339-moodys-turkiyenin-kredi-notu-gorunumunu-dusurdu>, 14.04.2017.

Zaman zaman üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun verdiği notların da birbiriyle çeliştiği görülmektedir. Bu durumun KDK'ların belirlediği ülke derecelendirme metodolojilerinin farklılığından kaynaklandığı düşünülmektedir. Örneğin, bir KDK bütçe açığına odaklanırken, diğer bir KDK siyasi risklere, bir diğer derecelendirme kuruluşu ise cari denge durumuna daha fazla odaklanmaktadır.¹⁵⁴

Tablo geneli itibariyle incelendiğinde, uluslararası alanda kabul görmüş üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun (S&P, Moody's ve Fitch) verdikleri ülke kredi notlarının bazı dönemlerde Türkiye'nin makroekonomik verileriyle uyum gösterdiği fakat bazı dönemlerde ise ekonomideki olumlu gelişmelere kayıtsız kaldıkları ya da çok geç tepki verdikleri anlaşılmaktadır.

Türkiye'de özellikle 2004 ve sonrası yıllarda yakalanan siyasi istikrar ve gelişen ekonomik göstergeler, dahası 2008 krizinde Avrupa Bölgesindeki borç krizine rağmen kırılganlığın daha düşük dirayetli olduğu düşünüldüğünde not artışları konusunda geç kalındığı ortadadır.¹⁵⁵

Yine örnek vermek gerekirse, Türkiye'nin 1992 yılındaki kredi notu ile 2013 yılındaki kredi notunun aynı olması anlaşılmamaktadır. 1992 Türkiye'si ile 2013 Türkiye'si arasında hem ekonomik hem de siyasal olarak fark vardır, ancak bunu kredi notuna yansıtmayan derecelendirme kuruluşlarının objektiflik kriterlerini ihlal ettikleri düşünülmektedir.¹⁵⁶

Görüldüğü üzere, Türkiye ekonomisi bazı yıllarda daha iyi performans göstermesine rağmen, ya ekonomik performansının daha kötü olduğu yıllardaki aynı notları ya da bunlardan da daha kötü notları almıştır. Belli yıllarda (kriz dönemleri gibi)notların makroekonomik verilerle uyumlu olduğu görülürken, özellikle Türkiye

¹⁵⁴ Akçayır ve Yıldız, **a.g.e.**, s.9.

¹⁵⁵ Kedikli, **a.g.e.**, s.129.

¹⁵⁶ Ahmet Gülmez, Hilal Gündoğan, "Uluslararası Politik İktisat Çerçevesinde Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Türkiye Uygulaması", **Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi**, Yıl:2, C.II, Sayı:4, 2014, s.83.

ekonomisinde birçok makroekonomik göstergenin fazlasıyla olumlu seyrettiği 2002 sonrası dönemde yaşanan toparlanma sürecinin notlara yeterince yansımadağı görölmektedir.

Ayrıca, 2008 yılı itibariyle meydana gelen yavaşlamanın ve ardından 2009 yılında kaydedilen küçölmenin ardından, küresel ekonomide yaşanan olumlu gelişmelerin etkisi ve alınan tedbirlerin de sonucunda ekonomide hızlı bir toparlanma sürecine giren Türkiye'nin ülke kredi notlarının yine beklenen düzeylerde olmamasının yanı sıra, uzun süre aynı seviyeleri koruduğı, ancak 2013 itibariyle yatırım yapılabilir seviyelere geldiğı görölmektedir. Bu durum ekonomik büyüme ve kalkınma hedefleri için gerekli sermayenin ya ülkeye girişini engellemekte ya da fon maliyetinde yüksek artışlara neden olmaktadır. Bu çalışmada, ülke kredi notları her ne kadar ekonomik veriler üzerinden açıklanmaya çalışılsa da, notların sosyal ve politik etmenlerden de etkilendiğı unutulmamalıdır.

3.3. Seçilmiş Bazı Ülkelerle Kredi Notu Karşılaştırmalı Analizi

Bu kısımda Türkiye ile AB üyesi olan ve olmayan bazı ülkelere, üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu (S&P, Moody's ve Fitch) tarafından verilen kredi notlarının uyumluluğı, temel makroekonomik veriler üzerinden karşılaştırmalı olarak analiz edilecektir. Bu amaçla belirlenen ülkelerin 2015 yılı sonu itibariyle büyüme, enflasyon, işsizlik oranları ile bütçe açıklarının ve borç stoklarının gayri safi yurt içi hasılaya oranları kullanılacaktır. Özellikle ülkelerin birbirleriyle kıyaslanabilmesi açısından Maastricht kriterleri üzerinde durulacaktır. Maastricht kriterleri, ülkelerin maliye politikalarındaki yetkilerini sınırlandırmak ve bütçe disiplini sağlayabilmek amacıyla belirlenmiş kriterler olarak bilinmektedir.

Bu kriterlerin başlıcaları, üye devletlerin bütçe açıklarının GSYH'nın %3'ünü geçmemesi ve kamu borçlarının GSYH'nın %60'ını aşmaması gerekliliğidir. Tablo 10'da Türkiye ile bazı AB üyesi olan ve olmayan ülkelerin üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu tarafından aldıkları kredi notları ile temel makroekonomik verileri karşılaştırılmıştır.

Tablo 9. Türkiye ile AB Üyesi Olan ve Olmayan Bazı Ülkelerin Ülke Kredi Notları ve Temel Makroekonomik Verileri (2015)

ÜLKELER	S&P	MOODY'S	FITCH	Büyüme Oranı(%)	Enflasyon(%)	İşsizlik Oranı(%)	Bütçe Açığı/GSYH (%)	Borç Stoku/GSYH (%)
TÜRKİYE	BB+ (Negatif)	Baa3 (Negatif)	BBB- (Durağan)	4.0	7.7	10.3	-1.2	27.5
İSPANYA	BBB- (Durağan)	Baa2 (Pozitif)	BBB (Negatif)	3.2	-0.5	22.1	-5.1	99.2
PORTEKİZ	BB (Negatif)	Ba3 (Negatif)	BB+ (Negatif)	1.1	0.5	12.5	-4.4	129.0
İTALYA	BBB (Negatif)	Baa2 (Durağan)	BBB+ (Negatif)	0.8	0.1	11.9	-2.6	132.7
İRLANDA	BBB+ (Pozitif)	Baa3 (Pozitif)	BBB+ (Durağan)	26.3	0.0	9.5	-1.9	93.8
MACARİSTAN	BB (Durağan)	Ba1 (Negatif)	BB+ (Negatif)	2.9	2.7	6.8	-1.6	75.3
POLONYA	A- (Durağan)	A2 (Durağan)	A- (Pozitif)	3.6	-0.9	7.5	-2.6	51.3
SLOVAKYA	A (Durağan)	A1 (Durağan)	A+ (Durağan)	3.6	-0.3	11.5	-2.7	52.9
MEKSİKA	BBB+ (Durağan)	A3 (Durağan)	BBB+ (Durağan)	2.5	2.7	4.4	-0.8	53.5
BULGARİSTAN	BBB (Durağan)	Baa2 (Durağan)	BBB- (Pozitif)	3.0	-1.1	9.2	-1.7	26.3

Kaynak: IMF, World Bank, Eurostat, Trading Economics, Hazine Müsteşarlığı verileri baz alınarak hazırlanmıştır.

Tabloyu incelediğimizde, üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun verdiği kredi notları Türkiye’den daha iyi olan AB üyesi İspanya’nın makroekonomik verilerinin ülkemizden oldukça kötü olduğu görülmektedir. Türkiye ile İspanya büyüme performansları açısından karşılaştırıldığında, Türkiye’de bu oran %4.0 iken, İspanya’da %3.2’dir. İşsizlik oranı ise Türkiye’de %10.3 iken, bu oran İspanya’da %22.1’dir. Maastricht kriterine göre bütçe açıklarının GSYH’nın %3’ünü geçmemesi gerekmektedir. Bu oran Türkiye’de %1.2 iken İspanya’da %5.1 ile referans değerinden oldukça üzerindedir. Diğer bir Maastricht kriterine göre kamu borçlarının GSYH’nın %60’ını aşmaması gerekliliğidir. Bu oran Türkiye’de %27.5 iken, İspanya’da %99.2 ile %60 oranının oldukça üstündedir. Diğer bir ekonomik gösterge olan enflasyon oranı ise Türkiye’de oldukça yüksektir.

Diğer bir AB üyesi olan Portekiz’in notlarına ve temel makroekonomik verilerine baktığımızda, S&P tarafından Türkiye’ye verilen not Portekiz’in sadece bir kademe üstündedir. Portekiz’in oldukça düşük büyüme performansı dışında, bütçe açığının gayri safi yurt içi hasılaya oranı %4.4, borç stokunun gayri safi yurt içi hasılaya oranı ise %129 ile referans değerinden oldukça üzerindedir. Diğer iki kredi derecelendirme kuruluşunun notları Türkiye ve Portekiz açısından ele alındığında, ekonomik verilerle uyumlu olduğu görülmektedir.

Türkiye ile AB üyesi İtalya notları ve ekonomik veriler yönünden kıyaslandığında, İtalya’nın büyüme oranı %0.8 iken, bu oran Türkiye’de %4 seviyesindedir. Bütçe açığı Türkiye’den yüksek olan İtalya’nın, borç stoku %132.7 ile oldukça yüksek bir orana sahipken, bu oran Türkiye’de %27.5’tur. Tüm bu verilere rağmen, İtalya üç kuruluş tarafından da yatırım yapılabilir seviyede olmasının yanında, notları Türkiye’den daha yüksektir.

Türkiye'nin kredi notları bir AB üyesi olan Polonya ile karşılaştırıldığında, Türkiye Polonya'dan daha iyi büyüme performansı göstermesine ve bütçe açığı, borç stoku verileri açısından da daha iyi durumda olmasına rağmen, enflasyon ve işsizlik rakamları açısından daha kötü durumdadır. Ancak, bu verilere rağmen S&P ve Moody's'in Polonya'ya verdikleri ülke notları ile Türkiye verdikleri notlar arasında oldukça büyük fark vardır, her iki derecelendirme kuruluşu da Polonya'ya Türkiye'nin dört kademe üstünde not vermişken Fitch'in notu ise üç kademe üzerindedir.

Özellikle Slovakya örneğine baktığımızda, notlar arasındaki çelişki daha da iyi anlaşılmaktadır. Türkiye ile Slovakya'nın makroekonomik verileri karşılaştırıldığında, Türkiye'nin büyüme rakamı Slovakya'nın üzerindedir. Öte yandan, Türkiye'nin bütçe açığının gayri safi yurt içi hasılaya oranı %1.2 iken, bu oran Slovakya'da %2.7 ile ülkemizden daha yüksektir. Borç stokunun gayri safi yurt içi hasılaya oranı Türkiye'de %27.5 iken, Slovakya'da %52.9 ile referans değere yakındır. Her iki ülkenin işsizlik oranları birbirine yakın iken, enflasyon oranı Türkiye'de Slovakya'dan oldukça yüksektir. Notlar arasındaki farka baktığımızda ise, üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun verdikleri notlar arasındaki uçurum göze çarpmaktadır. Her üç kredi derecelendirme kuruluşu tarafından Slovakya'ya verilen ülke kredi notları Türkiye'nin beş kademe üzerindedir.

Türkiye ile Meksika'yı karşılaştırdığımızda ise Meksika'nın enflasyon, işsizlik ve bütçe açığında Türkiye'den iyi durumda olduğu ancak, büyüme ve borç stoku açısından ise Türkiye'den kötü durumda olduğu görülmektedir. Moody's'in özellikle işsizlik oranlarına önem verdiği Meksika'ya "A3" seviyesinde not vermesinden de anlaşılmaktadır ki bu oran Türkiye'de %10.3 iken, Meksika'da %4.4'tür. Yine not değerlendirmesinde, Meksika'nın notları Türkiye'nin oldukça üzerindedir.

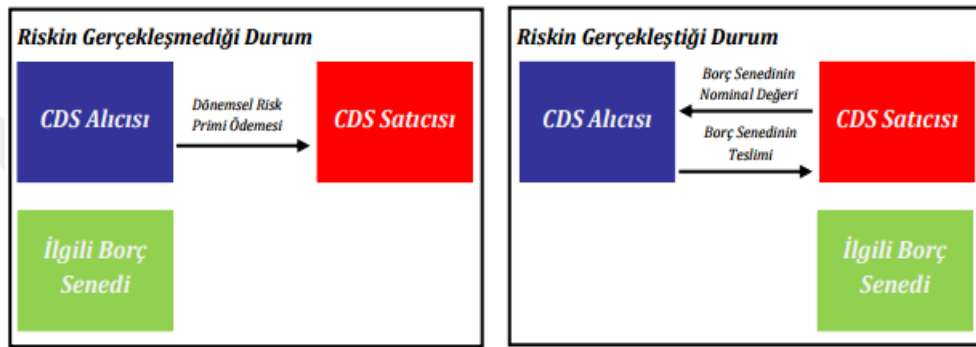
Tabloyu geneli itibariyle değerlendirirsek, Türkiye'nin ekonomik büyüme performansının diğer ülkelerden (İrlanda hariç) daha iyi olduğu görülmektedir. Öte yandan, kamu borcu oranlarında sağlanması gereken %60 kriterinin AB yesi olan İspanya, Portekiz, İtalya, İrlanda ve Macaristan'da sağlanamadığı görülmektedir. Bu oran, bahsi geçen AB yelerinin hepsinde %60'ın üzerindeyken, Türkiye'de %27.5 ile oldukça düşük seviyededir. Yine ekonomik ve parasal birlik üyelerinin bütçe açıkları GSYH'larının % 3'n aşmamalıdır. Bütçe açıklarını kıyasladığımızda ise, AB yesi olan İspanya ve Portekiz'de bu oran referans değerin üzerinde iken, Slovakya, İtalya ve Polonya'da ise %3'e yakın olduğu görülmektedir. Bu oran Türkiye'de bahsi geçen ülkelerle kıyaslandığında oldukça düşük, hem de referans değerin altındadır. Türkiye %7,7'lik enflasyon oranıyla AB yesi olan ve olmayan ülkelerin tümünden çok daha kötü performans göstermesi nedeniyle oldukça dezavantajlıdır. Türkiye'de işsizlik oranı ise İspanya, Portekiz, İtalya ve Slovakya'dan düşük olmasına rağmen, yine de oldukça yüksek seviyededir. Türkiye makroekonomik göstergeler arasında, büyüme, kamu borcu, borç stoku yönünden oldukça başarılı performans göstermesine karşın, enflasyon ve işsizlik oranları açısından ise kötü performans göstermiştir. Türkiye ile ilgili ülkeler karşılaştırıldığında, makroekonomik verileri çok daha kötü olan ülkelerle arasında oldukça büyük not farkları olduğu görülmektedir. Diğer ülkelerin ekonomik verileri genel olarak daha kötü olduğu halde,  büyük kredi derecelendirme kuruluşu tarafından ilgili ülkelerin kredi notlarının yüksek seviyelerde tutuluyor olması ise tutarsızlıktır.

3.4. CDS Primleri ve Kredi Derecelendirme Notları Arasındaki İlişki

Küresel piyasalarda likidite ve ürün çeşitliliğinin artmasıyla beraber birçok yatırımcı riskten korunmak amacıyla farklı finansal enstrümanlara yönelmeye başlamışlardır. İflas riski (default risk) içeren ülke veya şirket borç senetleri üzerinden yazılan CDS'ler, bir alacaklının üçüncü bir kişiye borçlarını sigortalaması için ödediği prime denmektedir.

CDS kontratları riskin, iflasın, gerçekleşmediği durumlarda alıcının (yatırımcının) satıcıya (sigortacıya) belli dönemlerde risk primi ödediği sigorta anlaşmalarıdır. Riskin gerçekleştiği durumlarda ise riski üstlenen CDS satıcısı borç senetlerinin nominal değerini karşılamakla yükümlüdür.¹⁵⁷

Şekil 5. Kredi Temerrüt Takası



Kaynak: İş Bankası, https://ekonomi.isbank.com.tr/UserFiles/pdf/ar_03_2011.pdf

Son dönemlerde finansal piyasalarda yatırımcıların yakından takip ettikleri CDS'ler, aynı zamanda bir ülkeye yönelik iktisadi ve politik gelişmelere karşı duyarlı olan kısa vadeli risk göstergeleridir. Piyasalardaki küresel ekonomiye veya herhangi bir ülkeye ilişkin belirsizliklerin artması, borç senetlerinin üzerinde yazılan CDS primlerine de yansımaktadır.

Uluslararası yatırımcılar, özellikle 2008 yılından sonra ülkelerin kredibilitesine ilişkin yeni bilgi kaynakları aramaya başlamışlardır. Bu arayışlardan en belirginini ise, kredi temerrüt takası (CDS) primleri olmuştur.¹⁵⁸ Çünkü Kredi Temerrüt Takası (Credit Default Swap, CDS) piyasalarda, ülkelerin borç riskini belirlemesi, kamuya açık ve güncel piyasa bilgilerini yansıtması yönüyle önemlidir. Böylece, herhangi bir kredi derecelendirme kuruluşunun subjektif yargısının önüne geçen, bir ülkenin

¹⁵⁷ Bora Çevik, "Kredi Notları ve CDS ilişkisi Sona Mı Erdi", 2011, (Çevrimiçi), https://ekonomi.isbank.com.tr/UserFiles/pdf/ar_03_2011.pdf, s.5.

¹⁵⁸ Kargı, a.g.e., s.357.

borcunu veya faizini ödeme riski için kredi derecelendirme kuruluşlarından daha güncel kredi notları sağlamakta olan CDS'lerin önemi artmıştır.¹⁵⁹

Reyting notları çoğu kez ya geç kalmış ya da erken belirlemelerin izlerini taşıyabilmekte iken, CDS primi her an yeniden arz ve talebe göre belirlendiği için piyasanın anlık reaksiyonunu yansıtmaktadır. Buna karşılık gerek reyting notları gerekse CDS primleri genel olarak birbirinden etkilenebilmektedir.¹⁶⁰

Eğer herhangi bir ülkede CDS primleri yüksekse, bu ülke ve içerisinde faaliyet göstermekte olan şirketler de borçlanma ihtiyaçlarını yüksek maliyetle karşılamak durumunda kalır. Çünkü CDS primi yükseldikçe, risk seviyesi de yükselir ve sonucunda fon maliyeti artar.

Fed'in Mart 2016 ortalarında yaptığı toplantının ardından faiz artırımlarına hız vermeyeceğinin anlaşılması küresel piyasalarda olumlu bir hava yaratmıştır. Fed toplantısının ardından oluşan iyimser hava Türkiye'nin de aralarında yer aldığı gelişmekte olan ülkelerin risk primlerine olumlu yansımıştır. Mart 2017 içinde Türkiye'nin CDS risk primi 15 Temmuz'dan bu yana en düşük düzeye gerilemiştir.¹⁶¹ Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından ülkelere verilen notlar ile ülkelerin CDS primleri üzerinden hesaplanan kredi notları arasındaki farkın özellikle belirsizliğin arttığı dönemlerde açıldığı bilinmektedir.

Riskin arttığı dönemlerde kısa vadeli risk göstergesi olan CDS primleri üzerinden hesaplanan kredi notları aşağı yönlü bir seyir izlemektedir. Kredi derecelendirme kuruluşları ise değerlendirmelerinde "anlık" gelişmelerin yanı sıra

¹⁵⁹ Karagöl ve Mihçioğur, a.g.e., s.21.

¹⁶⁰ Mahfi Eğilmez, "Türkiye'nin Kredi Notu ve CDS Primi", 25 Temmuz 2016, (Çevrimiçi), <http://www.mahfiegilmez.com/2016/07/turkiyenin-kredi-notu-ve-cds-primi.html>, 12.03.2017.

¹⁶¹ Türkiye İş Bankası, "Dünya ve Türkiye Ekonomisindeki Gelişmeler", Nisan 2017, (Çevrimiçi), https://ekonomi.isbank.com.tr/UserFiles/pdf/dteg_201704.pdf, 25 Nisan 2017, s.12.

yapısal göstergeleri de göz önünde bulundurduğundan kredi notlarını her zaman CDS pimlerindeki dalgalanmalara göre değiştirmeyebilmektedir.¹⁶²

Ülkelerin riskliliğini yansıtmaması açısından KDK'ların verdiği notlarla benzer bir işleve sahip olan CDS primlerini gösterge olarak kullanmanın avantaj ve dezavantajları bulunmaktadır¹⁶³:

- CDS primleri kredi notlarına göre daha hareketlidir.
- CDS'ler bir ülkeye ilişkin piyasa algısını daha hassas yansıtabilmektedir.
- CDS'lerin denetlenmesi konusunda zayıflıklar bulunmaktadır.

3.5. Ulusal Olarak Tanınan İstatistiksel Derecelendirme Kuruluşları (NRSRO)

1975 yılında Amerikan Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonunu (Securities Exchange Commission – SEC) bazı derecelendirme kuruluşlarını “Ulusal Olarak Tanınan İstatistiksel Derecelendirme Kuruluşları” (Nationally Recognized Statistical Rating Organizations - NRSRO) olarak tanımlamıştır. Bu statü ile ABD’de derecelendirme faaliyetinde bulunmak isteyen derecelendirme kuruluşlarına ait ölçütler belirlenmiştir. Bunlar, “ulusal olarak tanınmış olmak”, “operasyonel yeterlilik” ve “güvenilirlik” ölçütleridir.¹⁶⁴

Günümüzde NRSRO statüsüne sahip 10 kredi derecelendirme kuruluşu bulunmaktadır. Bunlar; Moody’s Investor Service, Standard & Poor’s, Fitch Ratings, A. M. Best Company, Dominion Bond Rating Service Ltd., Japan Credit Rating Agency Ltd., R&I Inc., Egan-Jones Ratings Company, LACE Financial, Realpoint LLC’dir.

¹⁶² Bora Çevik, "Kredi Notları ve CDS İlişkisi Sona Mı Erdi", 2011, (Çevrimiçi), https://ekonomi.isbank.com.tr/UserFiles/pdf/ar_03_2011.pdf, s.10.

¹⁶³ A.e., s.11-12.

¹⁶⁴ Erkan Eren, "Derecelendirme Kuruluşlarının Vereceği Notlar Sebebiyle Üçüncü Kişilerin Uğrayabileceği Zararlardan Kaynaklanan Sorumluluğun Hukuki Niteliği", **BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar**, C.IV, Sayı:2, 2010, s. 115.

Tablo 10. NRSRO Bünyesindeki Kuruluşlarının Derecelendirme Adetleri (2015)

NRSRO	Finansal Kurumlar	Sigorta Şirketleri	İhraççı Şirketler	VDMK	Devlet Tahvilleri	Toplam Derecelendirme
A.M. Best		7.710	1.445	18		9.173
DBRS	8.487	143	3.536	12.848	16.947	41.961
ERJ	11.251	1.015	6.384			18.650
Fitch	43.798	3.077	16.734	41.517	198.375	303.501
HR Ratings					347	347
JCR	770	59	2.227		428	3.484
KBRA	443	4	4	4.259	55	4.765
Moody's	50.094	3.175	42.821	68.494	637.898	802.482
Morningstars				3.306		3.306
S&P	60.005	6.896	51.105	64.222	964.704	1.146.932
Toplam	174.848	22.079	124.256	194.664	1.818.753	2.334.600

Kaynak: SEC, <https://www.sec.gov/ocr/reportspubs/annual-reports/2016-annual-report-on-nrsros.pdf>

Tablo 11’de NRSRO bünyesindeki KDK’ların yaptıkları derecelendirme türlerine ve adetlerine ilişkin veriler yer almaktadır. Tabloyu incelediğimizde, yaklaşık 2.4 milyon derecelendirme içinde özellikle üç büyükler olarak nitelendirilen S&P, Moody’s ve Standart and Poors’un üstünlüğü görülmektedir. Bunları sırasıyla, DBRS, ERJ ve A.M. Best firmaları takip etmektedir.

Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşun yapmış olduğu derecelendirme adetlerine baktığımızda Fitch Ratings’in 303.501, S&P’nin 1.146.932 ve Moody’s’in 802.482 adet derecelendirme yaptığı görülmektedir. Bu üç kuruluşun toplamı ise, 2 milyon 253 bin adet iken, diğer kredi derecelendirme kuruluşlarının toplamı ise 81 bin 600 adettir. Yine üç büyük KDK arasında en fazla derecelendirme yapan kuruluş 1.146.932 adet ile S&P’dir. Derecelendirilenler arasında ise 1.818.753 adet ile en çok

devlet tahvillerinin derecelendirmesinin yapıldığı görülürken, bunu sırasıyla VDMK, finansal kurumlar, ihraççı şirketler ve sigorta şirketleri takip etmektedir.

Tablo 11. NRSRO Bünyesindeki Kuruluşlarının Pazar Payları (2015)

	2012	2013	2014	2015
S&P, Fitch ve Moody's	94.7%	94.5%	94.3%	93.2%
Diğer KDK'lar	5.3%	5.5%	5.7%	6.8%
Toplam	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Kaynak: SEC,

<https://www.sec.gov/ocr/reportspubs/annual-reports/2016-annual-report-on-nrsros.pdf>

Tablo 12’de NRSRO bünyesindeki KDK’ların pazar payları incelendiğinde, S&P, Fitch ve Moody’s’in toplam %93.2’lik pay ile neredeyse piyasanın tamamına hakim oldukları görülmektedir. Diğer KDK’ların toplam pazar payı ise %6.8’dir. Veriler yıllar itibariyle incelendiğinde S&P, Moody’s ve Fitch’in toplam pazar paylarında az miktarda bir düşüş görülürken, diğer kredi derecelendirme kuruluşlarının toplam pazar paylarının yavaş yavaş artmaya başladığı görülmektedir. Yine de, üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun piyasadaki oligopol yapısının sürmekte olduğu ve bu durumun aksine dönmesinin çok uzun zaman alacağı tahmin edilmektedir. Ayrıca tüm NRSRO bünyesindeki KDK’ların 2015 yılı toplam gelirleri yaklaşık 5.9 milyar dolar ile 2014 yılında komisyona rapor edilen miktarla aynıdır.

Tablo 12. NRSRO Bünyesindeki Kuruluşlarının Analist Sayısı (2015)

NRSRO	Kredi Analisti Sayısı*	Kredi Analiz Yöneticisi
A.M. Best	125	46
DBRS	171	41
ERJ	12	4
Fitch	1.100	304
HR Ratings	44	8
JCR	62	31
KBRA	127	20
Moody's	1.601	197
Morningstars	68	12
S&P	1.453	168
Toplam	4.763	831

*Kredi Analiz Yöneticilerini de içeriyor.

Kaynak: SEC, <https://www.sec.gov/ocr/reportspubs/annual-reports/2016-annual-report-on-nrsros.pdf>

Tablo 13’de üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu tarafından rapor edilen toplam çalışan sayısının 4.154 kişi ile NRSRO bünyesindeki KDK’ların toplam çalışan sayısının yaklaşık %87.2’si olduğu bilinmektedir. Diğer KDK’lar arasında ise toplam çalışan analist sayısı sırasıyla en fazla DBRS, KBRA, A.M. Best kuruluşlarındadır. NRSRO bünyesinde yer alan diğer KDK’ların toplam çalışan sayısı ise yaklaşık %12.8’dir.

SONUÇ

Globalleşen dünyada, ülkeler ve piyasalar artık birbiriyle daha çok etkileşim halindedir. Ülkeler sadece kendi sınırları içinde yatırım yapmak yerine, sınırların da kalkmasıyla başka ülkelere yatırım yaparak çeşitli yatırım fırsatlarını değerlendirmektedir. Özellikle büyüme ve kalkınma hedefleri doğrultusunda, iç kaynaklara ulaşımı kısıtlı ya da oldukça maliyetli olan ülkeler, bu hedefleri doğrultusunda yurt dışı piyasalardan uygun finansman kaynağı sağlamak için bu notları kullanırlar. Ülkeler ya da firmalar, bir kuruluşun finansal yükümlülüklerini zamanında yerine getirip getiremeyeceği hakkında verilen bağımsız bir görüş olarak kabul edilen kredi derecelendirme işlemine ihtiyaç duymaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşları ülkeleri, şirketleri, finansal enstrümanları derecelendirerek, yatırımcılara yatırım yapmayı düşündükleri ülke, sektör ve borçlanma araçlarının riskleri hakkında bilgi vermektedir.

Kredi notlarının finans piyasalarındaki önemi ise, özellikle ülkelere giriş yapan çeşitli fonların piyasadaki değişimlerden aşırı ve hızlı bir şekilde etkileniyor olmasından ileri gelmektedir. Küresel finans piyasalarından borçlanabilmek için “derecelendirme” temel ölçüt olarak kabul edilmektedir. Derecelendirme sayesinde, finansal hesap verilebilirlik sağlanmaktadır. Derecelendirme sistemiyle finansal piyasalarda; fon arz ve talepleri notlarla uyumlu olarak hareket edebilmekte, sermaye piyasalarının gelişimi sağlanmakta, piyasaların istikrarlı ve sağlıklı işlemesine katkı sunulmaktadır.

Günümüzde çok sayıda kredi derecelendirme kuruluşu olmasına rağmen, özellikle S&P, Moody’s ve Fitch Ratings’in neredeyse piyasanın tamamına hakim olduğu görülmektedir. Bu kuruluşlar, finansal ürünlerin kalitesini inceleme, izleme ve değerlendirme fırsatı olmayan yatırımcılar için basit ve kullanımı kolay bilgiler sağlayarak mantıklı yatırım kararları almalarına yardımcı olmaktadır. Öte yandan bu kuruluşlar, güvenilirlik ve tarafsızlık konularında eleştirilmektedir. Son yıllarda

yaşanan finansal krizlerin meydana geldikleri ülkeleri, son ana kadar “yatırım yapılabilir” seviyede tutarak, yatırımcılara büyük zarar veren bu kuruluşların güvenilirlikleri konusunda ciddi tartışmalar başlamıştır. Özellikle kredi derecelendirme kuruluşlarının oligopol yapıları, şeffaf olmamaları, metodolojilerin değişen konjonktüre ayak uyduramaması, yaşanan çıkar çatışmaları, yatırımcıları yanlış yönlendirmeleri, yeni çıkan finansal enstrümanlara yüksek notlar vermeleri, ücretlerindeki artış da yine bu kuruluşların eleştirilen diğer yönleridir.

Bu çalışmanın amacı, üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu (S&P, Moody’s ve Fitch Ratings) tarafından Türkiye’ye verilen uzun vadeli yabancı para cinsinden ülke kredi notlarının, temel makroekonomik verilerle uyumluluğunun bazı mantıksal ve istatistiksel değerlendirmeler aracılığıyla analiz edilmesidir. Türkiye’de derecelendirme işleminin geçmişi 1991 yılına dayanmakla beraber, ilk kredi notlarını 1992 yılında S&P ve Moody’s tarafından “yatırım yapılabilir” seviyede olan “BBB” ve “Baa3” olarak almıştır. Türkiye’nin kredi notlarındaki düşüşler, 1994 yılında yaşanan ekonomik kriz sonucu başlamıştır. İlk olarak Ocak 1994 tarihinde Moody’s Türkiye’nin “yatırım yapılabilir” seviyedeki kredi notunu “Baa3” ten, “spekülatif” seviye olan “Ba1”e düşürmüştür. Daha sonra, S&P 22 Mart 1994 tarihinde “BBB-” olan ülke kredi notunu “BB” seviyesine düşürmüştür. Ardından 2001 krizi sonucu üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu da tepkisini ülke kredi notunu düşürerek göstermiştir. 2001 krizi sürecinde finansal sistemde yaşanan olumsuzluklar nedeniyle, “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” uygulanmaya konulmuştur. Bu dönemde, ekonomide enflasyonla mücadelede gösterilen başarı, sermaye girişlerindeki artışla beraber TL talebinin yükselmesiyle finansal piyasalarda yaşanan büyüme, disiplinli kamu maliyesi politikasının devam ettirilmesi sonucu kamu kesimi borç stokunun milli gelire oranının düşmesiyle gerileyen reel faiz hadleri, bütçe giderleri içinde faiz harcamalarının payının düşmesi gibi olumlu gelişmeler yaşanmıştır. Bu dönemde, özel sektör tasarruf dengesindeki fazlanın açığa dönmesi nedeniyle cari açığa artış olmuştur. Özellikle 2002 sonrasında, Türkiye büyümede oldukça iyi bir performans göstermiş, kamu borcunun milli gelire oranı 2001 krizinde

%76.1'den %30 seviyelerine kadar inmiştir. Öte yandan, Maastricht kriterlerine göre bütçe açığının gayri safi yurt içi hasılaya oranı %3'ü aşmamalıdır. Bu orana baktığımızda, 2001 krizinde %12.2 ile referans değerden oldukça sapmışken, bu dönemden sonra düşüş eğilimine girmiştir. Ancak kriz sonrası yaşanan bu toparlanma, bahsi geçen kredi derecelendirme kuruluşları tarafından ülke notlarına yeterince yansıtılmamıştır. Bu dönemde Türkiye'nin ülke kredi notlarının hala spekülatif seviyelerde tutulmaya devam edilmesi, bu kuruluşlara yönelik ciddi eleştirilere neden olmuştur. 2008 yılına gelindiğinde ise, yaşanan küresel kriz Türkiye'de de etkisini göstermiştir. Türkiye'nin 2008 küresel krizi sırasındaki makroekonomik verileri incelendiğinde, büyüme oranının 2008 yılında %0.7'ye düştüğü, 2009 yılında ise %4.7'lik bir daralma yaşandığı görülmüştür. Kişi başına düşen milli gelir 2008 yılı itibarıyla 10.379 dolar iken 2009 yılında 8.626 dolara düşmüştür. Bu dönemde yine kamu borcunda bir artış yaşanmış, kamu borcunun gayri safi yurt içi hasılaya oranı %38.1'den %43.8 seviyelerine yükselmiştir, fakat yine de Maastricht Kriterlerine göre belirlenmiş %60'lık seviyenin altındadır. Bütçe açığı ise %2 seviyelerinden, %5.6'lara yükselerek, Maastricht Kriterlerine göre belirlenmiş referans değerinin üzerindedir. Bu dönemde yine cari açığındaki artış dikkat çekmektedir. Öte yandan enflasyon oranı da %8.8'den %10.4'e, işsizlik oranı da 2009 yılında %14 gibi oldukça yüksek bir seviyeye yükselmiştir. Ancak 2009 sonrasında küresel piyasalarda yaşanan olumlu gelişmelerin de etkisiyle ülkemizde toparlanma süreci yaşanmıştır. Türkiye ekonomisi, 2010 yılında %9 ve 2011 yılında %8 oranında büyümüştür. Yine bu dönemlerde Türkiye'nin kamu borcunda, bütçe açığında, enflasyon ve işsizlik oranlarında azalışlar olmuştur. Cari açık ise yine yükselmiştir. Türkiye 2010 yılında Avrupa'nın en hızlı büyüyen ekonomisi olarak, yaşanan krizin olumsuz etkilerinden kurtulmaya başlamıştır. Bu dönemde ekonomide yaşanan olumlu gelişmelere paralel olarak, kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'ye verdikleri ülke kredi notlarında artış yaşanmış olsa da hala yatırım yapılabilir seviyeye ulaşamamıştır. Türkiye ekonomisinde yaşanan olumlu gelişmelere rağmen, üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu tarafından uzun süre kredi notunun artırılmaması ekonomistlerin ve siyasilerin not artışı gerektiği

yönünde açıklamalarına neden olmuştur. Bu açıklamaların etkisiyle, Fitch Ratings Türkiye'nin "BB+" olan ülke kredi notunu "BBB-" ye yükseltmiş ve böylelikle 1994 yılında kaybedilen yatırım yapılabilir ülke statüsünü 19 yıl sonra yeniden kazanmıştır. Ardından, Moody's 16 Mayıs 2013 tarihinde Türkiye'nin ülke kredi notunu "Ba1" seviyesinden bir kademe yükselterek yatırım yapılabilir seviye olan "Baa3"e yükseltmiştir. S&P ise 2013 yılında "BB" olan ülke kredi notunu bir kademe yükselterek "BB+" ya yükseltmiştir. 2017 yılına gelindiğinde ise, ekonomik verilerdeki bozulmalar ve artan siyasi riskler gerekçe gösterilerek, Türkiye'nin ülke kredi notu tekrar yatırım yapılabilir seviyenin altına düşmüştür.

Bu analiz sonucunda; ülke kredi notları geneli itibariyle değerlendirildiğinde, uluslararası alanda kabul görmüş üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun Türkiye'ye verdikleri ülke kredi notlarının, bazı dönemlerde ekonomik verilerle uyumlu olduğu görülürken, bazı dönemlerde ise ekonomideki olumlu gelişmelere ya kayıtsız kaldığı ya da çok geç tepki verdiği anlaşılmıştır. Özellikle 2002 ve 2009 sonrası yaşanan olumlu ekonomik gelişmelerin notlara yeterince yansıtılmadığı ya da geç yansıtıldığı görülmüştür. Bu durum ekonomik büyüme ve kalkınma hedefleri için gerekli sermayenin ya ülkeye girişini engellemiş ya da fon maliyetinde artışlara neden olmuştur. Bu çalışmada, ülke kredi notları her ne kadar ekonomik veriler üzerinden açıklanmaya çalışılsa da, ülke kredi notlarının politik ve sosyal etmenlerden de etkilendiği unutulmamalıdır.

Çalışmanın diğer bir araştırma konusu olan, Türkiye ile AB üyesi olan ve olmayan bazı ülkelere, üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu (S&P, Moody's ve Fitch) tarafından verilen ülke kredi notlarının uyumluluğunun temel makroekonomik veriler üzerinden karşılaştırmalı olarak analiz edildiği kısımda ise ulaşılan sonuçlar şu şekildedir; Türkiye'nin ekonomik büyüme performansının diğer ülkelere (İrlanda hariç) daha iyi olduğu görülmektedir. Öte yandan, kamu borcu oranlarında sağlanması gereken %60 kriterinin AB üyesi olan İspanya, Portekiz, İtalya, İrlanda ve Macaristan'da sağlanamadığı görülmektedir. Bu oran, bahsi geçen AB üyelerinin hepsinde %60'ın üzerindeyken, Türkiye'de %27.5 ile oldukça düşük seviyededir. Yine

ekonomik ve parasal birlik üyelerinin bütçe açıkları GSYH'larının %3'ünü aşmamalıdır. Bütçe açıklarını kıyasladığımızda ise, AB üyesi olan İspanya ve Portekiz'de bu oran referans değerin üzerinde iken, Slovakya, İtalya ve Polonya'da ise %3'e yakın olduğu görülmektedir. Bu oran Türkiye'de bahsi geçen ülkelerle kıyaslandığında oldukça düşük, hem de referans değerin altındadır. Türkiye %7,7'lik enflasyon oranıyla AB üyesi olan ve olmayan ülkelerin tümünden çok daha kötü performans göstermesi nedeniyle oldukça dezavantajlıdır. Türkiye'de işsizlik oranı ise İspanya, Portekiz, İtalya ve Slovakya'dan düşük olmasına rağmen, yine de oldukça yüksek seviyededir. Türkiye makroekonomik göstergeler arasından büyüme, kamu borcu, borç stoku yönünden oldukça başarılı performans göstermesine karşın, enflasyon ve işsizlik oranları açısından ise dezavantajlıdır. Türkiye ile seçilen ülkeler karşılaştırıldığında, makroekonomik verileri çok daha kötü olan ülkelerle arasında oldukça büyük not farkları olduğu görülmektedir. Diğer ülkelerin ekonomik verileri genel olarak daha kötü olduğu halde, üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu tarafından ilgili ülkelerin kredi notlarının yüksek seviyelerde tutuluyor olması ise tutarsızlıktır.

Türkiye'nin kredi notlarını yükseltebilmesi ekonomi, eğitim, adalet vb. birçok alanda yapısal reformları hayata geçirmesine bağlıdır. Özellikle, büyümede başlayan yavaşlamanın önüne geçilmesi, ülkenin kronik sorunlarından olan cari açık ve enflasyonun düşürülmesi, son yıllarda özellikle genç nüfus işsizliğinde yaşanan artışın önüne geçilmesi gerekmektedir. Son olarak unutulmamalıdır ki uluslararası fonlar, sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu, siyasi istikrarın sağlandığı ve hukukun üstün olduğu ülkelere girmektedir.

KAYNAKÇA

- Adelson, M.H.: "The Role Of Credit Ratings In The Financial System", May 17, 2012, pp.1-12.
- Akbulak, Y.: "Kredi Derecelendirmesi veya Rating: Kavram ve Ölçütler", **Mali Çözüm Dergisi- ISMMMO**, Mayıs-Haziran 2012, s.171-184.
- Akçayır, Ö.: **Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Güvenilirliklerinin Sorgulanması: Türkiye'nin Kredi Derecelendirme Geçmişi ve Bugünü (1992-2012)**, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Isparta 2013.
- Akçayır, Ö., Yıldız, Z.: "Kredi Derecelendirme Notlarının Uluslararası Standardizasyonu ve Türkiye Analizi (1992-2013): Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksi", **Akademik Bakış Dergisi**, Sayı: 40, Ocak- Şubat 2014, s.1-21.
- Alantar, D.: "Küresel Finansal Kriz: Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme", **y.y**, s.1-10.
- Ayvalı, M.: "Credit Default Swap (CDS) Nedir? CDS Neyi Anlatır? ", Bireysel Yatırımcı, 16 Ocak 2014, (Çevrimiçi), <http://www.bireyselyatirimci.com/credit-default-swap-cds-nedir/>, 25 Mart 2017.

Balıkçioğlu, E.:

Ülkelerin Finansal Açıdan Kredi Notlarını Etkileyen Faktörler ve Kurallı Maliye Politikasının Etkisi: 2000 Sonrası Dönem Türkiye’de Uygulanan Maliye Politikalarının Kredi Notları Üzerindeki Etkisinin Karşılaştırmalı Analizi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi, Ankara 2013.

Berker, A.B.:

Derecelendirme ve Denetimde Karşılaşılan Sorunlar ve Çözüm Önerileri, İkinci Kamu Güveni ve Denetimi Sempozyumu, Nisan 2007, s.1.

Bocutoğlu, E.:

"Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve 2007 Küresel Krizi", **Hak-İş Uluslararası Emek ve Toplum Dergisi**, C.IV, Yıl:4, Sayı:10 (2015/3), s.66-113.

Cantor, R., Packer, F.:

"Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings", **FRBNY Economic Policy Review**, October 1996, pp.37-54.

Cantor, R., Packer, F.:

"Sovereign Credit Ratings", **Current Issues in Economics and Finance**, Vol.I, Number:3, June 1995, pp.1-6.

Demir, M., Eminer F.:

"Kredi Derecelendirme Kuruluşları Üzerine Düşünceler", **LAÜ Sosyal Bilimler Dergisi**, C.V, Sayı:2, Aralık 2014, s.96-113.

Demir, M.:

**Kredi Derecelendirme Kuruluşları
Derecelendirme Süreçleri ve Türkiye**, Adnan
Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
Yüksek Lisans Tezi, Aydın 2014.

Eğilmez, M.:

"Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve
Türkiye", 23 Ağustos 2016, (Çevrimiçi),
[http://www.mahfiegilmez.com/2016/08/do
grudan-yabanc-sermaye-yatirmlar-ve.html](http://www.mahfiegilmez.com/2016/08/do-grudan-yabanc-sermaye-yatirmlar-ve.html),
15.03.2017.

Eğilmez, M.:

"Türkiye Ekonomisi Hakkında Üç Farklı
Görüş", 7 Eylül 2016, (Çevrimiçi),
[http://www.mahfiegilmez.com/2016/09/tu
rkiye-ekonomisi-hakknda-uc-farkl-
gorus.html](http://www.mahfiegilmez.com/2016/09/turkiye-ekonomisi-hakknda-uc-farkl-gorus.html), 02.04.2017.

Eğilmez, M.:

"Türkiye'nin Kredi Notu Niye Düştü? ", 29 Ocak
2017, (Çevrimiçi),
[http://www.mahfiegilmez.com/2017/01/turkiy
enin-kredi-notu-nicin-dustu.html](http://www.mahfiegilmez.com/2017/01/turkiyenin-kredi-notu-nicin-dustu.html), 25.02.2017.

Eğilmez, M.:

"Yabancı Sermaye On Kat Arttı Büyüme
Düştü", 18 Haziran 2015, (Çevrimiçi),
[http://www.mahfiegilmez.com/2015/06/ya
banc-sermaye-on-kat-artt-buyume-
dustu.html](http://www.mahfiegilmez.com/2015/06/yabanc-sermaye-on-kat-artt-buyume-dustu.html), 22.03.2017.

Elkhoury, M.:

"Credit Rating Agencies and Their Potential
Impact on Developing Countries", United
Nations Conference On Trade And
Development Discussion Papers, No. 186,
January 2008.

Fitch Ratings: "Definitions of Ratings and Other Forms of Opinion", (Çevrimiçi), <https://www.fitchratings.com/site/fitchsolutions-home> , 19 Ocak 2016.

Fitch Ratings: "Fitch Sovereign Ratings", (Çevrimiçi), <https://www.fitchratings.com/site/fitchsolutions-home>, 12 Ocak 2016.

Gülmez, A., Gündoğan, H.: "Uluslararası Politik İktisat Çerçevesinde Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Türkiye Uygulaması", **Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi**, Yıl:2, C.II, Sayı:4, 2014, s.65-90.

Halıcı, N.S.: "Kredi Derecelendirme Notlarının Uluslararası Standardizasyonu ve Türkiye Analizi (1992-2013): Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksi", **Akademik Bakış Dergisi**, Sayı: 40, Ocak- Şubat 2014, s.1-21.

Hasbi, D.T.: **Kredi Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Yapılan Not Değerlendirmelerinin Ülke Ekonomileri Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği**, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Aydın 2012.

Haspolat, F.B.: **Ülke Kredi Notlarının Belirleyicileri: Türkiye'nin Kredi Notunun Ülke Karşılaştırmalı Analizi**, T.C. Kalkınma Bakanlığı, Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Tezi, Ankara 2015.

Hemraj, M.:

Credit Rating Agencies, United Kingdom,
Springer International Publishing, 2015.

Kabadayı, B.:

**Ülke Kredi Notlarını Etkileyen Faktörler:
Yükselen Ekonomiler ve Türkiye Örneği**,
Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
Doktora Tezi, Erzurum 2012.

Kalkan, H.:

"Bizim de Kredi Derecelendirme
Kuruluşlarımız Olsa Nasıl Olur? ", **Tesam
Türkiye Ekonomik, Siyasal ve Stratejik
Araştırmalar Merkezi**, Nisan 2017,
(Çevrimiçi), <http://tesam.org.tr/bizim-de-kredi-derecelendirme-kuruluslarimiz-olsa-nasil-olur/>, 30 Nisan 2017.

Karagöl, E.T.,
Mihçioğur, Ü.İ.:

"Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Alternatif
Araştırmalar", **Siyaset, Ekonomi ve Toplum
Araştırmaları Vakfı**, No:7, Eylül 2012, s.1-36.

Kargı, Bilal:

"Küresel Finansal Kriz: Nedenleri ve
Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme", **y.y.**,
s.1-10.

Kedikli, E.:

**Uluslararası Kredi Derecelendirme
Kuruluşlarının Ekonomik Etkilerinin
İncelenmesi**, Avrasya Üniversitesi Sosyal
Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Trabzon
2015.

Kerwer, D.:

"Holding Global Regulators Accountable-The
Case of Credit Rating Agencies", Working Paper
No:11, December 2004.

Kılıçaslan, H., Giter, M.S.:

"Kredi Derecelendirme ve Ortaya Çıkan Sorunlar", **Maliye Araştırmaları Dergisi**, 2016, Yıl:2, C.II, Sayı:1, s.62-81.

Moody's Investor Service:

(Çevrimiçi),
https://www.moodys.com/pages/default_tu.aspx, 15 Nisan 2017.

Ovalı, S.:

"Ülke Kredi Notu Değerlendirme Kriterleri Açısından Türkiye AB Karşılaştırmalı Analizi", **Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi**, C.X, Sayı 23, 2014, s.53-80.

Özgür, M.I., Demirtaş, C.:

"Finansal Gelişme ve Doğrudan Yabancı Yatırımların Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği", **NWSA-Social Sciences**, 3C0129, 10, (3), s.76-91.

Özince E.:

"Finansal Sektör – Uluslararası Gelişmeler ve Türkiye Deneyimi", Temmuz 2008, (Çevrimiçi),
<http://journal.mufad.org.tr/attachments/article/273/3.pdf>, 13 Nisan 2017.

SEC:

"Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations", December 2016, (Çevrimiçi),
<https://www.sec.gov/ocr/reportspubs/annual-reports/2016-annual-report-on-nrsros.pdf>, 18 Mart 2017.

Seval, B.:

"Kredi Derecelendirme ", Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu, Ekim 2014, (Çevrimiçi), http://serpam.org/wp-content/uploads/Kredi_Derecelendirme.pdf, 12 Mart 2017.

Sezgin, F., Atakan, T.,
Değirmenci, C.:

"The Analysis of Economic, Financial and Political Factors Effecting The Changes of Ratings Assessed by The Credit Rating Agencies: A Survey for Turkey", **Eurasian Academy of Sciences**, Vol.1, 2015, S:1-17.

Suadiye, G.:

"Kredi Derecelendirme ve Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri", **Mustafa Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, C.III, Sayı: 6, 2006, 97-114.

SPK:

Sermaye Piyasası Kurulu Eğitim Semineri Kitapçığı, Ankara 2012.

Şatıroğlu, T.:

"Kapitalizmin Açmazı: Kredi Derecelendirme Kuruluşları", **Kanal Finans**, 12 Ağustos 2016, (Çevrimiçi), <http://kanalfinans.com/editor/kapitalizmin-acmazi-kredi-derecelendirme-kuruluslari-tunc-satiroglu>, 14.04.2017.

Şirvan, N.:

"Kredi Derecelendirme ve Türkiye Ekonomisi", **Bankacılık Araştırma Merkezi**, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi, 2004, s.1-17.

T.C. Başbakanlık Hazine
Müsteşarlığı:

"Kamu Borç Yönetimi Raporu", 2014,
(Çevrimiçi),
<https://www.hazine.gov.tr/File/?path=ROOT%2F1%2FDocuments%2FKamu%20Bor%C3%A7%20Yonetimi%20Raporu%2F2014%20KBYR%20T%C3%BCrk%C3%A7e%2008-09-14.pdf>, 16 Mart 2017.

TCMB:

"Finansal İstikrar Raporu", Kasım 2016, Sayı 23, (Çevrimiçi),
http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/c6b44f97-b4c1-4cdc-a6e7e1c255d96661/Fir_TamMetin23.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACEC6b44f97-b4c1-4cdc-a6e7e1c255d96661/, 15 Mart 2017.

Tichy, G.:

"Credit Rating Agencies: Part of the Solution or Part of the Problem?", *Intereconomics*, 2011, pp.232-262.

Toraman, C., Yürük, M.F.:

"Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Finansal Krizlere Etkileri", **BEU. SBE. Derg.**, C.III, Sayı:1, Haziran 2014, s.127-154

Tutar, E., Tutar, F., Eren, M.V.:

"Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Rolü, Güvenirlilik Açısından Sorgulanması ve Türkiye", **Akademik Bakış Dergisi**, Sayı: 25, Temmuz – Ağustos 2011, s.1-24.

Türkiye Cumhuriyeti

Dışişleri Bakanlığı:

"Türk Ekonomisinin Genel Görünümü", 2011, (Çevrimiçi), <http://www.mfa.gov.tr/turk-ekonomisindeki-son-gelismeler.tr.mfa>, 15.04.2017.

Türkiye İş Bankası:

"Dünya ve Türkiye Ekonomisindeki Gelişmeler", Nisan 2017, (Çevrimiçi), https://ekonomi.isbank.com.tr/UsarFiles/pdf/dteg_201704.pdf, 25 Nisan 2017.

Yavuz, A.:

İşgücü, İstihdam ve Kriz Olgusu, İstanbul, G.M Matbaacılık ve Ticaret A.Ş., 2012.

Yenmez, B.:

Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları, İşleyişleri ve Türkiye Değerlendirmesi, Eskişehir Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Eskişehir 2005.

Yıldız, A.:

"Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Etik Problemler", **The Journal of Academic Social Science Studies**, Number: 53, Winter II 2016, p. 519-532.

Yıldız, Ü.:

Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Ülke Kredi Notlarının Makroekonomik Belirleyicileri: Panel Veri Analizi, Eskişehir Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Eskişehir 2014.

İNTERNET SİTELERİ:

<https://www.standardandpoors.com>

<https://www.moodys.com>

<https://www.fitchratings.com>

<https://www.worldbank.org>

<http://www.tradingeconomics.com>

<http://countryeconomy.com>

<http://ec.europa.eu/eurostat>

<https://data.oecd.org/>

<http://databank.worldbank.org>

<http://www.tcmb.gov.tr/>

<https://www.hazine.gov.tr>

<http://www.maliye.gov.tr>

<http://www.tuik.gov.tr>

<http://www.bumko.gov.tr>

<http://www.bbc.com/turkce>

<http://www.bloomberght.com>

<http://www.hurriyet.com.tr>