



MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLER VE KREDİ NOTLARI; TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Erdal BERK

**Ağustos 2021
DENİZLİ**

**MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLER VE KREDİ NOTLARI;
TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

**Pamukkale Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
Doktora Tezi
Maliye Anabilim Dalı**

Erdal BERK

Danışman: Prof. Dr. İbrahim ORGAN

**Ağustos 2021
DENİZLİ**

Bu tezin tasarımı, hazırlanması, yürütülmesi, araştırmalarının yapılması ve bulgularının analizlerinde bilimsel etiğe ve akademik kurallara özenle riayet edildiğini; bu çalışmanın doğrudan birincil ürünü olmayan bulguların, verilerin ve materyallerin bilimsel etiğe uygun olarak kaynak gösterildiğini ve alıntı yapılan çalışmalara atıfta bulunulduğunu beyan ederim.

Erdal BERK

ÖNSÖZ

Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü'nde Doktora Tezi olarak yapılan bu çalışma, pek çok değerli insanın katkıları ile gerçekleşmiştir.

Öncelikle, birlikte çalışmaya başladığımızdan bu yana tezimin her aşamasındaki destek ve yardımları için çok değerli danışman hocam Sayın Prof. Dr. İbrahim Organ'a ve Tez İzleme Komitesi'ndeki çok değerli hocalarım Prof. Dr. Ersan Öz ve Prof. Dr. Tekin AKDEMİR'e sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

Bu doktora tez çalışmasında sürekli beni cesaretlendiren, yol gösteren, bilgi ve deneyimlerini benimle paylaşan ve maddi manevi hiç bir konuda yardımlarını esirgemeyen çok değerli hocam Sayın Prof. Dr. Şaban Nazlıoğlu'na, çok değerli arkadaşlarım Arş. Gör. Çağın Karul ve Arş. Gör. Ahmet Koncak'a teşekkürü bir borç bilirim. Ayrıca çalışmamda bana destek olan bütün arkadaşlarıma teşekkür ederim.

Son olarak ise tez çalışmasını yürüttüğüm her aşamada ve hayatımın her alanında, maddi-manevi desteklerini hiç eksik etmeyen başta annem, babam, eşim, oğlum, kardeşim ve ablam olmak üzere bütün aileme sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

ÖZET

MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLER VE KREDİ NOTLARI; TÜRKİYE ÖRNEĞİ

BERK, Erdal

Doktora Tezi

Maliye Ana Bilim Dalı

Tez Yöneticisi: Prof. Dr. İbrahim ORGAN

Ağustos 2021, IX+131 sayfa

Çok sayıda aktörün rol aldığı finansal piyasalarda, tüm aktörlerin yatırım kararları öncesinde bireysel olarak analiz yapma olanakları sınırlıdır. Bu nedenle yatırım kararları öncesinde finansal taahhütlerin yerine getirilip-getirilmeyeceğini değerlendirebilmek amacıyla finansal bilgilere ihtiyaç vardır. Kredi derecelendirme kuruluşları bu ihtiyaçlar neticesinde ortaya çıkmış ve piyasa aktörlerine verdikleri finansal bilgiler doğrultusunda yatırım kararlarına yön vermektedirler. Ancak özellikle 1990'lı yıllarda yaşanan ekonomik kriz dönemlerinde ve 2008-2009 Küresel Kriz döneminde iyi bir sınav veremeyen derecelendirme kuruluşları, birçok kesim tarafından giderek artan eleştirilere maruz kalmışlardır.

Bu tez çalışmasının amacı dünya ekonomisine yön veren üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun (Moody's, S&P ve Fitch Ratings) ülkelere verdikleri kredi notlarının, ülkelerin ekonomik ve sosyal göstergeleri ile uyumlu olup olmadığını ve KDK'lara yapılan eleştirilerin haklılık payının olup olmadığını sorgulamaktır. Bu kapsamda 1996-2018 yılları arasında 64 ülke için 6 sosyal ve 8 makroekonomik göstergeyi içeren bir ekonometrik model kurulmuş ve panel veri yöntemi ile tahmin edilmiştir. Moody's, S&P ve Fitch Ratings için ayrı ayrı yapılan tahmin sonuçları ile bu üç büyük derecelendirme kuruluşunun vermiş olduğu ülke kredi notları karşılaştırılarak tartışılmıştır.

Model tahmin sonuçları incelendiği zaman KDK'lara yapılan eleştirilerin bir kısmının haklılık payının olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Özellikle 1997 Asya ve 2008-2009 Küresel Kriz dönemi öncesinde krizleri öngörememişler ve kriz sonrası dönemde de bazı ülkelerin kredi notlarını çok sert bir şekilde düşürerek mevcut krizi daha da derinleştirmişlerdir. Ayrıca yapılan bu çalışmada üç büyük derecelendirme kuruluşunun Türkiye için vermiş oldukları kredi notları, model tahmininden elde edilen sonuçlardan tüm dönemlerden daha düşük olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Derecelendirme, Kredi Derecelendirme Kuruluşları, Ülke Derecelendirme, Panel Veri Yöntemi

ABSTRACT

MACROECONOMIC VARIABLES AND CREDIT RATINGS; THE CASE OF TURKEY

BERK, Erdal

Ph.D. Dissertation

Department of Public Finance

Thesis Supervisor: Prof. Dr. İbrahim ORGAN

August 2021, 131 pages

In financial markets, where many actors play a role, all actors have limited opportunities to analyze individually before making investment decisions. Therefore, before the investment decisions, financial information is needed to evaluate whether the financial commitments are carried out or not. Credit rating agencies (CRA) have emerged due to these needs, and they direct investment decisions through the financial information that they give market actors. However, especially during the economic crisis in the 1990s and the 2008-2009 Global Crisis, the rating agencies, which could not give a good account of themselves, were subjected to increasing criticism by many segments.

This thesis study aims to question the credit rating given by three major credit rating agencies that direct world economy (Moody's, S&P, and Fitch Ratings) are suitable with the countries' economic and social indicators and whether the criticisms made against CRA are valid or not. In this context, an econometric model including six social and eight macroeconomic indicators for 64 countries between 1996-2018 was established and estimated by panel data method. Individual estimation results for Moody's, S&P, and Fitch Ratings and the country credit ratings given by these three major rating agencies are compared and discussed.

When the model estimation results are examined, criticisms on CRAs are partly correct. Especially before the 1997 Asian and 2008-2009 Global Crisis periods, CRAs could not predict the crises. In the post-crisis period, they reduced credit rates of some countries very sharply, and in that way, they exacerbated the current crisis. Moreover, in that study, it has been found out that the credit ratings which three major rating agencies have given Turkey are lower than the conclusions obtained from model estimations.

Keywords: Raiting, Credit Raiting Agencies, Sovereign Raiting, Panel Data Analysis

İÇİNDEKİLER

	Sayfa
ÖNSÖZ.....	i
ÖZET.....	ii
ABSTRACT.....	iii
İÇİNDEKİLER.....	iv
ŞEKİLLER DİZİNİ.....	vi
TABLOLAR DİZİNİ.....	viii
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM DERECELENDİRME (RATING) KAVRAMI VE TARİHÇESİ

1.1. Derecelendirmenin Tanımı, Amaçları ve Önemi	4
1.1.1. Derecelendirmenin Tanımı.....	4
1.1.2. Derecelendirmenin Amaçları.....	6
1.1.3. Derecelendirmenin Önemi.....	7
1.1.3.1.Derecelendirmenin Ülke Ekonomileri Açısından Önemi.....	7
1.1.3.2.Derecelendirmenin Yatırımcılar Açısından Önemi.....	10
1.1.3.3.Derecelendirmenin İhraççılar Açısından Önemi.....	10
1.1.3.4.Derecelendirmenin Finans Kurumları Açısından Önemi.....	12
1.1.3.5.Derecelendirmenin Sermaye Piyasaları Açısından Önemi.....	12
1.2. Derecelendirmenin Tarihçesi ve Gelişimi.....	13
1.2.1. Derecelendirmenin Dünya’da Gelişimi.....	13
1.2.2. Derecelendirmenin Türkiye’de Gelişimi.....	17
1.3. Derecelendirme Türleri.....	19
1.3.1. Kapsamları Açısından Derecelendirme.....	20
1.3.1.1.İhraççının Derecelendirilmesi.....	21
1.3.1.2.İhracın Derecelendirilmesi.....	21
1.3.2. Vadeleri Açısından Derecelendirme.....	21
1.3.2.1.Uzun Vadeli Yükümlülüklerin Derecelendirmesi.....	21
1.3.2.2.Kısa Vadeli Yükümlülüklerin Derecelendirmesi.....	21
1.3.3. Hesap Birimleri Açısından Derecelendirme.....	22
1.3.3.1. Uluslararası Döviz Cinsinden Derecelendirme.....	22
1.3.3.2.Uluslararası Yerel Para Cinsinden Derecelendirme.....	22
1.3.3.3.Ulusal Yerel Para Cinsinden Derecelendirme.....	22
1.3.4. Derecelendirme Hizmeti Verilen Gruplar Açısından Derecelendirme...	22
1.4. Derecelendirmeye İlgili Hukuki Düzenlemeler.....	23
1.4.1. Uluslararası Hukuki Düzenlemeler.....	23
1.4.2. Türkiye’deki Hukuki Düzenlemeler.....	26
1.4.2.1.Sermaye Piyasası Kurulu Tarafından Yapılan Düzenlemeler.....	27
1.4.2.2.Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu Tarafından Yapılan Düzenlemeler.....	32
1.5. Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına Yönelik Yapılan Eleştiriler.....	34
1.5.1. Metodolojilerinin Yeteri Kadar Şeffaf Olmaması.....	34
1.5.2. Sektörün Oligopol Piyasa Yapısı.....	35
1.5.3. Krizleri Öngörememeleri ve Mevcut Krizleri Derinleştirmeleri.....	37
1.5.4. Çıkar Çatışmaları.....	40

1.5.5. Bölgesel Önyargıları.....	41
----------------------------------	----

İKİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI DERECELENDİRME ŞİRKETLERİNİN DERECELENDİRME NOTLARI VE DERECELENDİRME NOTLARINI BELİRLEYEN FAKTÖRLER

2.1. Uluslararası Derecelendirme Şirketlerinin Derecelendirme Tanımları.....	43
2.1.1. Moody's Derecelendirme Notları ve Anlamları.....	43
2.1.2. Standard & Poor's Derecelendirme Notları ve Anlamları.....	44
2.1.3. Fitch Ratings Derecelendirme Notları ve Anlamları.....	46
2.2. Ülkelerin Kredi Notlarını Belirleyen Faktörler.....	48
2.2.1. Moody's Ülke Kredi Notu Belirleme Metodolojisi.....	49
2.2.1.1. Ekonomik Güç.....	50
2.2.1.2. Kurumsal Güç.....	51
2.2.1.3. Mali Güç.....	52
2.2.1.4. Olay Riskine Duyarlılık.....	52
2.2.2. Standard & Poor's Ülke Kredi Notu Belirleme Metodolojisi.....	55
2.2.2.1. Kurumsal Değerlendirme.....	56
2.2.2.2. Ekonomik Değerlendirme.....	58
2.2.2.3. Dış Değerlendirme.....	59
2.2.2.4. Mali Değerlendirme.....	60
2.2.2.5. Parasal Değerlendirme.....	61
2.2.3. Fitch Ratings Ülke Kredi Notu Belirleme Metodolojisi.....	63
2.2.3.1. Yapısal Özellikler.....	64
2.2.3.2. Makroekonomik Performans, Politikalar ve Beklentiler.....	65
2.2.3.3. Kamu Maliyesi.....	65
2.2.3.4. Dış Finansman.....	66
2.3. Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Ülke Kredi Notu Belirleme Metodolojilerinin Değerlendirilmesi.....	70
2.4. Literatür Taraması.....	71

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

MOODY'S, S&P ve FITCH RATINGS TARAFINDAN VERİLEN DERECELENDİRME NOTLARININ ANALİZ EDİLMESİ

3.1. Veri Seti.....	76
3.1.1. Sosyal Değişkenler.....	77
3.1.2. Makroekonomik Değişkenler.....	83
3.2. Yöntem: Panel Veri Analizi.....	89
3.2.1. Havuzlanmış (Pooled) En Küçük Kareler (EKK) Modeli.....	91
3.2.2. Sabit Etkiler Modeli (Fixed Effects Model, FEM).....	91
3.2.3. Rassal Etkiler Modeli (Random Effects Model, REM).....	93
3.3. Ülkelerin Kredi Notu Tahminleri.....	93
3.3.1. Moody's Ülkelerin Kredi Notu Tahmini.....	94
3.3.2. S&P Ülkelerin Kredi Notu Tahmini.....	102
3.3.3. Fitch Ratings Ülkelerin Kredi Notu Tahmini.....	109
SONUÇ.....	118
KAYNAKLAR.....	122
ÖZGEÇMİŞ.....	131

ŞEKİLLER DİZİNİ

	Sayfa
Şekil 1.1. Derecelendirme Türleri.....	20
Şekil 2.1. NRSRO’ların 2017 Yılındaki Toplam Derecelendirme Sayıları (%).....	43
Şekil 2.2. Moody’s Ülke Kredi Notu Belirleme Metodolojisi.....	49
Şekil 2.3. Moody’s Dünya Kredi Notu Haritası.....	55
Şekil 2.4. S&P Ülke Kredi Notu Belirleme Metodolojisi.....	56
Şekil 2.5. S&P Dünya Kredi Notu Haritası.....	63
Şekil 2.6. Fitch Ratings Dünya Kredi Notu Haritası.....	70



GRAFİKLER DİZİNİ

	Sayfa
Grafik 3.1. 2018 Yılı Ülke Kredi Notları ve Hukukun Üstünlüğü.....	78
Grafik 3.2. 2018 Yılı Ülke Kredi Notları ve İfade Özgürlüğü.....	79
Grafik 3.3. 2018 Yılı Ülke Kredi Notları ve Yolsuzluğun Önlenmesi.....	80
Grafik 3.4. 2018 Yılı Ülke Kredi Notları ve Mevzuat Kalitesi.....	81
Grafik 3.5. 2018 Yılı Ülke Kredi Notları ve Yönetim Etkinliği.....	82
Grafik 3.6. 2018 Yılı Ülke Kredi Notları ve Siyasi İstikrar ve Şiddet/Terörizm Olayları.....	83
Grafik 3.7. 2018 Yılı Ülke Kredi Notları ve Enflasyon Oranları.....	84
Grafik 3.8. 2018 Yılı Ülke Kredi Notları ve Kişi Başına Düşen GSYH.....	85
Grafik 3.9. 2018 Yılı Ülke Kredi Notları ve Mal ve Hizmet İhracatının GSYH'ye Oranı.....	86
Grafik 3.10. 2018 Yılı Ülke Kredi Notları ve Cari İşlemler Dengesinin GSYH'ye Oranı.....	86
Grafik 3.11. 2018 Yılı Ülke Kredi Notları ve Genel Devlet Brüt Borcunun GSYH'ye Oranı.....	87
Grafik 3.12. 2018 Yılı Ülke Kredi Notları ve Sabit Sermaye Oluşumunun GSYH'ye Oranı.....	88
Grafik 3.13. Endonezya Ülke Kredi Notu.....	100
Grafik 3.14. Tayland Ülke Kredi Notu.....	100
Grafik 3.15. Yunanistan Ülke Kredi Notu.....	100
Grafik 3.16. Portekiz Ülke Kredi Notu.....	100
Grafik 3.17. Türkiye Ülke Kredi Notu.....	101
Grafik 3.18. ABD Ülke Kredi Notu.....	107
Grafik 3.19. Avustralya Ülke Kredi Notu.....	107
Grafik 3.20. Yunanistan Ülke Kredi Notu.....	108
Grafik 3.21. Portekiz Ülke Kredi Notu.....	108
Grafik 3.22. Türkiye Ülke Kredi Notu.....	109
Grafik 3.23. Danimarka Ülke Kredi Notu.....	114
Grafik 3.24. Finlandiya Ülke Kredi Notu.....	114
Grafik 3.25. Yunanistan Ülke Kredi Notu.....	115
Grafik 3.26. Portekiz Ülke Kredi Notu.....	115
Grafik 3.27. Türkiye Ülke Kredi Notu.....	116

TABLOLAR DİZİNİ

	Sayfa
Tablo 1.1. Mevcut NRSRO'lar	16
Tablo 1.2. Türkiye'nin Kredi Notu Geçmişi.....	18
Tablo 1.3. Derecelendirme Grupları.....	23
Tablo 1.4. Kredi Derecelendirmesinde Yetkili Kuruluşlar.....	30
Tablo 1.5. NRSRO'ların Toplam Gelir Yüzdeleri.....	37
Tablo 1.6. Asya Ülkelerinin Ekonomik Büyüme Oranları.....	38
Tablo 2.1. Moody's Derecelendirme Şirketinin Derecelendirme Notları ve Anlamları.....	44
Tablo 2.2. S&P Derecelendirme Şirketinin Derecelendirme Notları ve Anlamları.....	45
Tablo 2.3. Fitch Ratings Derecelendirme Şirketinin Derecelendirme Notları ve Anlamları.....	47
Tablo 2.4. Derecelendirme Şirketlerinin Uzun Vadeli Derecelendirme Notları ve Bu Notlara Karşılık Gelen Sayısal Değerler.....	48
Tablo 2.5. Moody's Ülke Kredi Notu Belirleme Metodolojisinde Kullandığı Faktörler.....	54
Tablo 2.6. S&P Ülke Kredi Notu Belirleme Metodolojisinde Kullandığı Faktörler.....	62
Tablo 2.7. Fitch Ratings Ülke Kredi Notu Belirleme Metodolojisinde Kullandığı Faktörler.....	69
Tablo 2.8. Literatür Tablosu	72
Tablo 3.1. Analizde Kullanılan Değişkenler.....	77
Tablo 3.2. Moody's Ülkelerin Kredi Notu Tahmini F Testi Sonuçları.....	94
Tablo 3.3. Moody's Ülkelerin Kredi Notu Tahmini Breusch-Pagan LM ve Honda Testi Sonuçları.....	95
Tablo 3.4. Moody's Ülkelerin Kredi Notu Tahmini Hausman Testi Sonuçları.....	95
Tablo 3.5. Moody's Ülkelerin Kredi Notu Tahmini Değişen Varyans ve Otokorelasyon Testi Sonuçları.....	96
Tablo 3.6 Moody's Ülkelerin Kredi Notu Tahminleri.....	97

Tablo 3.7. Moody's Ülkelerin Kredi Notu ve Model Tahmini Karşılaştırması.....	98
Tablo 3.8. S&P Ülkelerin Kredi Notu Tahmini F Testi Sonuçları.....	103
Tablo 3.9. S&P Ülkelerin Kredi Notu Tahmini Breusch-Pagan LM ve Honda Testi Sonuçları.....	103
Tablo 3.10. S&P Ülkelerin Kredi Notu Tahmini Hausman Testi Sonuçları...	104
Tablo 3.11. S&P Ülkelerin Kredi Notu Tahmini Değişen Varyans ve Otokorelasyon Testi Sonuçları.....	104
Tablo 3.12. S&P Ülkelerin Kredi Notu Tahminleri.....	105
Tablo 3.13. S&P Ülkelerin Kredi Notu ve Model Tahmini Karşılaştırması...	106
Tablo 3.14. Fitch Ratings Ülkelerin Kredi Notu Tahmini F Testi Sonuçları...	110
Tablo 3.15. Fitch Ratings Ülkelerin Kredi Notu Tahmini Breusch-Pagan LM ve Honda Testi Sonuçları.....	111
Tablo 3.16. Fitch Ratings Ülkelerin Kredi Notu Tahmini Hausman Testi Sonuçları.....	111
Tablo 3.17. Fitch Ratings Ülkelerin Kredi Notu Tahmini Değişen Varyans ve Otokorelasyon Testi Sonuçları.....	111
Tablo 3.18. Fitch Ratings Ülkelerin Kredi Notu Tahminleri.....	112
Tablo 3.19. Fitch Ratings Ülkelerin Kredi Notu ve Model Tahmini Karşılaştırması.....	113

GİRİŞ

Derecelendirme kavramı ilk olarak 1800’lü yıllarda ortaya çıkmış ve özellikle son yıllarda hızla artan küreselleşme hareketleriyle birlikte dünya ekonomisinin önemli konularından birisi olmuştur. Bu küreselleşme hareketleriyle birlikte fon arz ve talep edenler arasındaki ilişkiler giderek artmıştır. Ancak çok sayıda aktörün rol aldığı finansal piyasalarda, tüm aktörlerin yatırım kararları öncesinde bireysel olarak analiz yapma olanakları neredeyse imkânsızdır. Bu nedenle yatırım kararları öncesinde finansal taahhütlerin yerine getirilip-getirilmeyeceğini değerlendirebilmek amacıyla finansal bilgilere ihtiyaç vardır. Derecelendirme kuruluşları bu ihtiyaçlar neticesinde ortaya çıkmış ve piyasa aktörlerine verdikleri finansal bilgiler doğrultusunda yatırım kararlarına yön vermeye başlamışlardır.

Kredi derecelendirmeleri, kredi derecelendirme kuruluşlarının (KDK) kredi riskine dair görüşlerini yansıtmaktadır. KDK’lar belirledikleri kriterler doğrultusunda bir ülkeyi, şirketi, bankayı, belediyeyi hatta tahvil ihracını derecelendirmektedir. Bu derecelendirme işlemleri yapılırken uygulamada prosedürler farklılık gösterse de aynı ürünler için benzer metodolojiler kullanılmaktadır. KDK’lar elde ettikleri sonuçları belli semboller yoluyla kamuoyuna duyurmaktadırlar. Yatırımcılar da bu semboller doğrultusunda kabul edecekleri risk ve faiz oranını belirlemektedirler (Ulusoy, 2018: 183).

KDK’lar tarafından verilen ülke kredi notları ülkeleri birçok yönden etkilemektedir. Derecelendirme notu yüksek olan (özellikle yatırım yapılabilir seviyenin üzerinde olan notlar) ülkeler, sermaye piyasalarından daha düşük maliyetle, daha hızlı ve ihtiyaç duyduğu miktarda fon sağlama olanağına sahiptirler (Turhan vd., 2017: 172). Diğer taraftan spekülatif derecede not alan bir ülke, ülkenin sadece dış kaynak olanaklarını azaltmak ve maliyetlerini artırmakla kalmaz diğer tüm özel kaynaklı dış finansmanların ülkeye akışını olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Böyle bir durumda ülke borçlanma stratejisinde değişiklik yaparak iç borçlanmaya ağırlık verirse ülke içindeki cari faiz oranlarını artırıcı etkisi de olacaktır (Bal, 1994: 16).

Derecelendirme kuruluşlarının temel amacı, ihraççıların borç ödeme yeteneklerinin geçmiş ve mevcut bilgilerden hareketle belirli ve objektif kriterlere göre analiz etmektir. KDK’lar bu analiz işlevlerini yerine getirirken doğru, tarafsız, karşılaştırılabilir ve adil olmak zorundadırlar. Ancak derecelendirme kuruluşları yapmış

oldukları bu derecelendirme faaliyetleri nedeniyle birçok kesim tarafından eleştiri konusu olmuştur. Eleştiriler özellikle KDK'ların, metodolojilerinin yeteri kadar şeffaf olmaması, oligopol piyasa yapıları, krizleri öngörememeleri, mevcut krizleri derinleştirmeleri, çıkar çatışmaları ve bölgesel önyargılar konularında yoğunlaşmaktadır.

Bu tez çalışmasının amacı dünya ekonomisine yön veren üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun (Moody's, S&P ve Fitch Ratings) ülkelere verdikleri kredi notlarının, ülkelerin ekonomik ve sosyal göstergeleri ile uyumlu olup olmadığını ve KDK'lara yapılan eleştirilerin haklılık payının olup olmadığını sorgulamaktır.

Ülkemizde kredi derecelendirme kuruluşlarının vermiş olduğu ülke kredi notları üzerine gelişmiş bir literatür bulunmamaktadır. Bu kapsamda 64 ülke ve 23 yıllık veriler kullanılarak yapılan bu çalışma, ülkemizde ülke kredi notları üzerine yapılan en geniş çaplı ekonometrik çalışmalardan birisidir. Kurulan ekonometrik modeller yardımıyla dünya ekonomisine yön veren üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun ülkelere vermiş oldukları kredi notlarının tutarlılıkları ve derecelendirme kuruluşlarına yapılan eleştirilerin haklılık payının olup olmadığı sorgulanmaktadır.

Çalışmanın giriş bölümünden sonraki birinci bölümünde öncelikle derecelendirme kavramı üzerinde durularak derecelendirmenin tanımı, amaçları ve önemi konuları detaylı olarak anlatılmıştır. Daha sonrasında derecelendirme kavramının tarihçesi ve derecelendirmenin Dünya'da ve Türkiye'de gelişimi konuları üzerinde durulmuştur. Ayrıca bu bölümde derecelendirme türlerinden, derecelendirmeye ilgili hukuki düzenlemelerden, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarına yapılan eleştirilerden detaylı bir şekilde bahsedilmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde öncelikle uluslararası derecelendirme şirketlerinden Moody's, S&P ve Fitch Ratings tarafından kullanılmakta olan farklı derecelendirme notasyonları detaylı bir şekilde tanıtılmıştır. Daha sonrasında bu üç büyük KDK'nın ülke kredi notu belirlerken dikkate aldığı göstergeler bu kuruluşların yayımladıkları dokümanlar yardımıyla incelenmiştir. Ayrıca ekonometrik modelleri kurarken faydalandığımız, kredi derecelendirme şirketlerinin uzun vadeli derecelendirme notları ve bu notlara karşılık gelen sayısal değerler tablosu verilmiştir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde öncelikle veri seti tanıtılmış ve bu bağlamda bağımlı değişken olarak kullanılan üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun 64 ülkeye

verdiği kredi harf notları, en düşük ülke kredi notu “1” ve en yüksek ülke kredi notu “22” olacak şekilde dönüştürülmüştür. Daha sonrasında çalışmada kullanılan bağımsız değişkenlerin (6 sosyal ve 8 makroekonomik) ülke kredi notları ile olan ilişkisi grafiksel olarak gösterilmiştir. Veri setinde anlatılan değişkenler yardımıyla Moody’s, S&P ve Fitch Ratings için ayrı ayrı ekonometrik modeller kurularak analiz edilmiştir. Oluşturulan ekonometrik model tahmin sonuçları ile Moody’s, S&P ve Fitch Ratings tarafından ülkelere verilen kredi notları karşılaştırılarak tartışılmıştır.



BİRİNCİ BÖLÜM

DERECELENDİRME (RATING) KAVRAMI VE TARİHÇESİ

Bu bölümde, derecelendirme kavramı üzerinde durularak derecelendirmenin tanımı, amaçları, önemi, tarihçesi, gelişimi, türleri, derecelendirme ile ilgili hukuki düzenlemeler ve derecelendirme kuruluşlarına yönelik yapılan eleştiriler konuları hakkında bilgiler verilmektedir.

1.1.Derecelendirmenin Tanımı, Amaçları ve Önemi

1.1.1. Derecelendirmenin Tanımı

Ülkelerin ekonomik olarak gelişmelerinin ve kalkınmalarının temel göstergelerinden birisi güçlü ekonomik yapılarıdır. Güçlü ekonomik yapıların kurulmasında fonların yani tasarrufların etkin kullanımı çok önemlidir. Tasarruflar, geçici veya kalıcı olarak fon fazlası olan kesimden fon eksikliği olan kesime doğru bir transfer halindedir. Bu transferlerin hızı ve boyutu fon fazlası olanlar ile fon eksikliği olanların birbirlerine karşı duydukları güven seviyesi ile ilgilidir. Ödünç alanlar ile ödünç verenlerin birbirlerine karşı duydukları güvenin belirleyicileri arasında, karşı tarafla ilgili mali ve teknik bilgilerin yeterliliği, doğruluğu ve verilen borçların anlaşılan şartlarda geri ödenebilmesi gibi özellikler ön plana çıkmaktadır. Özellikle borçların geri ödenmeme riski tarafları yakından ilgilendirmektedir. Bu nedenle bu risk kavramı ölçülebilmeli, karşılaştırılabilirmeli ve bir gösterge olarak sayısallaştırılabilirmelidir. Bu sayısallaştırma işlemine “derecelendirme” denir (Hazar, 2009: 4-6).

Derecelendirme kavramı literatürde farklı biçimlerde tanımlanmıştır. Bu tanımlamalardan bazıları aşağıdaki gibidir.

Türk Dil Kurumu’nda derecelendirme kelimesinin sözlük anlamına bakıldığında zaman; derece kelimesi “*Bir süreç içindeki durumlardan her biri, basamak, aşama, rütbe, mertebe*” olarak, derecelendirme ise “*Derecelendirmek işi*” olarak tanımlanmıştır (TDK, 2020).

Günümüzdeki en büyük ve en etkili kredi derecelendirme kuruluşlarından (KDK) birisi olan Moody’s’e göre derecelendirme; bir ihraççının vadesi geldiği zaman sözleşmeden doğan mali yükümlülüklerini zamanında yerine getirip-getirmeme riski hakkındaki görüştür (Moody’s, 2019: 5). Standard & Poor's derecelendirmeyi; bir

borçlunun belirlenen şartlara uygun olarak finansal taahhütlerini yerine getirme kapasitesi ve istekliliği olarak tanımlamıştır (S&P, 2014: 4). Fitch Ratings’e göre derecelendirme; bir ihraççının, vadesi geldiği zaman anapara, faiz, kar payı gibi finansal taahhütleri yerine getirme kabiliyetine ilişkin görüşlerdir (<https://www.fitchratings.com/>).

Sermaye Piyasası Kurulunun (SPK) 12.07.2007 tarihli ve 26580 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan “Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği”nde, “*Kredi derecelendirmesi;*

- a) *İşletmelerin risk durumları ve ödeyebilirliklerinin veya*
- b) *Borçluluğu temsil eden sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz ve benzeri yükümlülüklerinin vadelerinde karşılanabilirliğinin*

derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyetidir” şeklinde tanımlanmıştır.

Cantor ve Packer (1996) yapmış oldukları çalışmada, kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği ve ülke derecelendirmesini yansıtan ülke kredi notunu (Sovereigns Rating), borç alanın yükümlülüğünü yerine getirmeme olasılığının notlandırılması olarak tanımlamışlardır (Cantor ve Packer, 1996: 38). Reinhart (2002) çalışmasında ülke kredi notunu, ülkelerin temerrüde düşme olasılığı olarak tanımlamıştır (Reinhart, 2002: 2). Ben-ami (1991) ise ülke kredi notunu, ülkelerin borçlanma kapasitesinin ölçüsü olarak değerlendirmiştir (Balıkçioğlu, 2013: 34).

Karaöz (1990), derecelendirme işlemi yapılırken iki sorunun cevabının arandığını belirtmiştir (Bal, 1994: 14);

- a) Borçlu, borcunu ödeme gücüne sahip midir? Yani borçlunun ekonomik ve mali gücü borçlarını tam olarak karşılamaya yeterli midir?
- b) Borçlu borçlarını ödemeye istekli midir? Yani ilk şartı sağlayan borçlu, taahhütlerini zamanında yerine getirmeye niyetli midir?

Yukarıdaki derecelendirme tanımlarından hareketle derecelendirme kavramını şu şekilde tanımlayabiliriz:

Derecelendirme kavramı, ulusal ve/veya uluslararası menkul kıymet ihraç etmek isteyenlerin (ülkeler, yerel yönetimler, işletmeler, bankalar, finans kurumları... vb.) borç

ödeme kabiliyetlerinin geçmiş ve mevcut bilgilerinden hareketle, belirli ve objektif kriterlere göre değerlendirilerek borcun geri ödenmeme riskinin doğru, tarafsız, karşılaştırılabilir ve adil olarak analiz edilmesi ve elde edilen sonuçların sayısallaştırılması işlemidir. Bu çalışmada da yaptığımız gibi derecelendirme işlemi ihraççının geçmiş performanslarının incelenmesi sonucunda mevcut durum hakkında bize bilgi vermektedir. Derecelendirme notlarını geleceğe yönelik bir tahminden ziyade geçmiş ve mevcut performans olarak değerlendirmek daha faydalı olacaktır.

1.1.2. Derecelendirmenin Amaçları

Kredi derecelendirme, yurt dışı piyasalardan kredi talep eden ülkelerin, finans kuruluşlarının, şirketlerin ve bankaların anapara, faiz gibi sözleşmeden doğan yükümlülüklerini zamanında yerine getirip-getirmeyeceklerini ve borçlarını geri ödemeye istekli olup-olmadıklarını araştırmaktadır (IMF, 1999: 112; Çelik, 2004: 5). Kredi derecelendirme, borçlunun kredi geçmişi ve borcunu geri ödeme yeteneği hakkında kamuoyuna bilgi vermektedir. Kredi derecelendirme kuruluşları yapmış oldukları araştırmalardan elde ettikleri bilgileri, kolay anlaşılabilir olması için semboller yardımıyla kamuoyuna duyurmaktadır. Bu çalışmanın ikinci bölümünde detaylı bir şekilde açıklanacak olan bu semboller, yatırımcılar ve aracılardan kredi derecelendirme sonuçlarını değerlendirmelerine yardımcı olmaktadır (<https://www.integralforex.com.tr>).

Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilen kredi notları üç temel fonksiyona hizmet etmektedir; kredinin geri ödenmeme riskini ölçmek, farklı menkul kıymetleri karşılaştırma imkânı sağlamak ve piyasa katılımcılarına eşit standartta risk sağlamaktır. Bunlarla birlikte kredi derecelendirmelerinin temel amaçlarından birisi de bilgi asimetrisini ortadan kaldırmaktır (Harper, 2011: 1931).

Derecelendirmenin temel amacı, dünyada meydana gelen küreselleşme ile birlikte yatırımcıların yatırım kararı almalarında etkin bir rol oynamaktır. Çünkü, özellikle uluslararası yatırımcılar farklı ülkelerin menkul kıymetlerini karşılaştırırken o ülkelerin yasalarına, muhasebe kurallarına, vergi sistemlerine hakim olmaları ya da dil farklılığı gibi sebeplerden dolayı anlayabilmeleri oldukça güçtür. Derecelendirme şirketleri ihraççı kuruluşların tüm bilgilerini toplayarak analiz etmektedir ve ulaştıkları sonuçları güvenilir, basit semboller ile yatırımcıya sunmaktadırlar. Bu şekilde derecelendirme notları yatırımcılara yatırım risklerini karşılaştırma imkânı sağlamaktadır (Boyacıoğlu, 2003:

57). Tabi KDK'lar bu işlemleri yaparken derecelendirmenin tanımı bölümünde de bahsettiğimiz gibi, doğru, objektif, karşılaştırılabilir ve adil olmaları gerekmektedir.

1.1.3. Derecelendirmenin Önemi

Derecelendirme kavramı birçok alanda, ekonomilerin/finans piyasalarının farklı tarafları için çok önemlidir. Özellikle yatırımcılar, fon sahipleri, devletler, menkul kıymet ihraççıları, uluslararası veya yerel para piyasaları ve sermaye piyasaları açısından kritik bir öneme sahiptir. Derecelendirme hizmetinin giderek artmasıyla birlikte yolsuzlukta ve kayıt dışı ekonomide azalmalar olduğu, pazar disiplinine pozitif katkılar sağladığı genel olarak kabul edilmektedir (Akbulak, 2012: 172). Aşağıda derecelendirmenin ülkeler, yatırımcılar, ihraççılar, finans kurumları ve sermaye piyasaları açısından önemi detaylı bir şekilde açıklanmıştır.

1.1.3.1.Derecelendirmenin Ülke Ekonomileri Açısından Önemi

Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları gibi bazı finansal kurumlara olan ihtiyaç, finansal piyasaların küreselleşmesi, serbestleşmesi ve yeni finansal araçların teşvik edilmesi gibi nedenlerle artmıştır. Birçok ülkede faaliyette bulunan KDK'lar, firmalar ve/veya hükümetlerin çıkarmış olduğu borç senetlerini belirli kriterlere göre derecelendirmektedirler. Derecelendirme notu yüksek olan (özellikle yatırım yapılabilir seviyenin üzerinde olan notlar) kurumlar, sermaye piyasalarından daha düşük maliyetle, daha hızlı ve ihtiyaç duyduğu miktarda fon sağlama olanağına sahiptirler. Kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri not, başta uluslararası yatırımcılar olmak üzere, kamu otoritesi, yatırım analistleri, kreditörler, işletme ortakları ve yöneticileri gibi birçok kesimin dikkatini çekmektedir. KDK'ların yapmış olduğu bu derecelendirme işlemleri, piyasa tarafından bir girdi olarak kabul edilmekte ve yatırımcıların yatırım kararları almasında etkili olmaktadır (Turhan vd., 2017: 172).

Ülke kredi notu, temel makroekonomik değişkenlerdeki genel bilgilerin özetini göstermektedir (Ammer ve Clinton, 2004). Bu kredi notu ülkelerin ve/veya şirketlerin birbirlerine verecekleri kredilerin kriterlerini (vade, miktar, şartlar gibi) belirlemektedir. Bu nedenle KDK'ların vermiş olduğu ülke kredi notları (Sovereigns Rating) hem ülke için hem de o ülkeye yatırım yapma potansiyeli olan yatırımcılar için oldukça büyük bir öneme sahiptir (Tutar vd., 2011: 2). Uluslararası finans piyasalarında KDK'ların verdikleri ülke kredi notlarının düşük olması, ülke riskinin yüksek olduğu anlamına

gelmektedir. Bir ülkenin kredi notu düşük ve ülke riski yüksek ise o ülkenin uluslararası finans piyasalarından borç alması zorlaşmakta ve borçlanma maliyeti, yani aldığı borç için uygulanacak olan faiz oranı yükselmektedir. Aynı zamanda ülke riskinin yüksek olduğu ülkelerden uluslararası yatırımcılar kaçınmaktadır (Gülmez ve Gündoğan, 2014: 66). Bir ülkenin kredi notu yüksek ve ülke riski düşük ise bu durum o ülkenin güvenilir ve borcunu geri ödememe riskinin düşük olduğunu göstermektedir. Ülke kredi notu ne kadar yüksekse borçlanma maliyeti yani aldığı borç için uygulanacak faiz oranı da o kadar düşük olmaktadır. Bu sayede ucuz maliyet ile fona ulaşma imkânı sağlayan ülke, kamu yararına daha düşük maliyetli projeler üretme olanağı elde etmektedir.

KDK'ların verdiği notlar finansal piyasaların düzenlenmesi ve denetlenmesinde bir ölçüt olarak kullanılmanın yanı sıra yerel veya uluslararası düzenlemelerde risk ağırlıklarının belirlenmesinde temel gösterge olarak kullanılmaktadırlar. Babuşcu ve Hazar (2008) yapmış oldukları çalışmada derecelendirme faaliyetlerinin ekonomik hayata kazandırdığı yararları şu şekilde özetlemiştir (Yazıcı, 2009: 4).

- Mali piyasaların güvenilir ve istikrarlı olmasını sağlar.
- Piyasaların uluslararası piyasalar ile bütünleşmesini ve ekonominin dış kaynak elde etmesini sağlar.
- Ekonomide genel risk seviyesini sınırlandırır, mali işlemlerde etkinliği artırır ve ekonomik büyümenin daha etkin bir finansman ile gerçekleşmesini sağlar.

Finansal aracı kuruluşlar, yatırımcılardan fon talep edenlere (ülkeler, yerel yönetimler, işletmeler, bankalar, finans kurumları... vb) fonları gönderirken bu fonları fiyatlandırmaktadırlar. Dolayısıyla bu fiyatın (aktarım maliyetinin) düşük olması demek ekonomik işleyişin de etkin olması demektir. Ülkeye girecek olan bu fonların maliyeti düştükçe hükümetler ve/veya yerel yönetimler toplum için yararlı olan projeleri daha düşük maliyetle gerçekleştirebilecekler ve böylelikle kamu yararı artmış olacaktır. Şirketler açısından ise ucuz fon, daha düşük sermaye maliyeti anlamına gelmektedir. Daha düşük sermaye maliyeti ise şirketlerin daha fazla yatırım yapması, daha fazla büyümeleri ve sonuç olarak daha yüksek firma değeri anlamına gelmektedir. Daha yüksek firma değeri ile birlikte firmanın hisse senedi yatırımcıları mutlu olacak, daha fazla yatırım yapan firmalardaki çalışan sayısı artarak ülke istihdamına katkı yapacaktır. Yani fon maliyetlerinin ucuzlaması tüm ekonomik birimlere fayda sağlayacaktır. Aşağıdaki eşitlikte borç maliyetini gösteren faiz oranları verilmiştir (SPL, 2019: 3).

$$k_{borç}=R_f+\text{Geri Ödenmeme Riski}+\text{Vade Riski}+\text{Likidite Riski}+\text{Ülke Riski}$$

$$R_f=\text{Risksiz Faiz Oranı}=(1+\text{Reel Faiz Oranı})\times(1+\text{Beklenen Enflasyon Oranı})$$

Yukarıdaki eşitlikten de anlaşıldığı üzere borcun maliyetini etkileyen faktörler; risksiz faiz oranı (devlet borçlarının faiz oranı), geri ödenmeme riski (default risk), vade riski, likidite riski ve ülke riskidir. Vade riski, menkul değer ya da borcun vadesi ile ilgilidir. Menkul değer ya da borcun vadesi uzadıkça vade riski artmaktadır. Likidite riski ise bir menkul değerliklik likidite kabiliyetinin yetersizlik derecesini göstermektedir. Borcun maliyetini etkileyen faktörlerden geri ödenmeme riski (default risk) ve ülke riski doğrudan, risksiz faiz oranı (devlet borçlarının faiz oranı) ise dolaylı olarak kredi dereceleri ile alakalıdır.

Geri ödenmeme riski (default risk), borçlunun finansal taahhütlerini yerine getirmeme riskidir. Daha önceki bölümde de bahsettiğimiz gibi KDK'ların temel amacı bu unsur hakkında bağımsız ve tarafsız bir görüş sunmaktır. Bu görüş ile birlikte piyasalardaki asimetrik bilgidenden kaynaklanan etkinsizlik azalacaktır.

Ülke riski, borcun maliyetini etkileyen diğer önemli değişkendir. Bir ülkenin kredi notu ne kadar yüksek ise borç maliyeti o kadar düşük, kredi notu ne kadar düşük ise borç maliyeti o kadar yüksek olur. Aynı zamanda ülke riski, risksiz faiz oranlarını (devlet borçlarının faiz oranı) da etkilemektedir. Ülke riskinin yüksek olması reel faizleri yükseltir ve risksiz faiz oranını olumsuz olarak etkiler (SPL, 2019: 3).

Kredi derecelendirmenin bu ekonomik faydaları sağlayabilmeleri için KDK'lar tarafından verilen kredi notlarının doğru, objektif, karşılaştırılabilir ve adil verilmiş olmaları gerekmektedir. Sonuç itibariyle KDK'lar tarafından verilen kredi notları bir görüştür. Kredi derecelendirme notu hiçbir şekilde yatırımcıya alma-satma veya yatırım yapma tavsiyesi değildir. KDK'ların vermiş olduğu kredi notları kendi kuruluşlarının görüşlerini yansıtmaktadır. Ancak başta ABD olmak üzere dünyanın çoğu ülkesindeki fonlar bu kredi notlarına göre hareket etmektedirler. ABD ve Avrupa'daki fonların iç tüzüğünde yer alan "sadece yatırım yapılabilir seviyede derecelendirilen ülkelere yatırım yapılabilir" şartı ile fon arz ve talep edenler derecelendirme notuna bağımlı hale getirilmişlerdir. Örneğin ABD'deki bireysel emeklilik fonlarının ve/veya trilyon dolarlık büyük yatırım fonlarının başka bir ülkeye yatırım yapabilmeleri için o ülkenin en az yatırım yapılabilir seviyede kredi notu almış olması gerekmektedir. Bu nedenle kredi

derecelendirme notları, politik ve siyasi savaşların silahı haline getirilmiştir (Karagöl ve Mihçioğur, 2012: 14).

1.1.3.2.Derecelendirmenin Yatırımcılar Açısından Önemi

Yatırımcılar, yatırım kararlarını alırken borçluların finansal taahhütlerini yerine getirip-getirmeyeceklerini değerlendirmek amacıyla finansal bilgilere ihtiyaç duyarlar. KDK'ların vermiş oldukları bu finansal bilgiler doğrultusunda risk ve getiri hesabı yaparak yatırım kararlarına yön verirler. Derecelendirme kuruluşlarının vermiş oldukları notlar yardımıyla yatırımcılar çok düşük maliyetle bilgi sahibi olurlar ve özellikle bireysel yatırımcılar için önemli bir sorun olan asimetrik bilgi sorunun çözülmesine imkân sağlarlar. Bu nedenle derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notların güvenilir, ayrıntılı ve doğru olmaları büyük önem taşımaktadır (Bingöl, 2009: 38; Harmancı, 2013: 17).

Derecelendirmenin yatırımcılar açısından faydaları şu şekilde özetlenebilir (Şirvan, 2004: 8-9).

- Yatırımcılara üstlendikleri risklerin, kolay anlaşılabilir semboller yardımı ile anlatımını sağlar.
- Derecelendirme kuruluşlarının yapmış oldukları derinleştirilmiş analiz sonuçlarının dereceler yardımı ile yatırımcıya ulaşmasını sağlar.
- Yatırımcı için çeşitli borç enstrümanları arasında üstlenilecek riskin yani kalite farkının ortaya konmasını sağlar.
- Yatırımcıların menkul kıymet tercihlerini, risk eğilimlerine göre yapmalarına olanak sağlar.
- İkincil piyasaların gelişimine katkıda bulunur.
- Kurumların, mali yapıları ve kalitelerinin düzenli olarak incelenmesine olanak sağlar.

1.1.3.3.Derecelendirmenin İhraççılar Açısından Önemi

İhraççılar, sermaye tedarik ederken üç temel amaçları vardır. Bunlar, ulusal ve/veya uluslararası piyasalara sınırsız giriş imkânına sahip olmak, sermaye maliyetlerini azaltmak ve finansal güvenliklerini sağlamaktır. İhraççılar bu amaçlarını gerçekleştirebilmek için kredi derecelendirme kuruluşlarına ihtiyaç duymaktadırlar. Derecelendirmenin ihraççılar açısından fonksiyonları şu şekilde sınıflandırılabilir (Dinek, 2013: 50-53).

- A. **Uluslararası Finansal Piyasalara Girebilme:** Sermaye talebi olan ihraççıların, yeni uluslararası piyasalara girebilmelerinde iyi bir derecelendirme notuna sahip olmaları bu piyasalara girişte “pasaport” niteliği taşımaktadır. İyi bir derecelendirme notuna sahip olmayan ihraççılar ise potansiyel yatırımcılara kendilerini tanıtmak zorundadırlar. Ancak bu işlem oldukça masraflı, uzun zaman alan ve aynı zamanda KDK’ların vermiş olduğu derecelendirme notları kadar inandırıcılığa sahip değildir.
- B. **Finansman Maliyetini Azaltma:** Derecelendirme notu sayesinde ihraççılar, daha iyi koşullarda ve daha düşük maliyetle sermaye tedarik edebilirler. Örneğin yüksek derecelendirme notuna sahip bir ihraççı, kendi ülkesindeki finansal kurumlardan ve/veya bankalardan daha düşük bir faiz oranıyla uluslararası piyasalardan borçlanabilir.
- C. **Finansman Esnekliği:** Finansal esneklik, firmaların nakit akışı veya yatırım fırsatlarındaki değişikliklere zamanında cevap verebilme yani finansman kaynaklarına düşük maliyetle ulaşabilme yeteneğidir (Gamba ve Triantis, 2008: 2263; Daniel vd., 2010: 1). Derecelendirme kavramı da ihraççıya uluslararası yatırımcılara ulaşma imkânı vermektedir.
- D. **İhraç Politikasını Şekillendirme:** İhracın fiyatlandırılmasında, miktarında ve zamanlamasında derecelendirme oldukça etkindir. Örneğin, ihraççı hakkında piyasalarda olumsuz bir algı var ise derecelendirme şirketleri ihraççıyı bilgilendirmekte ve ihracın zamanlamasına karar verilmektedir.
- E. **İmaj Etkisi:** Uluslararası tanınan derecelendirme kuruluşlarından yüksek not almış bir ihraççı, piyasalar tarafından olumlu bir imaj oluştururken, tersi durumda ise olumsuz bir imaj oluşturur.
- F. **İhraççı Üzerinde Disiplin Etkisi:** Derecelendirme şirketleri, vermiş oldukları notların nedenlerini ve daha iyi bir derecelendirme notu alabilmek için nelere dikkat edilmesi gerektiğini açıklamaktadırlar. Bu açıklamalar ihraççılar üzerinde disiplin edici bir etki yaratır.
- G. **Piyasalarda İstikrar Sağlama:** Derecelendirme şirketlerinin ihraççıları analiz etmeleri ve bu analiz sonuçlarını yayınlamaları yatırımcıların bilgilendirilmesini sağlamaktadır. Böylelikle derecelendirme, piyasaların daha istikrarlı olmalarına katkı sunmaktadır.
- H. **Finansal Pazarlama:** Derecelendirme, ihraççılara finansal pazarlama ile ilgili bilgiler vermekte ve pazarda ihraççıların rehberliğini yapmaktadır.

1.1.3.4.Derecelendirmenin Finans Kurumları Açısından Önemi

Derecelendirme kavramı, finansal piyasaların önemli bir unsuru olan finans kurumları açısından da çok önemli etkilere sahiptir. Derecelendirme kuruluşlarının vermiş olduğu derecelendirme notu ile başta bankalar olmak üzere diğer finans kurumları, kredi verme sürecindeki müşterileri hakkında detaylı bilgilere sahip olmakta ve bu bilgiler doğrultusunda kredi verme sürecinin gidişatını belirlemektedir.

Derecelendirmenin finans kurumları açısından faydalarını aşağıdaki şekilde özetleyebiliriz (Şirvan, 2004: 7).

- Finans kurumlarına, riske göre faiz oranlarını farklılaştırma imkânı sağlar.
- Yatırımcılara, risk faktörlerine göre mali kurum tercihini yapma imkânı sunar.
- Bankaların mevduat maliyetlerinde tasarruf etmelerini sağlar.
- Risklerin sınırlandırılmasını ve mali yapının güçlenmesini sağlar. Böylece etkinliği artırır.
- Devlet garantisi olmadan sisteme ve kuruma olan güven duygusunu artırır.
- Uluslararası finans çevreleri ile ilişkiler geliştirilerek, dış kaynak kullanımındaki maliyetlerde tasarruf sağlanır.
- Problemlı kredilerin oluşumunu engelleyerek, aktif kalitesinin artmasını sağlar.
- Bankaların Varlığa Dayalı Menkul Kıymet (VDMK) ihraçlarında üstlenilen risklerin belirlenmesini sağlar.

1.1.3.5.Derecelendirmenin Sermaye Piyasaları Açısından Önemi

Bağımsız derecelendirme kuruluşları, vermiş oldukları derecelendirme notlarını, ihraççılar, yatırımcılar, finans kurumları gibi birçok kesimin bilgisine sunmaktadır. Bu bilgiler, sermaye piyasası katılımcılarının daha bilinçli hareket etmelerine yol açmakta ve böylece derecelendirme notları sermaye piyasasının gelişimine katkı sağlamaktadır. Derecelendirmenin sermaye piyasaları açısından yararlarını aşağıdaki şekilde özetleyebiliriz (Şirvan, 2004: 9; Meydan, 2009: 17).

- Risklerin belirlenmesinde standardizasyon sağlar.
- Sermaye piyasasındaki belirsizlikleri azaltarak finansal sistemin daha sağlıklı ve istikrarlı olmasına katkı sağlar.

- Menkul kıymetlerin alım-satım işlemlerinde bir tavsiye niteliği oluşturmaz ancak bir referans oluşturur.
- Tasarrufların daha etkin bir şekilde yönlendirilmesini sağlar.
- Uluslararası piyasalar ile bütünleşmeyi ve uzun vadeli yatırım eğiliminin artmasını sağlar.
- Menkul kıymet fiyatlarında meydana gelen spekülatif dalgalanmaları sınırlandırarak bir denge unsuru oluşturur.

1.2.Derecelendirmenin Tarihçesi ve Gelişimi

1.2.1. Derecelendirmenin Dünya’da Gelişimi

ABD’de 1830’lu yıllarda demiryolları ve kanallar gibi birçok altyapı yatırımlarında ciddi artışlar olmuştur. Bu yatırımların etkisi ile 1833-1837 yılları arasında yaklaşık olarak % 142 oranında parasal genişleme meydana gelmiştir. Bu parasal genişlemeye bağlı olarak enflasyon oranlarında ciddi artışlar yaşanmıştır. ABD ekonomisinde altın ya da gümüş gibi madeni paraların banknotlara (kâğıt para) oranı azalmış ve bunun sonucunda 1836 yılında dönemin ABD başkanı Andrew Jackson devlete yapılması gereken ödemelerin altın ya da gümüş gibi değerli madenlerle yapılması hakkındaki kanunu yürürlüğe koymuştur. Ancak ABD’ye yapılan dış yatırımları durdurmak için Büyük Britanya’nın faiz oranlarını artırması nedeniyle değerli madeni paralar ABD hazinesine geri dönmemiş ve ekonomi kriz sürecine girmiştir (Destraz ve Lahaye, 2012: 1).

İlk olarak kredi derecelendirme kavramı, ABD ekonomisinde yaşanan bu finansal krizin ardından ABD şirketlerinin taahhütlerini yerine getirememesi ve bu nedenle çok sayıda yatırımcının zarara uğramasından dolayı ortaya çıkmıştır. Yaşanan bu kriz nedeniyle zarara uğrayan yatırımcılardan biri olan Louise Tappan, ilk kredi derecelendirme şirketini kurmuştur. New York’lu bir manifaturacı olan Tappan, kriz sonrasında kendisi için müşterilerinin mali durumunu tespit etmek amacıyla değerlendirmeler yapmıştır (Hasbi, 2012: 7). Daha sonrasında diğer iş adamlarından gelen yoğun talep dolayısıyla bunu yeni bir iş koluna çevirerek 1841 yılında kredi derecelendirme alanında faaliyet gösteren ilk şirket olan Tüccarlar Ajansı (Mercantile Agency) kurmuştur. ABD genelindeki birçok şirketin finansal durumları hakkında bir veri tabanı oluşturmayı amaçlayan Tüccarlar Ajansı şirketi, çoğunluğu avukat olan çalışanlarıyla, şirketler hakkında bilgi toplayıp Tappan’a bildiren bir ağ oluşturmuşlardır.

Bu şirket hiçbir derecelendirme simgesi kullanmadan belirli dönemlerde müşterilerine seçilmiş bilgileri sözlü olarak bildirmiştir (Karagöl ve Mihçioğur, 2012: 10; Akçayır, 2013: 18-19; Haspolat, 2015: 9).

Louis Tappan Tüccarlar Ajansı şirketini bir süre sonra Robert Dun’a devretmiştir. Dun, 1859 yılında derecelendirme işini bir adım daha ileri götürerek ilk değerlendirme kılavuzunu (Rating Guide) yayınlamıştır. Aynı dönemlerde asıl mesleği avukatlık olan John Bradstreet, “Bradstreet Company” adlı bir derecelendirme şirketini New York’ta kurmuştur. 1849 yılında kurulan bu şirket tüccarların taahhütlerini yerine getirip getirmediği ile ilgili bilgiler toplamış ve 1857 yılında ilk kez ticari derecelendirme kitabını (Ratings Book) yayımlamıştır. 1933 yılında “Mercantile Agency” ve “Bradstreet Company” şirketleri birleşerek “Dun and Bradstreet” ismini almışlardır. Daha sonrasında ise 1909 yılında John Moody tarafından kurulan derecelendirme şirketini 1962 yılında bünyelerine katarak “Moody’s Investors Service” adını almıştır (Cantor ve Packer, 1994: 1-2; Sylla, 2001: 7-8).

1860 yılında Henry Varnum Poor, “ABD’de Demiryolları ve Kanalların Tarihi” isimli yatırımcıların yatırım kararları almasında yardımcı olan el kitabını yayımlayarak, ABD’de demiryolu şirketlerinin finansal yapılarına ilişkin geniş çaplı bilgiler sunmuştur. Bu kitap modern hisse senedi analizi ve raporlamasının ilk çalışması olmuştur (Hazar, 2009: 26; <https://www.spglobal.com>).

Derecelendirme işinin menkul kıymet derecelendirmesine genişletilmesi 1909 yılında John Moody tarafından başlatılmıştır (Cantor ve Packer, 1994: 1). Bu dönemlerde tahvil satan firmaların ödeme yeterlilikleri, geçmişleri ve şimdiki durumlarından hareketle gelecekteki durumlarıyla ilgili risklerin tahmin edilebilmesi fikri, ciddi bir biçimde yatırımcıların dikkatini çekmiştir. Çünkü merkantilizm ve sonrasında sanayi devrimi ile birlikte meydana gelen zenginleşmeye bağlı olarak, önceleri sadece devlet tarafından çıkarılan garantili tahviller yerine devlet garantisi olmadan özel sektör şirketleri tarafından da tahvil çıkarılmaya başlanmıştır. Bu yatırım araçlarına yönelen yatırımcıların aldıkları riskleri görme isteği, kredi derecelendirme fikrine olan ilgiyi artırmıştır (Geyikçi, 2013: 29-30). Böyle bir ortamda ABD’de demiryolu yapımı işinin özel şirketlere devredilmesiyle birlikte büyük çaplı şirketler ortaya çıkmıştır. Artan demiryolu yatırımlarıyla beraber bu şirketlerin hem kazançları hem de aralarındaki rekabet düzeyleri yükselmiştir. Şirketler arasındaki rekabetten kaynaklı spekülasyonlar

ortaya çıkmış ve yatırımcılar için risk öğeleri oluşmaya başlamıştır. John Moody, bu riskleri ortaya koymak için 1905 yılında ilk derecelendirme şirketi olan Moody's Yatırımcı Hizmetlerini kurmuş ve 1909 yılında da "Demiryolları Yatırım Analizi" adlı kitabında ilk dereceleri yayımlamıştır. Ayrıca Moody, "Moody's Manual of Industrial and Corporation Securities" adlı el kitabıyla birlikte ilk defa harflendirme (yüksek kaliteli borçlar "A"; orta kaliteli borçlar "B"; düşük kaliteli borçlar "C") sistemini kullanmıştır (Haspolat, 2015: 10).

Derecelendirme kavramını menkul kıymet derecelendirmesine genişleten Moody's Yatırımcı Hizmetlerinin ardından Poor's Publishing Company 1916 yılında ve Standard Statistics Company 1922 yılında ilk derecelendirmelerini yayımlamışlardır. Bu iki şirket 1941 yılında birleşerek günümüzde dünyadaki en büyük üç kredi derecelendirme kuruluşundan biri olan Standard & Poor's (S&P) şirketini oluşturmuşlardır (Hasbi, 2012:7). 1913 yılında, günümüzdeki üç büyük derecelendirme kuruluşundan diğeri olan Fitch Ratings kurulmuştur. John Knowles Fitch tarafından kurulan Fitch Ratings, 1924 yılında bazı şirketleri derecelendirerek ilk derecelendirme notlarını yayımlamıştır (<https://www.fitchratings.com>; Cantor ve Packer, 1994: 2; White, 2007: 2).

Poor's Publishing Company ve Standard Statistics Company ABD'de 1929 yılında meydana gelen Dünya Ekonomik Buhranından altı ay önce müşterilerine yatırımlarını nakde yönlendirme tavsiyesinde bulunmuşlardır. Bu şirketlerin 1929 yılında finansal piyasaların çöküşünden önce yatırımcılarını uyarmaları, kredi derecelendirme şirketlerine olan güveni artırmıştır (Akçayır, 2013: 21). Bu gelişmelerin ardından derecelendirme işlemi düzenleyici amaçlar ile kullanılmış ve daha sonrasında yapılan yasal düzenlemeler ile birlikte menkul kıymet ihracında bir şart olarak getirilmiştir. Bu yasal düzenlemelerin ardından derecelendirme işlemi ABD finans piyasasının çok önemli bir parçası haline gelmiştir (Meydan, 2009: 6-7).

1950'lerde Moody's ve Standard & Poor's (S&P) ilk kez uluslararası tahvil (Yankee Bond) derecelendirmesi yapmışlardır. Bu gelişme uluslararası sermaye piyasasında küreselleşmenin ilk işareti olarak kabul edilmiştir (Boyacıoğlu, 2003: 46). Böylece derecelendirme artık sadece ABD finans piyasasının değil uluslararası sermaye piyasasının da önemli bir parçası haline gelmiştir.

Avrupa’da ise ilk olarak IBCA adlı kredi derecelendirme kuruluşu, 1978 yılında Londra merkezli olarak faaliyete başlamıştır. IBCA adlı kredi derecelendirme şirketi 1985 yılında faaliyetlerini genişleterek New York’ta şube açmıştır. Bu kredi derecelendirme şirketi 1992 yılında Fransız derecelendirme şirketi olan Euronatation ile 1997 yılında ise günümüzdeki üç büyük derecelendirme kuruluşundan birisi olan Fitch Ratings ile birleşmiştir (Hasbi, 2012: 72).

Derecelendirmenin uluslararası sermaye hareketlerinin yönünü ve boyutunu belirlemede önemli bir etken haline gelmesiyle birlikte birçok derecelendirme firması kurulmuştur. ABD’de Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (Securities and Exchange Commission, SEC) 1975 yılında piyasalar tarafından güvenilir olarak kabul edilen derecelendirme kuruluşlarını (Moody’s, S&P ve Fitch Ratings) açıklamıştır. Bu derecelendirme kuruluşlarına Ulusal Kabul Görmüş İstatistikî Derecelendirme Kuruluşları (Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, NRSRO) adını vermiştir. Bu tarihten sonra derecelendirme faaliyetlerinin büyük bir kısmı Moody’s, S&P ve Fitch tarafından yapılmıştır (Setty and Dodd, 2003: 2; Balıkcıoğlu, 2013: 36; Haspolat, 2015: 13). 2019 yılında mevcut on tane NRSRO bulunmaktadır. Bu derecelendirme kuruluşları Tablo 1.1.’de gösterilmiştir.

Tablo 1.1. Mevcut NRSRO’lar

A.M. Best Rating Services, Inc
Fitch Ratings, Inc.
Japan Credit Rating Agency, Ltd.
Kroll Bond Rating Agency, Inc.
Morningstar Credit Ratings LLC
DBRS, Inc.
Egan-Jones Ratings Co.
HR Ratings de Mexico, S.A. de C.V.
Moody’s Investors Service, Inc.
S&P Global Ratings

Kaynak: ((<https://www.sec.gov>)); (Erişim Tarihi: 20.06.2020)

1995 yılında, ünlü ekonomist ve gazeteci Thomas Friedman, David Gergen ile yapmış olduğu röportajında derecelendirme kuruluşları ile ilgili fikrini şu şekilde açıklamıştır: “Dış kaynağa ihtiyacı olan gelişmekte olan ülkeler, 1960’lı yıllarda

ABD'den gelecek yardımlara, 1970'ler ve 1980'lerde ise IMF'den gelecek yardımlara muhtaçtı. Ancak 1990'larda ülkelerin sahip olabileceği en önemli dış kaynak Moody's Investors Service Inc.'ten gelmektedir. Aslında artık dünyada iki tane süper güç vardır. Bunlar ABD ve Moody's Investors Service Inc.'tir. ABD sizi bombalar ile Moody's ise kredi notlarını düşürerek sizi imha edebilir. Bunların gerçekten hangisinin daha kötü olduğunu bilmiyorum.” (Friedman, 1995). Friedman bu röportajında kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkeler üzerinde ne kadar büyük bir etkiye sahip olabileceğini anlatmıştır.

1.2.2. Derecelendirmenin Türkiye’de Gelişimi

Serbest piyasa ekonomilerinde ekonomik büyüme ve kalkınmanın temel dinamiklerinden biri sermaye piyasalarıdır. Türkiye, 24 Ocak 1980 Kararları ile birlikte karma ekonomik model yerine daha liberal politikalar izlemeye başlamıştır. Bu çerçevede Sermaye Piyasası Kurulu, tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını sağlamak ve sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını düzenlemek ve denetlemek amacıyla 1981 yılında çıkarılan 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile kurulmuştur. 1985 yılında ise İstanbul Menkul Kıymetler Borsası kurulmuştur (Meydan, 2009: 8; <https://www.spk.gov.tr/>).

Bu gelişmeler ışığında Türkiye’ye ilk derecelendirme notu 1992 yılında verilmiş ve bu sayede yurt dışı piyasalardan borçlanma imkânı sağlanmıştır. Tablo 1.1. zaman içerisinde Türkiye’nin almış olduğu ülke kredi derecelendirme notlarını (sovereign credit ratings) göstermektedir.

Tablo 1.1. incelendiği zaman Moody’s ve Standard & Poor’s (S&P) Türkiye’ye ilk derecelendirme notunu 1992 yılında, Fitch Ratings ise 1994 yılında vermiştir. Moody’s, 05.05.1992-13.01.1994 tarihleri arasında ve 16.05.2013-23.09.2016 tarihleri arasında Türkiye’yi yatırım yapılabilir seviyede derecelendirmiştir. Standard & Poor’s, 04.05.1992-22.03.1994 tarihleri arasında, Fitch ise 26.02.2013-27.01.2017 tarihleri arasında Türkiye’yi yatırım yapılabilir seviyede göstermişlerdir.

Tablo 1.2. Türkiye'nin Kredi Notu Geçmişi

Moody's			Standard & Poor's			Fitch		
Tarih	Derece	Görünüm	Tarih	Derece	Görünüm	Tarih	Derece	Görünüm
05.05.92	Baa3		04.05.92	BBB		10.08.94	B	
13.01.94	Ba1		03.05.93	BBB		26.09.95	BB-	
02.06.94	Ba3		14.01.94	BBB-		26.10.95	BB-	
13.03.97	B1		22.03.94	BB		29.07.95	BB-	Negatif
21.12.00	B1		29.04.94	B+		20.12.96	B+	
15.11.03	B1	İstikrarlı	16.08.94	B+		10.04.00	B+	Pozitif
30.09.04	B1	İstikrarlı	24.07.95	B+	Pozitif	27.04.00	BB-	
11.02.05	B1	Pozitif	18.10.95	B+	İstikrarlı	21.09.00	BB-	İstikrarlı
14.12.05	Ba3	İstikrarlı	17.07.96	B+	Negatif	22.02.01	BB-	Negatif
18.09.09	Ba3	Pozitif	13.12.96	B	İstikrarlı	02.04.01	B+	Negatif
08.01.10	Ba2	İstikrarlı	11.08.98	B	Pozitif	02.08.01	B	Negatif
05.10.10	Ba2	Pozitif	21.01.99	B	İstikrarlı	05.02.02	B	İstikrarlı
20.06.12	Ba1	Pozitif	10.12.99	B	Pozitif	25.03.03	B-	Negatif
16.05.13	Baa3	İstikrarlı	25.04.00	B+	Pozitif	06.08.03	B-	Pozitif
11.04.14	Baa3	Negatif	05.12.00	B+	İstikrarlı	25.09.03	B	Pozitif
04.12.15	Baa3	Negatif	21.02.01	B+	Negatif	09.02.04	B+	İstikrarlı
18.07.16	Baa3	Negatif	23.02.01	B	Negatif	25.08.04	B+	Pozitif
23.09.16	Ba1	İstikrarlı	17.04.01	B-	Negatif	13.01.05	BB-	İstikrarlı
17.03.17	Ba1	Negatif	27.04.01	B-	İstikrarlı	06.12.05	BB-	Pozitif
07.03.18	Ba2	İstikrarlı	11.07.01	B-	Negatif	09.05.07	BB-	İstikrarlı
01.06.18	Ba2		30.11.01	B-	İstikrarlı	12.12.07	BB-	İstikrarlı
17.08.18	Ba3	Negatif	29.01.02	B-	Pozitif	27.10.09	BB-	Pozitif
14.06.19	B1	Negatif	26.06.02	B-	İstikrarlı	03.12.09	BB+	İstikrarlı
11.09.20	B2	Negatif	09.07.02	B	Negatif	24.11.10	BB+	Pozitif
			07.11.02	B-	İstikrarlı	20.05.11	BB+	
			28.07.03	B	İstikrarlı	23.11.11	BB+	İstikrarlı
			16.10.03	B+	İstikrarlı	20.12.11	BB+	İstikrarlı
			08.03.04	B+	Pozitif	24.01.12	BB+	İstikrarlı
			17.08.04	BB-	İstikrarlı	01.08.12	BB+	İstikrarlı
			23.01.06	BB-	Pozitif	26.02.13	BBB-	İstikrarlı
			27.06.06	BB-	İstikrarlı	03.12.13	BBB-	İstikrarlı
			03.04.08	BB-	Negatif	02.01.14	BBB-	İstikrarlı
			31.07.08	BB-	İstikrarlı	03.10.14	BBB-	İstikrarlı
			13.11.08	BB-	Negatif	20.03.15	BBB-	
			17.09.09	BB-	İstikrarlı	18.09.15	BBB-	
			19.02.10	BB	Pozitif	26.02.16	BBB-	İstikrarlı
			01.05.12	BB	İstikrarlı	22.07.16	BBB-	İstikrarlı
			27.03.13	BB+	İstikrarlı	19.08.16	BBB-	Negatif
			27.02.14	BB+	Negatif	27.01.17	BB+	İstikrarlı
			06.06.16	BB+	İstikrarlı	19.01.18	BB+	İstikrarlı
			20.07.16	BB	Negatif	13.07.18	BB	Negatif
			04.11.16	BB	İstikrarlı	14.12.18	BB	Negatif
			27.01.17	BB	Negatif	03.05.19	BB	Negatif
			01.05.18	BB-	İstikrarlı	12.07.19	BB-	Negatif
			17.08.18	B+	İstikrarlı	01.11.19	BB-	İstikrarlı
						21.02.20	BB-	Negatif

Kaynak: (<https://countryeconomy.com>); (<https://tradingeconomics.com>) (Erişim Tarihi: 20.11.2020)

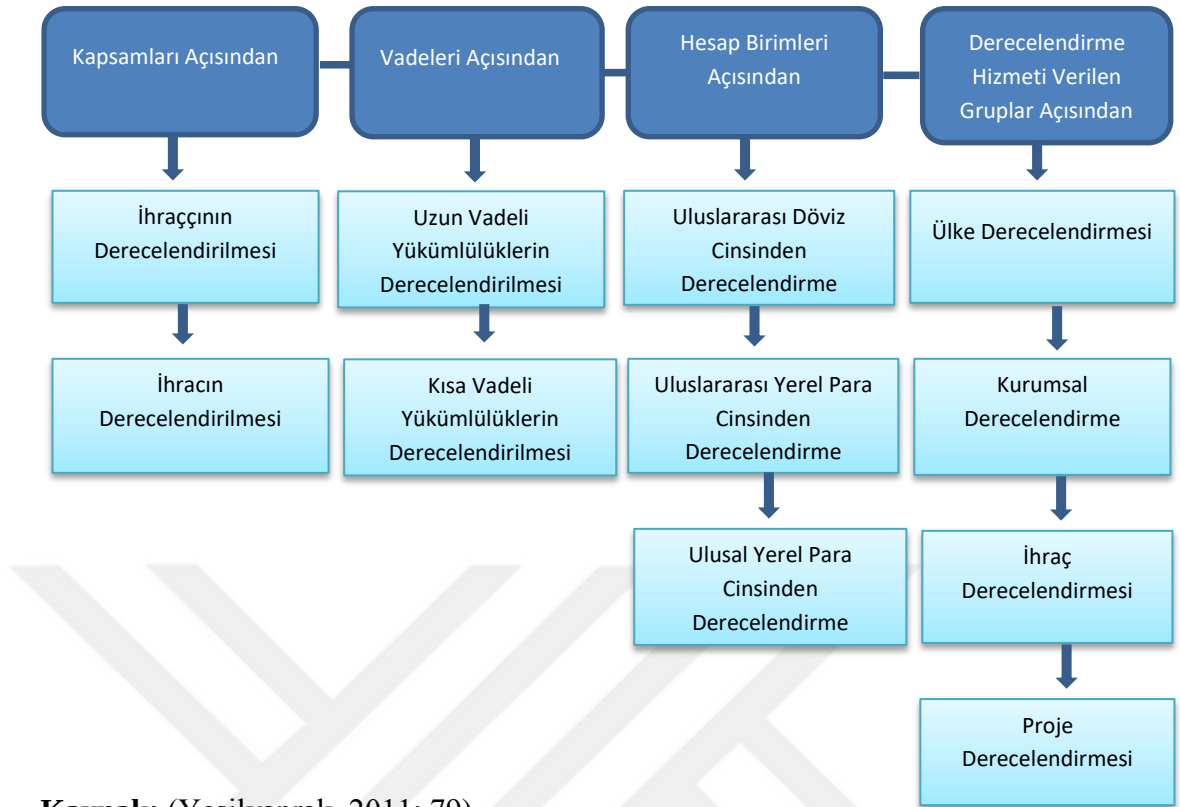
Tablo 1.1.'den de görüldüğü üzere; Türkiye'nin yaşamış olduğu 5 Nisan 1994 krizinde Moody's, kriz öncesi dönemde Baa3 (05.05.1992) ve Ba1 (13.01.1994) olan kredi notunu krizden sonra Ba3'e (02.06.1994), S&P ise kriz öncesi dönemde BBB- (14.01.1994) ve BB (22.03.1994) olan kredi notunu kriz sonrası dönemde B+'ya

düşürmüştür. Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri incelendiği zaman Moody's, kriz öncesi ve sonrası dönemlerde kredi notlarında herhangi bir değişiklik yapmamıştır. S&P, kriz öncesi dönemde pozitif görünümlü B+ olan kredi notunu kriz sonrası dönemde negatif görünümlü B'ye daha sonrasında ise negatif görünümlü B-'e düşürmüştür. Fitch ise kriz öncesi dönemde istikrarlı görünümlü BB- olan kredi notunu kriz sonrası dönemde negatif görünümlü B'ye düşürmüştür.

1997 Asya ve 2008-2009 küresel krizlerinde, kredi derecelendirme kuruluşlarının söz konusu ülkelere verdikleri notlar incelendiği zaman bu ülkelerdeki kırılganlıkları öngöremedikleri görülmektedir (İş Bankası, 2017). Bu krizlerde olduğu gibi Türkiye'nin yaşadığı krizlerde de notlardaki düşmeler ya kriz başladıktan sonra ya da krizin ardından meydana gelmiştir. Bir seferde birden çok kademe not indirimi krizin derinleşmesine ve maliyetlerin artmasına neden olmaktadır. Aynı zamanda notlardaki bu ani düşüş yabancı yatırımın azalmasına ve yabancı yatırımcı çıkışının hızlanmasına sebep olmaktadır (Çelik, 2004: 67-68). Dolayısıyla kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'de meydana gelen ekonomik krizlerden sonra vermiş oldukları kredi notlarının ekonomik krizleri derinleştirici bir etkiye sahip olduğu tablodan da görülmektedir.

1.3.Derecelendirmenin Türleri

Derecelendirme şirketleri, son yıllarda finans piyasalarında meydana gelen gelişim ve değişime bağlı olarak derecelendirme türlerini artırma ihtiyacı duymuşlardır. Özellikle finans piyasalarında yeni çıkarılan enstrümanların derecelendirilmesine imkân tanımak için bu değişim ve gelişim trendi hızlanmıştır.

Şekil 1.1. Derecelendirme Türleri

Kaynak: (Yeşilyaprak, 2011: 79)

Şekil 1.1.'de derecelendirme türleri dört ana başlık altında gösterilmiştir. Bunlar; kapsamı açısından, vadeleri açısından, hesap birimleri açısından ve derecelendirme hizmeti veren gruplar açısından derecelendirilmiştir. Bu derecelendirme türleri aşağıda detaylı bir şekilde açıklanmıştır.

1.3.1. Kapsamları Açısından Derecelendirme

KDK'lar, bir kuruluşun tüm borçlarını derecelendirebilecekleri gibi sadece belirli borçlarını da derecelendirebilirler. Örneğin bir kuruluşun sadece çıkaracağı tahvillere kredi notu verebilirler. Bu şekilde sadece belirli borçların derecelendirilme işlemi, kapsamı açısından derecelendirme türüne girmektedir (Meydan, 2009: 21; Yeşilyaprak, 2011: 79).

Derecelendirme türleri, ihracın (issue) ve ihracının (issuer) derecelendirmesi olmak üzere temelde iki farklı şekilde sınıflandırılmaktadır (Boyacıoğlu, 2003: 66).

1.3.1.1.İhraççının Derecelendirilmesi

İhraççının derecelendirilmesi işlemi, belirli bir sınıf finansal enstrümanın derecelendirilmesi işlemidir. Örnek olarak, bir sanayi şirketinin sermaye piyasalarında ihraç ettiği bütün finansman bonolarının derecelendirilmesi işlemi verilebilir (Boyacıoğlu, 2003: 67).

1.3.1.2.İhracın Derecelendirilmesi

İhracın derecelendirilmesi, ihraççının diğer borç ve yükümlülüklerini dikkate almadan sadece belirli bir borcundan doğan, anapara, faiz kupon gibi yükümlülüklerini yerine getirme kabiliyetini değerlendirir (Dinek, 2013: 56).

1.3.2. Vadeleri Açısından Derecelendirme

Finansal araçların vadelerine göre kısa veya uzun vadeli olarak yapılan derecelendirme işlemidir. Günümüzde derecelendirme kuruluşlarının en çok kullandığı derecelendirme türüdür.

1.3.2.1.Uzun Vadeli Yükümlülüklerin Derecelendirilmesi

İhraççının, vadesi bir yıldan fazla orta ve uzun vadeli borçlanmalarından doğan yükümlülüklerinin eksiksiz ve zamanında yerine getirme kabiliyetinin derecelendirilmesidir (<http://www.saharating.com>). Bağımsız derecelendirme kuruluşları uzun vadeli yükümlülükleri derecelendirirken kuruluşların, ekonomik konjoktüre duyarlılıkları, rekabet koşulları, teknolojik gelişmeler, kanuni düzenlemeler, talep değişimleri, yönetim kaliteleri gibi birçok faktörden etkilenme düzeylerini dikkate almaktadır. Uzun vadeli yükümlülüklerin derecelendirilmesi, yatırımcılar ve kreditorlerin yatırım kararı almaları için çok önemli bir göstergedir (Meydan, 2009: 21-22; <https://www.integralforex.com.tr>).

1.3.2.2.Kısa Vadeli Yükümlülüklerin Derecelendirilmesi

İhraççının, vadesi bir yıla kadar olan bütün yükümlülükleri üzerinde likidite ve sermaye kaynaklarına erişebilme potansiyeli göz önünde bulundurularak yapılan derecelendirmedir (Ulusoy, 2018: 188). Kısa vadeli derecelendirmenin konusunu genel olarak, finansman bonosu, kısa vadeli banka mevduatı ve diğer para politikası araçları

oluşturmaktadır (Meydan, 2009: 22). Bu derecelendirme türü, ihraççının belirli bir sınıf enstrümanını derecelendirdiği için aynı zamanda bir önceki bölümde açıkladığımız ihraççının derecelendirmesi türüne de girmektedir.

1.3.3. Hesap Birimleri Açısından Derecelendirme

Derecelendirilen kurumun yükümlülüklerinin kaynağına göre yapılan derecelendirme işlemidir. Hesap birimleri açısından derecelendirme üçe ayrılmaktadır. Bunlar; uluslararası döviz cinsinden derecelendirme, uluslararası yerel para cinsinden derecelendirme ve ulusal yerel para cinsinden derecelendirmedir.

1.3.3.1.Uluslararası Döviz Cinsinden Derecelendirme

Konvertibilite ve transfer riskleri dahil tüm ülke riskleri göz önüne alınarak, derecelendirilecek kuruluşun döviz cinsi yükümlülüklerini döviz yaratarak ödeyebilme kabiliyetinin değerlendirilmesidir (Ulusoy, 2018: 188; <http://www.jcrer.com.tr>).

1.3.3.2.Uluslararası Yerel Para Cinsinden Derecelendirme

Konvertibilite ve transfer riskleri hariç tüm ülke riskleri göz önüne alınarak, derecelendirilecek kuruluşun para birimi gözetilmeksizin yükümlülüklerini yerel para yaratarak ödeyebilme yeteneklerinin uluslararası kriterlere göre değerlendirilmesidir (Yeşilyaprak, 2011: 81; <http://www.jcrer.com.tr>).

1.3.3.3.Ulusal Yerel Para Cinsinden Derecelendirme

Ülke riskleri göz önüne alınmadan, derecelendirilecek kuruluşun yerel para cinsi yükümlülüklerini yerel para yaratarak ödeyebilme düzeyinin ulusal kriterlere göre değerlendirilmesidir (Meydan, 2009: 22; <http://www.jcrer.com.tr>).

1.3.4. Derecelendirme Hizmeti Verilen Gruplar Açısından Derecelendirme

Derecelendirme hizmeti verilen gruplar açısından derecelendirme sınıflandırması aşağıdaki Tablo 1.2.'de verilmiştir.

Tablo 1.3. Derecelendirme Grupları

DERECELENDİRME GRUPLARI			
Ülke Derecelendirmesi	Kurumsal Derecelendirme	İhraç Derecelendirmesi	Proje Derecelendirmesi
	Bankalar Aracı Kurumlar Faktoring Şirketleri Portföy Yön. Şirketleri Tüketici Fin. Şirketleri Leasing Şirketleri Sigorta Şirketleri Kamu Kurumları Sınai ve Ticari Şirketler Belediyeler	Hisse İhracı Tahvil İhracı Diğ. Ser. Piyasası Araçları Yapılandırılmış Finansman	

Kaynak: (Meydan, 2009: 23; Yeşilyaprak, 2011: 82)

Tablo 1.2.'de yer alan ülke derecelendirmesi ülkelerin sosyal, politik ve ekonomik risk faktörlerini göz önüne alarak dış borçlarını geri ödeme yetenek ve istekliliklerinin değerlendirilmesidir. Kurumsal derecelendirme, tüzel kişiliğe sahip olan kurum ya da kuruluşların (kamu kurumları, belediyeler, finans kurumları, bankalar, sigorta şirketleri, sınai ve ticari şirketler) borçlarını geri ödeme yetenek ve istekliliklerinin değerlendirilmesidir. Proje derecelendirmesi ise belirli bir projenin finansmanında ihtiyaç duyulan kaynağın temin edilmesi için bu projeye yatırım yapmak isteyen yatırımcılara, projenin yaratacağı nakit akışının ve borcun geri ödenme gücünü ifade etmektedir (Hazar, 2009: 12).

1.4.Derecelendirmeye İlgili Hukuki Düzenlemeler

1.4.1. Uluslararası Hukuki Düzenlemeler

Derecelendirme işlemleri ilk olarak ABD’de ortaya çıkmış ve doğal olarak derecelendirme ve derecelendirme şirketleri ile ilgili ilk yasal düzenlemeler de ABD’de yapılmıştır. 1975 yılında ABD’de Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (Securities and Exchange Commission, SEC) düzenleyici bir kuruluş olarak kurulmuştur. Bu kuruluş, piyasalar tarafından güvenilir olarak kabul edilen derecelendirme kuruluşlarını açıklamış ve bu derecelendirme kuruluşlarına “Ulusal Kabul Görmüş İstatistiki Derecelendirme Kuruluşları” (Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, NRSRO) adını vermiştir (Setty and Dodd, 2003: 2). Daha önceki bölümde de bahsettiğimiz gibi 2019 yılı itibariyle SEC’in yetkilendirdiği on tane NRSRO bulunmaktadır.

Derecelendirme kavramına olan önemin giderek artmasıyla birlikte derecelendirilen kurumlar, görüşlerinin doğruluğuna bakılmaksızın NRSRO'lar tarafından derecelendirilmeye zorlanmıştır. SEC'in NRSRO atama sürecinde belirli bir prosedürün olmaması bu atamalarda şeffaf hareket edilmediği tartışmalarını da beraberinde getirmiştir. SEC 1975 yılından 2000 yılına kadar sadece dört tane NRSRO atamış ve bu kuruluşlardan iki tanesi de birleşince bu sayı üçe (Moody's, S&P ve Fitch) düşmüştür (White, 2007: 4-5). Böylece SEC, bu üç derecelendirme kuruluşunun piyasada oligopol bir yapı kazanmasına neden olmuştur.

Amerikan Kongresi bu şeffaflık tartışmalarından sonra derecelendirme kuruluşlarıyla ilgili birçok değerlendirme yapmıştır. 1994 yılında, federal menkul kıymet kanunda (Federal Securities Act) derecelendirme kuruluşlarıyla ilgili yapılacak düzenlemeyi belirlemiştir. 1997 yılında bu kanunda gerekli düzenlemeleri yapmış ve NRSRO kavramını tarif etmiştir. 2002 yılında Sarbanes-Oxley kanunu çıkarmış ve derecelendirme kuruluşlarının; piyasaya giriş engelleri, rekabet karşıtlığı, haksız uygulamalar, menfaat çelişkileri, işlerini yaparken karşılaştıkları güçlükler, derecelendirme faaliyeti öncesi yapılan incelemenin kalitesi ve piyasadaki aktarılan bilgilerin kalitesinin nasıl artırılabilceği konularında uyulması gereken kurallar belirlenmiştir (Meydan 2009: 37).

Bu düzenlemelerin ardından 2003 yılında Dominion Bond Rating Services ve 2005 yılında A.M. Best Rating derecelendirme kuruluşları SEC tarafından NRSRO olarak sisteme giriş yapmışlardır. 29 Eylül 2006'da, hesap verebilirliği, şeffaflığı ve rekabeti artırarak yatırımcıların ve kamu yararının korunması için Kredi Derecelendirme Kuruluşları Reform Yasası (Credit Rating Agency Reform Act) başkan Bush tarafından imzalanmıştır. Bu yasaya göre SEC'den NRSRO olarak yetki isteyen derecelendirme kuruluşları aşağıdaki bilgileri vermek zorundadır (White, 2007: 6-10):

- Kısa, orta ve uzun vadeli kredi derecelendirme performans ölçüm istatistikleri;
- Prosedürleri ve metodolojileri;
- Kamuya açık olmayan önemli bilgilerin kötü niyetli kullanımını önlemek için uygulayacağı politika ve prosedürler;
- Organizasyonel yapı;
- Etik kurallarına sahip olup-olmadığı (değilse niçin?);
- Hangi borç kategorilerini derecelendirmek istediği;

- Herhangi bir çıkar çatışması;
- Hizmetlerini kullanan en büyük 20 ihraççının ve abonenin listesi (gizlilik esasına dayalı);
- En az üç yıl boyunca derecelendirmelerini kullanan 10 kurumsal yatırımcıdan alınan sertifikalar (gizlilik esasına dayalı);
- SEC'in isteyebileceği herhangi bir bilgi (resmi prosedürler yoluyla)

2010 yılında ABD Hazine Bakanlığı tarafından yeni bir kanun (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) çıkartılmıştır. Bu kanun ile derecelendirme kuruluşlarında, şeffaflığın artırılması, denetim standartlarının sıkılaştırılması ve piyasadaki derecelendirme kuruluşlarına olan bağımlılığın azaltılması amaçlanmıştır. KDK'lara yönelik her geçen gün yaptırım gücü daha yüksek hukuki düzenlemelerin yapılmasına devam edilmesi, piyasalar tarafından memnuniyetle karşılanmaktadır (Gür ve Öztürk, 2011: 82).

Avrupa'da ise kredi derecelendirme kuruluşlarının güvenilirliği ile ilgili tartışmalar özellikle Enron Şirketi'nin¹ iflası ile başlamıştır. Bunun üzerine Avrupa Komisyonu'nun 6 Haziran 2001 tarihli kararı ile Avrupa Menkul Kıymet Piyasa Düzenleyicileri Komitesi ("CESR" Committee of European Securities Regulators) kurulmuştur (<http://www.cesr-eu.org/>). 2004 yılında özellikle Parmalat Şirketi'nin² iflası ile birlikte CESR, kredi derecelendirme kuruluşlarının Avrupa Birliği sınırları içerisindeki çalışmalarına yönelik düzenleme ve denetim esaslarını belirlemiştir. CESR, IOSCO³ ile uyumlu bir şekilde düzenleme ve denetim esaslarında 2008 yılına kadar herhangi bir değişiklik yapmamıştır.

¹ Enron Şirketi, 1985 yılında birkaç şirketin birleşmesiyle kurulmuştur. 2000 yılında ABD'nin en büyük 500 şirketi sıralamasında yedinci sırada olan şirket, ABD ile Avrupa arasındaki enerji ticaretinin %20'sini gerçekleştiriyordu. Şirket 2001 yılında iflas etmiş ve iflas sürecini; muhasebe hileleri, yolsuzluklar, kurulan yüzlerce paravan şirket ile faaliyet zararlarının saklanması oluşturmuştur. Şirketin iflasından dört gün öncesine kadar uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları (Moody's, S&P ve Fitch Ratings) şirketi "yatırım yapılabilir seviyede" göstermişler ve sonrasında aniden "çöp" yani batmış hisse seviyesine indirmişlerdir. Bu olay ABD ve dünyada büyük yankı uyandırmış ve KDK'ların güvenilirliği ciddi anlamda tartışılmaya başlanmıştır (Hill, 2009: 283; Akçayır, 2013: 81-82; Kavak, 2019: 52-53).

² Parmalat Şirketi, 1961 yılında İtalya'da kurulan bir gıda şirketidir. Şirket kısa zamanda hızla büyüyerek İtalya'nın en büyük 8. Şirketi olmuştur. Ancak 2003 yılında yıllarca yapılan muhasebe hile ve usulsüzlükleri nedeniyle 8 milyar dolarlık bir açık meydana gelmiş ve İtalya tarihinin en büyük skandalı olarak tarihe geçmiştir. "Avrupa'nın Enron'u" olarak adlandırılan bu olayda KDK'lar Enron olayına benzer şekilde iflas sürecine kadar şirketin kredi notunu indirmemişlerdir (Odabaşı ve Ergen, 2017: 4; Ayalp, 2019: 30-37).

³ Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları Örgütü'nü (International Organization of Securities Commissions – IOSCO) dünyadaki menkul kıymet ve vadeli işlem piyasalarını düzenleyen kuruluşlar oluşturmuşlardır. Hâlihazırda 120 üyesi bulunan örgüte Türkiye'den SPK 1988 yılında üye olmuştur (<https://www.spk.gov.tr>). Bu kuruluşun bir yaptırım gücü olmamasına rağmen SPK, SEC gibi dünyadaki düzenleyici otoritelere yol gösterici olma özelliği taşımaktadır (Gür ve Öztürk, 2011: 80-81).

Ancak 12 Kasım 2008 tarihinde Avrupa Komisyonu, “Kredi Derecelendirme Kuruluşları” konulu bir basın toplantısı düzenlemiş ve bu toplantıda “piyasa güveninin tekrar teşkil edilmesi ve gelecekte yapılacak kredi derecelendirmelerinin profesyonel standartlar ve dürüstlüğe bağlı kalmak üzere ekonomik döngüdeki mümkün olan en yüksek standartları sağlamak üzere bazı düzenlemelerin yapıldığı” ifade edilmiştir. Yapılan bu düzenlemeler 7 Aralık 2010 tarihinde yürürlüğe girmiştir. Uygulamaya giren bu düzenlemelerle; kredi derecelendirme sürecindeki şeffaflığın artırılması, derecelendirme faaliyetlerinin kalite ve standartlarının yükseltilmesi ve KDK’ların çıkar çatışmalarının azaltılması için oluşturulan kurallara uymalarının sağlanması amaçlanmıştır (White, 2007: 5-6; Yazıcı, 2009: 10-12; Gür ve Öztürk, 2011: 80-83).

1.4.2. Türkiye’deki Hukuki Düzenlemeler

Türkiye’de derecelendirme faaliyetlerine ilişkin yasal düzenlemeler Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) ve Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK) tarafından yapılmıştır. Sermaye piyasasında derecelendirme faaliyetleriyle ilgili denetim, gözetim, yetkilendirme ve listeye alma konularında düzenleme yapan dünyadaki ilk kuruluşlardan biri SPK’dır. Sermaye Piyasası Kurulu bu düzenlemeyi, 06.03.1997 (Seri:VIII, No:31 sayılı Tebliğ) tarih ve 22925 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan “Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği” ile yapmıştır. SPK’nın yapmış olduğu bu düzenleme, mülga Sermaye Piyasası Kanununun 22. maddesinin (n) bendinde “sermaye piyasası kurumlarının ve sermaye piyasası araçlarının derecelendirilmesini düzenlemek ve denetlemek” şeklinde belirtilen kurulun görev ve yetkilerine dayanılarak oluşturulmuştur (<https://www.spk.gov.tr>). Daha sonrasında bir düzenleme de 01.11.2006 tarih ve 26333 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan “Derecelendirme Kuruluşlarının Yetkilendirilmesine ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik” ile BDDK tarafından yapılmıştır. Bu yönetmelik de 19.10.2005 tarihli ve 5411 sayılı Bankacılık Kanununun derecelendirme faaliyetleri ile ilgili olan 15, 34, 36 ve 93’üncü maddelerine dayanılarak hazırlanmıştır. (<https://www.bddk.org.tr>).

Bu bölümde derecelendirme faaliyetleri ile ilgili Sermaye Piyasası Kurulu ve Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu tarafından yayımlanan yasal düzenlemeler özetlenecektir.

1.4.2.1.Sermaye Piyasası Kurulu Tarafından Yapılan Düzenlemeler

1997 yılında SPK tarafından yapılan düzenlemenin ardından dünyadaki gelişmelere bağlı olarak 2003 yılında Seri:VIII, No:40 sayılı tebliğ ile birlikte derecelendirme kavramı tanımlanmış, derecelendirme faaliyetine ilişkin ilkeler belirlenmiş, KDK'ların kuruluş, faaliyete geçme ve listeye alınma şartları oluşturulmuştur. Daha sonrasında derecelendirme faaliyetlerinin güvenilir, tarafsız, kaliteli ve şeffaf bir biçimde yapılması amacıyla, derecelendirme kuruluşları ile ilgili Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları Örgütü (International Organization Of Securities Commissions-IOSCO) tarafından yayımlanan etik ilkeler ve kurulca tespit edilen ihtiyaçlar çerçevesinde Seri:VIII, No:40 sayılı tebliğ tekrardan düzenlenerek Seri:VIII, No:51 “Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği” 12.07.2007 tarihli ve 26580 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. (<https://www.spk.gov.tr>).

Seri:VIII, No:51 tebliği altı bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde; bu tebliğin amacı, kapsamı, tanımlar ve dayanağı, ikinci bölümde; derecelendirme faaliyetlerinin kapsamı ve bu faaliyetlerde bulunabilecek kuruluşlar, üçüncü bölümde; Türkiye’de kurulan derecelendirme kuruluşlarının yetkilendirilmesi ve listeye alınması ile ilgili yasal düzenlemeler yapılmıştır. Dördüncü bölümde ise derecelendirme sözleşmesi ve bilgi paylaşımı sözleşmesi, beşinci bölümde; derecelendirme faaliyetinde uyulacak ilke ve esaslar, altıncı bölümde; diğer hükümler ile ilgili yasal düzenlemelere yer verilmiştir.

Madde 1’de tebliğin amacı, “*sermaye piyasasında derecelendirme faaliyetine, bu faaliyette bulunmak üzere Kurulca yetkilendirilecek derecelendirme kuruluşlarına, bu kuruluşların çalışanlarına ve Kurulca kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşlarına ilişkin ilke, usul ve esasları düzenlemektir*” şeklinde ifade edilmiştir. Dördüncü maddede derecelendirme faaliyetinin kapsamı aşağıdaki şekilde ifade edilmiştir:

“(1) Derecelendirme faaliyeti; kredi derecelendirmesi ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi faaliyetlerini kapsar.

(2) İşletmelerce derecelendirme yaptırılması ihtiyaridir. Ancak, Kurul tarafından gerekli görülen durumlarda derecelendirme yaptırılması zorunlu tutulabilir.

(3) Derecelendirme kuruluşları, işletmelerin talepleri olmaksızın derecelendirme yapabilirler. Derecelendirme kuruluşları, talebe bağlı olmayan derecelendirme çalışması ve sonuçları hakkında kamuya açıklama yapmadan önce ilgili işletmelere bilgi vermek zorundadırlar. Derecelendirme çalışmasında işletmeler hakkında esas alınan bilgilere ilişkin olarak ilgili işletme tarafından yapılan değerlendirmeler, derecelendirme kuruluşlarınca titizlikle dikkate alınır.

(4) Talebe bağlı olmayan derecelendirme çalışmasına bu Tebliğde belirlenen ilke, usul ve esaslara uygun olarak ilgili işletmenin birbirini izleyen 3 hesap dönemi süresince devam edilir. Verilen derecelendirme notu, en fazla 6 aylık dönemler itibariyle gözden geçirilerek, kamuya açıklanır.

(5) Talebe bağlı olmayan derecelendirmelerde, müşteriden veya diğer kişi, kurum ve kuruluşlardan varsa sağlanan veya sağlanması öngörülen ücret ve benzeri menfaatlerin, derecelendirme kuruluşları tarafından derecelendirme notu ile birlikte kamuya açıklanması zorunludur.”

SPK tarafından çıkarılan tebliğin yedinci maddesinde derecelendirme faaliyetinde bulunabilecek kuruluşlar “Derecelendirme faaliyeti, Türkiye’de kurulan ve derecelendirme faaliyetinde bulunmak üzere Kurulca yetkilendirilen derecelendirme kuruluşları ile Türkiye’de derecelendirme faaliyetinde bulunması Kurulca kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşları tarafından yapılır” şeklinde tanımlanmıştır.

Tebliğin dokuzuncu maddesinde Türkiye’de kurulacak derecelendirme kuruluşlarının başvuru koşulları düzenlenmiştir. Bu maddeye göre;

- a) Anonim şirket şeklinde kurulmuş olmaları,
- b) Hisse senetlerinin tamamının nama yazılı olması,
- c) Ticaret unvanlarında derecelendirme ibaresinin bulunması,
- ç) Münhasıran derecelendirme ve derecelendirme ile ilgili alanlarda faaliyet göstermeleri ve esas sözleşmelerinin buna uygun olması,
- d) Ödenmiş sermayelerinin en az 200.000,- Türk Lirası olması,
- e) Ortakları, yöneticileri, kontrolörleri, derecelendirme uzmanları, derecelendirme komitesi üyeleri ile tüzel kişi ortaklarının yönetim kurulu üyelerinin bu Tebliğin 10 uncu maddesinin birinci fıkrasında belirtilen niteliklere sahip olmaları,
- f) Her bir derecelendirme faaliyetinin bağımsız olarak sürdürülebilmesi için birbirinden ayrı olarak;

1) Tebliğin 5 inci bölümünde yer verilen derecelendirme faaliyet ilke ve esaslarında yer alan hususlar da dahil olmak üzere, yeterli organizasyon, mekan, teknik donanım, belge ve kayıt düzenine sahip olmaları,

2) Tebliğin 5 inci bölümünde yer verilen derecelendirme faaliyet ilke ve esasları uyarınca, sistematik derecelendirme metodolojisi belirlemeleri, bunlara uyumun gözetilmesi amacıyla finansal ve hukuki çalışma şekillerine ilişkin kontrol süreçlerini de kapsayacak şekilde yazılı bir iç kontrol sistemi oluşturmaları ve ahlaki davranış kuralları yönergesi hazırlamaları,

3) Tebliğin 5 inci bölümünde yer verilen derecelendirme faaliyet ilke ve esasları uyarınca, derecelendirme faaliyetinin mevzuata uygun olarak gerçekleştirilmesini, iç kontrol sisteminin etkin bir şekilde çalışmasını ve ahlaki davranış kuralları yönergesine uyumu gözeterek denetlemek üzere, bu Tebliğin 10 uncu maddesinin beşinci fıkrasında belirtilen niteliklere sahip en az 1 kontrolör görevlendirmeleri,

4) Bu Tebliğin 10 uncu maddesinin dördüncü fıkrasında belirtilen niteliklere sahip en az 2 derecelendirme uzmanı istihdam etmeleri,

5) Bu Tebliğin 10 uncu maddesinin beşinci fıkrasında belirtilen niteliklere sahip en az 3 derecelendirme komitesi üyesinin görevlendirildiği derecelendirme komitesi oluşturmaları,

g) Hazine Müsteşarlığı ve Hazine Müsteşarlığının bağlı olduğu Bakanlık tarafından belirlenen usul ve esaslar çerçevesinde, gerçekleştirecekleri derecelendirme faaliyetlerine ilişkin olarak mesleki sorumluluk sigortası yaptıracaklarını taahhüt etmeleri zorunludur.

(2) Bu maddenin birinci fıkrasının (d) bendinde belirtilen asgari ödenmiş sermaye, her yıl Maliye Bakanlığınca ilan edilen yeniden değerlendirme oranı dikkate alınarak, Kurulca yeniden belirlenebilir.

(3) Kurul, başvuruların değerlendirilmesi sırasında, gerekli görülmesi halinde ek bilgi ve belge isteyebilir.”

Tebliğin yedinci maddesinde belirtilen, Türkiye’de kurulan ve SPK tarafından derecelendirme yetkisi verilen derecelendirme kuruluşları ile Türkiye’de derecelendirme faaliyetinde bulunması kurulca kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşları Tablo 1.3.’de verilmiştir. Tablo 1.3.’de de görüldüğü gibi Türkiye’de kurulan ve kurul tarafından kredi derecelendirmesi için yetkilendirilen beş tane kredi derecelendirme kuruluşu bulunmaktadır. Aynı zamanda kurul tarafından Türkiye’de kredi

derecelendirme faaliyetinde bulunması uygun görülen üç tane de uluslararası derecelendirme kuruluşu bulunmaktadır.

Tablo 1.4. Kredi Derecelendirmesinde Yetkili Kuruluşlar

Türkiye’de Kurulan ve SPK Tarafından Yetkilendirilen Derecelendirme Kuruluşları	Türkiye’de Derecelendirme Faaliyetinde Bulunması SPK Tarafından Uygun Görülen Uluslararası Derecelendirme Kuruluşları
1- DRC Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. 2- İstanbul Uluslararası Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. 3- JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş. 4- Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş. 5- Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.	1- Moody’s Investor Service Inc. 2- Standards and Poor’s Corp. 3- Fitch Ratings Ltd.

Kaynak: (<https://www.spk.gov.tr>)

Türkiye’de kurulan ve SPK tarafından yetkilendirilen derecelendirme kuruluşları kısaca incelendiği zaman DRC Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. (DRC Rating), 10 Ocak 2018 tarihinde, kredi ve kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi faaliyetinde bulunmak amacıyla kurulmuştur. DRC Rating’in kredi derecelendirme notları, bir işletmenin finansal yükümlülüklerini yerine getirme yeteneği ile ilgili ileriye dönük kanaatlerini yansıtmaktadır (<http://www.drcrating.com>).

İstanbul Uluslararası Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. (Turkrating), 2006 yılında Sermaye Piyasası Kurulu’ndan (SPK) lisans alarak kurulan bu alandaki ilk şirket olma özelliğini taşımaktadır. Çok ortaklı bir şirket olan Turkrating’de yabancı ortakların ağırlığı %65’dir. Turkrating’in kredi kalitesini yansıtan derecelendirme notları, bir şirketin yükümlülüklerini eksiksiz olarak ve zamanında yerine getirme yeteneğini yansıtmanın yanında Türkiye’de faaliyette bulunan şirketler arasında göreceli olarak konumunu yansıtmaktadır (<http://turkrating.com>).

JCR Avrasya Rating’in derecelendirme süreci, ülke ratingi, bankalar, yerel idareler, kamu kurumları, finans kurumları, sigorta şirketleri, kurumsal sınai ve ticari şirketler, tahvil ve yapılandırılmış finansman alanındaki ihraçlar ve projeler alanlarında geçerli olan potansiyel rating gruplarını ve kurumsal yönetim hizmetlerini kapsamaktadır.

Avrasya Derecelendirme Şirketi, 15 Haziran 2007 tarihinde SPK'dan kredi derecelendirme lisansını aldı ve 5 Kasım 2007 tarihinde NRSRO kategorisinde olan Japan Credit Rating Agency, Ltd. (JCR) ile ortaklık sözleşmesi imzaladı. Bu ortaklık sözleşmesinin ardından ismini JCR Avrasya Derecelendirme olarak değiştirdi. 17 Ocak 2020 tarihli genel kurul toplantısında onaylanan hisse devri ile birlikte, Türk finans sektörünün öncü kurumları JCR Avrasya Derecelendirmenin yeni ortağı oldu. Bu ortaklık yapısına göre Borsa İstanbul A.Ş. %18.50, Japan Credit Rating Agency, Ltd. (JCR) %14.95, Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği %6, Finansal Kiralama, Faktoring ve Finansman Şirketleri Birliği %6, Türkiye Sigorta, Reasürans ve Emeklilik Şirketleri Birliği %6 ve bankalar (Türkiye Halk Bankası A.Ş., Türkiye Cumhuriyeti Ziraat Bankası A.Ş., Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O., Ziraat Katılım Bankası A.Ş., Vakıf Katılım Bankası A.Ş., Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası A.Ş., Türkiye İhracat Kredi Bankası A.Ş. (Eximbank), QNB Finansbank A.Ş., Akbank T.A.Ş., Türk Ekonomi Bankası A.Ş., Türkiye İş Bankası A.Ş., Türkiye Garanti Bankası A.Ş., Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş., Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş., Yapı ve Kredi Bankası A.Ş., Türkiye Finans Katılım Bankası A.Ş., ve Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş.) %2.86'sar oranında pay sahibi oldu (<http://www.jcrer.com.tr>). Böylece Türk finans sektörünün öncü kurumları, JCR Avrasya Derecelendirmenin %85.05 oranında hissesinin yeni sahibi oldu. Bu yeni ortaklık yapısının, finansal piyasalardan borçlanmak isteyen şirketlerin kredi değerliliğini çok daha gerçekçi tespit etmesi ve bu sayede kaynakların daha verimli kullanılarak ekonomide sağlıklı büyümeye destek sağlaması beklenmektedir.

Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş. (Kobirate), Haziran 2008'de beş Türk ortakla kurulan yerel bir derecelendirme kuruluşudur. Kobirate, Nisan 2009'da SPK tarafından kredi derecelendirme ve kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi faaliyetinde bulunmak amacıyla yetkilendirilmiştir (<https://www.kobirate.com.tr>). Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. (SAHA) ise SPK'nın 14.12.2006 tarihli kararıyla Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi alanında; 11.09.2007 tarihli kararıyla da Kredi Derecelendirmesi alanında yetkilendirilmiştir (<http://www.saharating.com>).

1.4.2.2.Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu Tarafından Yapılan Düzenlemeler

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu tarafından 01.11.2006 tarihinde derecelendirme faaliyetleri ile ilgili ilk yasal düzenleme yapılmıştır. Bu düzenleme 26333 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan “Derecelendirme Kuruluşlarının Yetkilendirilmesine ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik” ile yapılmıştır. Daha sonrasında bu yönetmelik dünyadaki gelişmeler ve kurumca tespit edilen ihtiyaçlar çerçevesinde 17.04.2012 tarih ve 28267 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak tekrardan düzenlenmiştir.

Bu yönetmelik altı bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde; bu yönetmeliğin amacı, kapsamı, tanımlar ve dayanağı, ikinci bölümde; temel kavramlar, üçüncü bölümde; derecelendirme kuruluşlarının yetkilendirilmesi, dördüncü bölümde; derecelendirme kuruluşlarının faaliyetleri, beşinci bölümde; yetkinin kaldırılması ve mesleki sorumluluk sigortası, altıncı bölümde; çeşitli ve son hükümler ile ilgili yasal düzenlemelere yer verilmiştir.

BDDK tarafından hazırlanan yönetmeliğin amacı madde 1’de *“Bu Yönetmeliğin amacı, derecelendirme kuruluşlarının yetkilendirilmesine, yetkilerinin geçici veya sürekli olarak kaldırılmasına ve faaliyetleri ile derecelendirme faaliyetleri kapsamında yapılacak mesleki sorumluluk sigortasına ilişkin usul ve esasları düzenlemektir”* şeklinde ifade edilmiştir.

Beşinci madde de derecelendirme faaliyetinin kapsamı aşağıdaki şekilde belirtilmiştir:

“(1) Derecelendirme faaliyeti, bu maddenin üçüncü fıkrasında yer alan ana ve alt varlık kategorilerinin kapsamına giren müşterilerin, yapılacak inceleme ve analiz sonucuna dayanılarak kredi değerliliğinin ve dolayısıyla derecelendirme notunun belirlenmesi sürecini içerir.

(2) Kredi değerliliğinin belirlenmesi, müşterinin;

a) Kullanacağı krediyi geri ödeyebilme gücünün veya

b) Borçluluğunu temsil eden sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz ve benzeri yükümlülüklerini vadelerinde yerine getirememe riskinin, yetkili derecelendirme kuruluşu tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi, sınıflandırılması

ve uygun derecelendirme notunun verilmesi faaliyetidir. Müşterinin ana ortaklık niteliğinde olması durumunda bu faaliyet; kredi değerliliğinin belirlenmesi için görüş oluşturmak amacı ile sınırlı olmak üzere konsolidasyon kapsamındaki ortaklıkların da kredi değerliliklerinin incelenmesi ve analiz edilmesi faaliyetini kapsar. Ancak, bu halde verilen derecelendirme notu sadece ana ortaklığa ilişkin olup, gruba dahil diğer ortaklıklar için geçerli değildir.”

Derecelendirme yetkisi verilecek derecelendirme kuruluşlarında aranan şartlar ise yönetmeliğin on üçüncü maddesinde şu şekilde belirtilmiştir:

“a) Türkiye’de anonim şirket şeklinde kurulmuş olması ve hisse senetlerinin tamamının nama yazılı olması,

b) Esas sözleşmelerinde sadece derecelendirme faaliyetinde bulunacaklarına ilişkin ibarenin bulunması,

c) Ticaret unvanlarında derecelendirme ibaresinin bulunması,

ç) Derecelendirme faaliyetini gerçekleştirebilecek ölçüde yönetim yapısına, yeterli sayı ve nitelikte derecelendirme uzmanına, Kurumca talep edilebilecek bilgi ve belgeleri istenen formatta oluşturabilecek ve derecelendirme uzmanlarının derecelendirme faaliyetlerini gerçekleştirmesine de yardımcı olabilecek yeterli düzeyde ve esneklikte bilgi sistemleri altyapısına, iletişim kanallarına, belge ve kayıt düzenine sahip olunması ve kalite güvencesi sisteminin oluşturulması, kalite güvence sisteminin henüz tesis edilmemiş olması halinde sistemin tesisine yönelik planların sunulması,

d) Verecekleri hizmetlerden veya tanıdıkları derecelendirme notlarından doğabilecek zararları karşılamak amacıyla mesleki sorumluluk sigortası yaptıracaklarını taahhüt etmesi,

e) Yetkilendirilmek istediği ana ve/veya alt varlık kategorisi bazında kendisinin yurt içinde veya yurt dışında derecelendirme faaliyetinde bulunma yetkisinin iptal edilmemiş olması,

f) Ortaklarının, yönetim kurulu başkan ve üyelerinin, yöneticilerinin ve derecelendirme komitesi üyelerinin derecelendirme faaliyeti sırasında bağımsızlıklarının ortadan kalkması durumunda müşteriye verilen derecelendirme hizmetinden çekileceğini taahhüt etmesi,

g) Kredi değerliliğinin belirlenmesi konusunda Sermaye Piyasası Kurulu veya yurt dışındaki ilgili bankacılık otoriteleri tarafından yetkilendirilmiş olmaları,

ğ) İkinci bölümde yer alan hükümlerde belirtilen kriterlere uymaları şarttır.”

Ülkemizde derecelendirme faaliyetinde bulunabilmek için Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) ve Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) tarafından yapılan düzenlemelere uyulması mecburidir. Bankaların aracılık faaliyetleri dışında derecelendirilmesi SPK mevzuatı kapsamında değil BDDK mevzuatı kapsamında yapılmaktadır. Bununla birlikte kredi derecelendirme kuruluşu hem bankacılık alanında hem de sermaye piyasası alanında faaliyette bulunuyorsa BDDK mevzuatına da uyması gerekmektedir (Eren, 2010: 116-117).

SPK ve BDDK tarafından yapılan düzenlemelerden de anlaşılacağı gibi buradaki temel amaç; Türkiye’de yetkilendirilen derecelendirme kuruluşlarının tarafsız, bağımsız ve adil bir değerlendirme yaparak, bunun sonucunda uygun derecelendirme notunun verilmesini sağlamaktır. Ancak bu düzenleyici ve denetleyici kurumlar arasındaki yetki karmaşası sektörün uyumlu hareketi ve standart yönetimi için bir risk oluşturmaktadır (Yazıcı, 2009: 15).

1.5.Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına Yönelik Yapılan Eleştiriler

Daha önce de bahsedildiği gibi derecelendirme kuruluşlarının temel amacı, ihraççıların borç ödeme yeteneklerinin geçmiş ve mevcut bilgilerden hareketle belirli ve objektif kriterlere göre analiz etmektir. KDK’lar bu analiz işlevlerini yerine getirirken doğru, tarafsız, karşılaştırılabilir ve adil olmak zorundadırlar. Ancak derecelendirme kuruluşları yapmış oldukları bu derecelendirme faaliyetleri nedeniyle birçok kesim tarafından eleştiri konusu olmuştur. Eleştiriler özellikle derecelendirme kuruluşlarının, metodolojilerinin yeteri kadar şeffaf olmaması, oligopol piyasa yapıları, krizleri öngörememeleri, mevcut krizleri derinleştirmeleri, çıkar çatışmaları ve bölgesel önyargılar konularında yoğunlaşmaktadır. Bu konular aşağıda detaylı bir şekilde anlatılmıştır.

1.5.1. Metodolojilerinin Yeteri Kadar Şeffaf Olmaması

Derecelendirme kuruluşları, ülke risk değerlemelerini yaparken belli analizleri ve yöntemleri kullanmaktadır. Ancak ticari sır nedeniyle bu analiz ve yöntemlerde hangi faktörleri dikkate aldığını ve/veya ne ölçüde etkili olduğunu açık bir şekilde

belirtmemektedir. Bu şekilde verilen derecelendirme notları anlaşılması zor olan “kara kutuların” bir çıktısı gibidir (Alexe vd., 2003: 3-4).

KDK’lar, ülke kredi notu verme sürecinde kullandıkları göstergeleri ve bu göstergelerde meydana gelen değişimlerin yer aldığı metodolojileri hakkındaki raporları zaman zaman güncelleyerek yayımlamaktadırlar. Bu raporlar, ülke kredi notunu etkileyen göstergeler ve bu göstergelerde meydana gelen değişimlerin kredi notları üzerindeki olası etkileri hakkında bilgi vermesine rağmen, kredi notu verilmesi sürecindeki belirsizlikleri ortadan kaldırma konusunda yetersiz kalmaktadır. Çünkü kredi notunun son halinin nasıl verildiği, derecelendirme notunu etkileyen değişkenlerin nasıl ağırlıklandırıldığı, siyasi istikrar gibi niteliksel faktörlerin not verme sürecine nasıl dahil edildiği, benzer ülkelerle karşılaştırmaların nasıl yapıldığı gibi konular açık değildir. Aynı zamanda kalkınma ve sosyo-gelişmişlik düzeyi gibi konuların, ülkelerin borç ödeme kabiliyetleri ve/veya borç ödeme istekleri ile bağlantı kurulup kredi derecelendirme sürecine dahil edilmesi de eleştirilmektedir (Gür ve Öztürk, 2011: 78).

KDK’ların belirlemiş olduğu derecelendirme notlarında subjektif unsurların objektif unsurların önüne geçtiği konusunda birçok eleştiri vardır. Bu nedenle derecelendirme kuruluşlarının metodolojilerini daha açık ve net bir şekilde paylaşmaları hem bu kuruluşlara olan güveni artıracak hem de verdikleri notların daha şeffaf olmasını sağlayacaktır. Çünkü birçok ülkede olduğu gibi Türkiye’de de uluslararası derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlar, bağımsız, tarafsız ve adil olmadığı gerekçesiyle hem siyasiler hem de akademik çevreler tarafından sıklıkla eleştirilmektedir.

1.5.2. Sektörün Oligopol Piyasa Yapısı

Son yıllarda bazı finansal kuruluşların, en az iki tane derecelendirme kuruluşu tarafından notlandırılması mecburiyeti gibi nedenlerle KDK’lara olan bağımlılığın artması, derecelendirme sektöründeki oligopolistik yapıyı güçlendirmiştir (Haspolat, 2015: 25). ABD’ de 2006 yılında yayımlanan Kredi Değerlendirme Raporuna göre derecelendirme sektöründe pazar payının yaklaşık olarak %80’lik bölümünü Moody’s, ve S&P kuruluşları elinde bulundurmaktadır. Bu nedenle derecelendirme piyasası bu iki firma tarafından ortak tekel “partner monopoly”, oligopol ya da devlet destekli kartel “government-sponsored cartel” şeklinde yönetilmektedir. Ayrıca bu iki kuruluş ABD’deki halka açık hisse senetlerinin %99’unu da notlandırmaktadır (Shelby, 2006: 4-

5). Talep edilip edilmediğine bakılmaksızın yapılan bu notlandırma işlemi, bu kuruluşların derecelendirme piyasasındaki hâkimiyetlerini artırmaktadır. Talep edilmeden yapılan derecelendirme tartışmaları üzerine Poon (2003) 1998-2000 dönemlerinde S&P tarafından derecelendirilen 15 ülkedeki 256 firmanın derecelendirme notlarını incelemiştir. Çalışmadan elde edilen sonuca göre talep edilerek yapılan derecelendirme notlarının, talep edilmeden yapılan derecelendirme notlarından daha yüksek olduğu sonucuna ulaşılmıştır (Poon, 2003: 593). Bu sonuç, ya firmaların mali durumlarının zayıf olduğu için derecelendirme talep etmedikleri ya da KDK'ların yeterli bilgiye sahip olmadan bu firmaları derecelendirdiklerini göstermektedir (Frost, 2007: 481). Açık bir ifadeyle belirtmek gerekirse derecelendirme kuruluşları, yüksek ücret ödeyen ülke ve/veya firmalara yüksek not, derecelendirme notunu talep etmeyen (kabul etmeyen) ülke ve/veya firmalara düşük not vermişlerdir (Günel, 2019: 152).

Derecelendirme sektörünün neredeyse tamamını elinde bulunduran Moody's, S&P ve Fitch Ratings firmaları, derecelendirme konusunda tüm dünyada söz sahibidir. Daha önceleri dünya genelinde çok fazla bir etkisi olmayan Fitch Ratings, 1932 yılında "Duff and Phelps" ile 1989 yılında ise "IBCA" ile birleşerek derecelendirme sektöründeki en etkili üç uluslararası derecelendirme kuruluşundan birisi olmuştur (Akçayır, 2013: 90).

Derecelendirmenin dünyada gelişimi bölümünde de bahsettiğimiz gibi SEC tarafından 1975 yılında Moody's, S&P ve Fitch Ratings, "Ulusal Kabul Görmüş İstatistiki Derecelendirme Kuruluşları" (NRSRO) olarak açıklanmışlardır. Bu tarihten sonra dünyadaki derecelendirme faaliyetlerinin büyük bir kısmı bu üç derecelendirme kuruluşu tarafından yapılmaya başlanmıştır. SEC 1975 yılından 2000 yılına kadar sadece dört tane NRSRO atamış ve bu kuruluşlardan iki tanesi de birleşince bu sayı üçe düşmüştür. Daha sonrasında SEC sektöre girişteki engelleri kaldırmak ve sektördeki rekabet eksikliğini gidermek için birçok yasal düzenleme yaparak NRSRO kavramını yeniden tanımlamıştır. Yapılan yasal düzenlemeler ile birlikte 2019 yılı itibariyle on tane NRSRO bulunmasına rağmen derecelendirme sektöründeki oligopolistik yapı devam etmektedir.

SEC (2018) raporuna göre tüm NRSRO'ların 2017 mali yılında toplam elde ettikleri gelirler 7.1 milyar dolardır. Bu rakam 2016 mali yılına göre 1.2 milyar dolar artış göstermiştir (SEC, 2018: 15).

Tablo 1.5. NRSRO'ların Toplam Gelir Yüzdeleri

	2014	2015	2016	2017
Moody's, S&P ve Fitch	%94.3	%93.7	%94.4	%94.1
Diğer NRSRO'lar	%5.7	%6.3	%5.6	%5.9
Toplam	%100	%100	%100	%100

Kaynak: SEC, 2018

Tablo 1.4.'de de görüldüğü gibi SEC tarafından belirlenen tüm NRSRO gelirlerinin büyük bir çoğunluğu Moody's, S&P ve Fitch Ratings tarafından elde edilmektedir. Bu tablo bize bu üç uluslararası derecelendirme kuruluşunun sektördeki hâkimiyetini açık bir şekilde göstermektedir.

1.5.3. Krizleri Öngörememeleri ve Mevcut Krizleri Derinleştirmeleri

Derecelendirme kuruluşlarına yapılan bir diğer eleştiride, krizleri öngörme kabiliyetlerinin yetersiz olması ve kriz sonrası dönemde yaptıkları büyük not indirimleri ile mevcut krizleri derinleştirmeleridir. Reinhart (2002) yapmış olduğu çalışmada KDK'ların vermiş olduğu notların krizleri öngörme gücünün olmadığı sonucuna ulaşmıştır (Reinhart, 2002: 21-22).

Derecelendirme kuruluşlarının vermiş oldukları kredi notları sürü psikolojisine yol açmakta ve gelişen ekonomilere yönelik sermaye akışı değişkenliğini artırmaktadır. Burada önemli olan nokta kredi notlarındaki değişiklik mi piyasaları kötüleştiriyor yoksa piyasaların kötüleşmesinden dolayı mı kredi notları değiştiriliyor sorusuna verilen cevaptır. Örneğin 1994 krizinde Türkiye'nin kredi notu kısa süre içerisinde 12 defa değiştirilerek paniğe ve sermayenin kaçışına sebep olunmuştur (Ulusoy, 2018: 205).

Uluslararası derecelendirme kuruluşlarının, 1997 Asya krizi ve 2008-2009 Küresel Kriz dönemlerinin öncesi ve sonrasındaki tutumları yapılan bu eleştirilerin giderek artmasına neden olmuştur (İş Bankası, 2017: 7)

- 1997 Asya Krizi

Asya krizi, Temmuz 1997 yılında Tayland’da başlamış, ilk olarak bölge ülkelerini daha sonrasında ise küresel ekonomiyi etkilemiştir. Bu kriz en fazla Tayland, Güney Kore ve Endonezya’da hissedilmiş ve bu ülkelerde ekonomik daralmaya neden olmuştur (İş Bankası, 2017: 7).

Tablo 1.6. Asya Ülkelerinin Ekonomik Büyüme Oranları

	1996	1997	1998	1999
Tayland	5.65	-2.75	-7.63	4.46
Güney Kore	7.59	5.92	-5.47	8.92
Endonezya	7.82	4.70	-13.13	4.92

Kaynak: World Bank, WDI

Üç büyük derecelendirme kuruluşunun söz konusu ülkelere kriz öncesi ve sonrası dönemlerde vermiş oldukları kredi notları incelendiği zaman, derecelendirme kuruluşlarının yapmış oldukları öngörülerde başarısız oldukları görülmektedir. Moody’s 1997 yılında Tayland’ın kredi notunu dört defa değiştirmiş ve kriz öncesi dönemde yatırım yapılabilir seviyenin üzerinde olan kredi notunu kriz sonrası dönemde yatırım yapılabilir seviyenin altına düşürmüştür. Yani bir yıldan az bir sürede Tayland’ın kredi notunu dört kademe birden (A3-Ba1) düşürmüştür. Benzer bir şekilde S&P, bir yıldan kısa bir süre içerisinde Tayland’ın kredi notunu dört defa değiştirmiştir. 1997 yılında Güney Kore’nin kredi notunu S&P beş defa, Moody’s ve Fitch Ratings ise dört defa değiştirerek kriz öncesi dönemde yatırım yapılabilir seviyenin üzerinde olan kredi notunu, kriz sonrası dönemde yatırım yapılabilir seviyenin altına indirmişlerdir. Endonezya’nın kredi notunu ise kriz döneminde Fitch Ratings üç defa, S&P ise iki defa değiştirmiştir (<https://countryeconomy.com/>).

Yaşanan kriz sonrasında yapılan büyük not indirimleri ülkelerin borçlanma maliyetlerinin artmasına veya borçlanma imkânlarının ortadan kalkmasına neden olmaktadır (Alexe vd., 2003: 5). Kısa süre içerisinde yapılan çok sayıdaki not değişimi, derecelendirme kuruluşlarının Asya krizini öngörmelerinin ötesinde mevcut krizin derinleşmesine neden olmuşlardır. Tablo 1.5.’de görüldüğü üzere derecelendirme

kuruluşlarının 1997 yılında yaptıkları büyük not indirimlerinin de etkisi ile birlikte, 1998 yılında bu ülkelerde ciddi ekonomik daralmalar meydana gelmiştir.

- 2008-2009 Küresel Kriz

Özellikle gelişmiş ülkelerde etkili olan 2008-2009 Küresel Kriz sürecinde derecelendirme kuruluşlarının kriz öncesi ve sonrası dönemlerde vermiş oldukları kredi notları KDK'lara olan eleştirileri artırmıştır. Özellikle yapılandırılmış finansman ürünlerine verdikleri hatalı derecelendirme notları, küresel krizin temel nedenleri arasında gösterilmektedir. Ayrıca gelişmiş ülkeler genelinde devam eden makroekonomik sorunlar (yüksek işsizlik oranları, düşük ekonomik büyüme ve kamu kesiminin artan borç stoku) ve artarak devam eden popülist siyasi akımlara karşın, genel olarak bu ülkelerin yatırım yapılabilir seviyesindeki kredi notlarını sürdürdükleri görülmektedir (İş Bankası, 2017: 8).

Örneğin, küresel krizden en fazla etkilenen ülkelerden biri olan İzlanda'yı o dönemde piyasalar "satılık ülke" olarak göstermelerine rağmen üç büyük derecelendirme kuruluşunun yatırım yapılabilir seviyede göstermeleri dikkat çekicidir (İş Bankası, 2017: 8). Moody's İzlanda'nın kriz öncesi dönemde Aaa olan kredi notunu Baa3'e düşürmüştür. S&P ve Fitch Ratings ise kriz öncesi dönemde A+ olan kredi notunu kriz sonrası dönemde yatırım yapılabilir seviyede olan BBB-'e düşürmüşlerdir (<https://countryeconomy.com/>). 2008-2009 kriz döneminde iflasın eşiğine gelen İzlanda'nın kredi notunun bu üç büyük derecelendirme kuruluşu tarafından da yatırım yapılabilir seviyede gösterilmesi derecelendirme kuruluşlarına olan güveni azaltmıştır.

Benzer bir örnek de derecelendirme kuruluşları tarafından değerlendirilen Yunanistan ekonomisi için verilebilir. Moody's Yunanistan'ın 29 Ekim 2009 tarihinde A1 olan kredi notunu 25 Temmuz 2011 tarihinde Ca'ya düşürmüştür. S&P 7 Aralık 2009 tarihinde A- olan kredi notunu 13 Temmuz 2011 tarihinde CC'ye, Fitch Ratings ise 22 Ekim 2009 tarihinde A- olan kredi notunu 13 Temmuz 2011 tarihinde CCC'ye kadar düşürmüştür (<https://tradingeconomics>). Yani çok kısa süre içerisinde Yunanistan'ın kredi notu, Moody's tarafından 15, S&P tarafından 13 ve Fitch Ratings tarafından 11 kademe birden düşürülmüştür.

Sonuç olarak derecelendirme kuruluşlarının, 1997 Asya krizi ve 2008-2009 Küresel krizde, ülkelerin içinde bulunduğu durumu değerlendirmekte geciktikleri

anlaşılmaktadır. KDK'lar yapmış oldukları derecelendirme notları ile hem ülkelerin mevcut durumlarını öngörmekte yetersiz kaldıkları hem de krizlerin başlaması ile birlikte yapmış oldukları büyük not indirimleri ile beraber mevcut krizleri derinleştirdikleri görülmektedir.

1.5.4. Çıkar Çatışmaları

KDK'lara yönelik dikkat çeken eleştirilerden birisi de yapılan sözleşmeler gereği derecelendirilen ülkelere alınan ücretlerdir. Bu kuruluşların gelir kaynaklarını kaybetme olasılığından dolayı ücret aldıkları ülkelerin kredi notlarını düşürme konusunda isteksiz davranma ihtimalleri bulunmaktadır (Alexe vd., 2003: 5).

Derecelendirme kuruluşları daha önceleri gelirlerini yayımladıkları not ve rapor satışlarından sağlamaktaydılar. Yani bu kuruluşlar müşteri olarak menkul değer yatırımcılarını görmekteydiler. Daha sonrasında ise KDK'lar gelir elde etme yöntemlerini değiştirerek müşteri olarak menkul değer ihraççıları görmeye başladılar (Haspolat, 2015: 27). KDK'ların yapmış olduğu bu gelir stratejisi değişikliği ile birlikte, kredi notu verilen ihraççılardan ücret alınması “verilen daha fazla ücretin karşılığında daha yüksek not tayin edilmesi” kuşkularını doğurmuştur. Yapılan bu eleştirilere karşın KDK'lar tarafından yapılan açıklamalarda, böyle bir olayın kurumlar için uzun dönemde ciddi prestij kaybına neden olacağı gerekçesi ile bu ihtimalin bulunmadığını belirtmiş olsalar da piyasalardaki endişelerin giderilmesini sağlayamamışlardır (White, 2007: 5-6; Gür ve Öztürk, 2011: 80).

KDK'lara çıkar çatışmaları konusunda yapılan eleştirilerden diğeri de derecelendirme kuruluşları ile diğer kuruluşlar arasındaki personel geçişleridir. Kredi derecelendirme alanında faaliyet gösteren bir personelin KDK tarafından derecelendirilen bir şirkete transfer olması, hem bu personelin KDK'da kazanmış olduğu ikili ilişkiler hem de bu kuruluş ile ilgili sahip olduğu bilgilerden dolayı transfer olduğu şirkete avantaj sağlamaktadır. Ayrıca KDK'ların not tahsis ettikleri firmalara aynı zamanda danışmanlık hizmeti vermeleri de çıkar çatışmalarına neden olmaktadır. Çünkü derecelendirme kuruluşunun danışmanlık hizmeti verdiği firmanın notunu düşürme ihtimali çok düşüktür (Haspolat, 2015: 27-28).

Bu çıkar çatışmalarını önleyebilmek için IOSCO tarafından yapılan birçok düzenleme, başta ABD ve AB olmak üzere pek çok ülkede uygulanmaya başlanmıştır.

Örneğin, kredi notu raporlarında ihraççı tarafından derecelendirme kuruluşlarına son iki yıl içinde yapılan ödemeleri açık bir şekilde gösterme, bir personelin derecelendirme faaliyetinde bulunduğu bir kuruluşa transfer olması halinde, derecelendirme kuruluşunun bu ihraççıyı tekrar değerlendirme ve gerekirse notunu değiştirme esasları getirilmiştir. Ayrıca KDK'ların not tahsis ettikleri kurumlara aynı zamanda danışmanlık hizmeti vermelerinin yasaklanması gibi düzenlemeler de yer almaktadır (Gür ve Öztürk, 2011: 84).

1.5.5. Bölgesel Önyargıları

KDK'ların eleştirildiği bir nokta da bölgesel önyargıya sahip oldukları görüşüdür. Haque vd. (1997) yapmış oldukları çalışmada, derecelendirme kuruluşlarının Asya ve Avrupa ülkelerine, Latin Amerika ve Karayip ülkelerine göre daha yüksek not verdikleri sonucuna ulaşmışlardır. Böylece kurumsal yatırımcılar da Afrika ülkelerine göre Asya ve Avrupa ülkelerine daha cömert davranmışlardır (Haque vd., 1997: 13).

2008-2009 küresel kriz döneminde de görüldüğü üzere KDK'lar gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere göre daha yüksek not vermektedirler. Bunun nedeni de bu kuruluşların objektif unsurlardan çok subjektif unsurları dikkate almalarıdır. Bu çalışmanın yapılma amaçlarından bir tanesi de dünyada söz sahibi olan uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notların subjektif olup-olmadığı yani ülkelere verilen kredi notlarının ülkelerin sosyal ve makroekonomik göstergeleri ile uyumlu olup-olmadığı sorularını cevaplandırmaktır.

İKİNCİ BÖLÜM

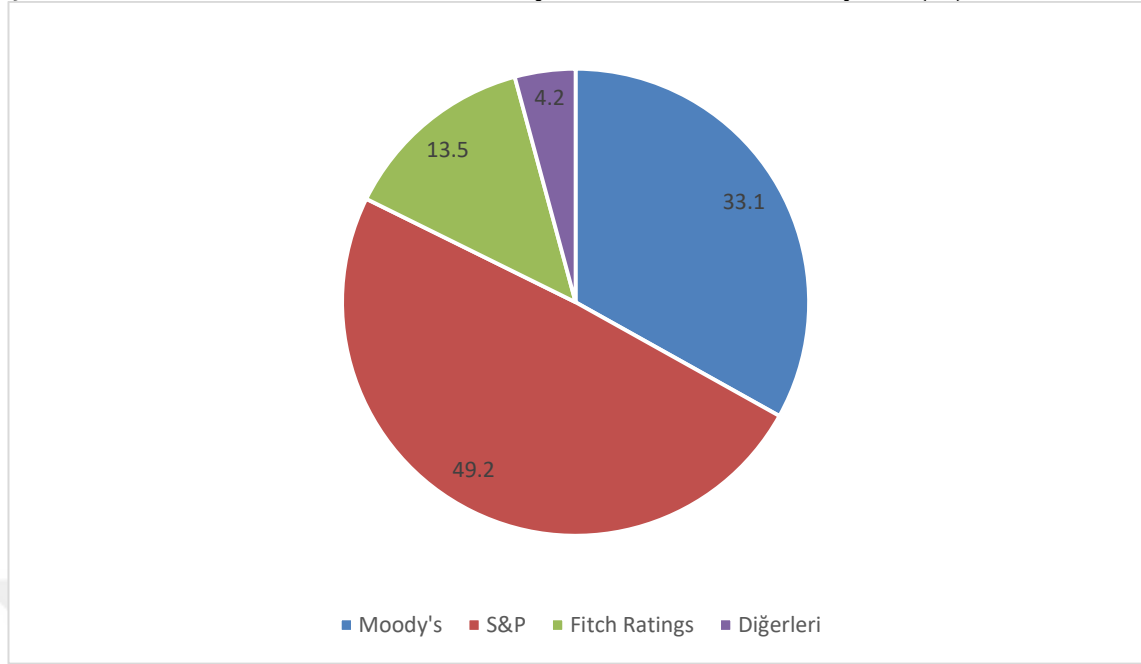
ULUSLARARASI DERECELENDİRME ŞİRKETLERİNİN DERECELENDİRME NOTLARI VE DERECELENDİRME NOTLARINI BELİRLEYEN FAKTÖRLER

1909 yılında “ Demiryolları Yatırım Analizi” adlı kitabıyla ilk dereceleri yayımlayan John Moody tarafından kullanılan harf sistemi (yüksek kaliteli borçlar “A”; orta kaliteli borçlar “B”; düşük kaliteli borçlar “C”), günümüzde uluslararası kredi derecelendirme şirketlerinin kullandıkları sembollerin temelini oluşturmaktadır.

Derecelendirme şirketleri genel olarak kısa ve uzun vadeli derecelendirme notasyonunu kullanmaktadırlar. Değerlendirdikleri mali yükümlülüklerin vadesi bir yıldan kısa ise kısa vadeli, değerlendirdikleri mali yükümlülüklerin vadesi bir yıldan uzun ise uzun vadeli derecelendirme notu kullanmaktadırlar. Ayrıca derecelendirme şirketleri, derecelendirme notlarını yatırım derecesi (investment grade) ve spekülasyon derecesi (speculative grade) olmak üzere sınıflandırmaktadır (Meydan, 2009: 74).

Bu bölümde uluslararası derecelendirme şirketlerinden Moody’s, S&P ve Fitch Ratings tarafından kullanılmakta olan farklı derecelendirme notasyonları ve bu şirketlerin ülke kredi notunu belirlerken dikkate aldığı göstergeler incelenecektir. Bu üç büyük derecelendirme şirketinin seçilmesinin temel nedeni, şekil 2.1.’de de görüldüğü gibi kredi derecelendirme sektöründe sahip oldukları hakimiyettir.

Şekil 2.1. NRSRO'ların 2017 Yılındaki Toplam Derecelendirme Sayıları (%)



Kaynak: SEC, 2018

2.1.Uluslararası Derecelendirme Şirketlerinin Derecelendirme Tanımları

2.1.1. Moody's Derecelendirme Notları ve Anlamları

Derecelendirme sektörünün öncü kuruluşlarından birisi Moody's Investors Service'dir. 2018 yılında 4.4 milyar dolar gelir elde eden Moody's, 135'den fazla ülkeyi, yaklaşık olarak 18000 kamu finansman ihracını, 11000 yapılandırılmış finansman işlemini, 5000 finansal olmayan kurumsal ihracatı, 4000 finansal kurum ihracını ve 1000 altyapı ve proje finansmanı ihracını derecelendirmektedir (<https://www.moodys.com>).

Moody's, kredi derecelendirme metodolojisini tanımlarken harf ve rakamlardan oluşan bir sistem kullanmaktadır. Tablo 2.1.'den de anlaşılacağı üzere, uzun vadeli derecelendirme kapsamında "Aaa" en yüksek kredi kalitesini yani en düşük kredi riskini, "C" ise en yüksek kredi riskini yani söz konusu menkul kıymetin yatırım değeri taşımadığını ifade etmektedir. "Aaa, Aa, A ve Baa" kategorileri yatırım derecesini, "Ba, B, Caa, Ca ve C" kategorileri ise spekülatif dereceyi göstermektedir. Ayrıca Aa-Ca kategorileri arasında 1,2 ve 3 rakamları kullanılmaktadır. 1 rakamı derecelendirme grubundaki borç ödeme kapasitesinin en iyi, 2 rakamı orta ve 3 rakamı ise en düşük düzeyde olduğunu ifade etmektedir (Moody's 2019: 6). Örneğin Aa kategorisinde Aa1 kredi derecelendirme notu en yüksek düzey, Aa2 kredi derecelendirme notu orta düzey ve Aa3 kredi derecelendirme notu ise en düşük düzey için kullanılmaktadır.

Tablo 2.1. Moody's Derecelendirme Şirketinin Derecelendirme Notları ve Anlamları

Uzun Vadeli Derece Tanımları	Açıklamalar	Kısa Vadeli Derece Tanımları	Açıklamalar
Aaa	En yüksek kredi kalitesini ifade eder. Yani Aaa ile notlandırılan borçlar en düşük düzeyde kredi riskine sahiptirler.	P1 (Prime-1)	Bu derecelendirme kategorisine giren ihraççılar, kısa vadeli borç yükümlülüklerini yerine getirme konusunda son derece üstün bir yapıya sahiptirler.
Aa	Yüksek kredi kalitesini ifade eder. Yani Aa ile notlandırılan borçlar çok düşük düzeyde kredi riskine sahiptirler.	P2 (Prime-2)	Bu derecelendirme kapsamına giren ihraççılar, kısa vadeli borç yükümlülüklerini yerine getirme konusunda güçlü bir yeteneğe sahiptirler.
A	Üst-orta derece kredi kalitesini ifade eder. Yani A ile notlandırılan borçlar düşük düzeyde kredi riskine sahiptirler.	P3 (Prime-3)	Bu derecelendirme kapsamına giren ihraççılar, kısa vadeli borç yükümlülüklerini yerine getirme konusunda kabul edilebilir bir kabiliyete sahiptirler.
Baa	Orta derece kredi kalitesini ifade eder. Yani Baa ile notlandırılan borçlar orta düzeyde kredi riskine sahiptirler ve spekülasyon özelliklerine sahip olabilirler.	NP (Not Prime)	Bu derecelendirme kapsamına giren ihraççılar, ilk üç derecelendirme kategorisine girebilecek niteliklere sahip değildirler.
Ba	Bu derecelendirme kapsamına giren borçlar, spekülasyon olarak değerlendirilir ve önemli derecede kredi riskine sahiptirler.		
B	Bu derecelendirme kapsamına giren borçlar, spekülasyon olarak kabul edilirler ve yüksek derecede kredi riskine sahiptirler.		
Caa	Bu derecelendirme kapsamına giren borçlar, spekülasyona karşı zayıf bir duruş sergilerler ve çok yüksek derecede kredi riskine sahiptirler.		
Ca	Bu derecelendirme kapsamına giren borçların, anapara ve faizlerinin geri ödenme ihtimali düşüktür ve oldukça spekülasyon özellikler taşımaktadır.		
C	En düşük dereceye sahip bu borçların, anapara ve faizlerinin geri ödenme ihtimali oldukça düşüktür.		

Kaynak: Moody's, 2019

Kısa vadeli derecelendirme tanımlarında ise P1, P2 ve P3 derecelendirme notları yatırım düzeyini NP ise spekülasyon düzeyi ifade etmektedir (Meydan, 2009: 77).

2.1.2. Standard & Poor's Derecelendirme Notları ve Anlamları

128 ülkede faaliyet gösteren S&P, derecelendirme sektöründe en yüksek paya sahip derecelendirme kuruluşudur. S&P Global Ratings'in verdiği kredi derecelendirme notları, aşağıdaki hususlara ilişkin yapılan analizlere dayanmaktadır (<https://www.standardandpoors.com>):

- Borçlunun finansal taahhütlerini sözleşme şartlarına uygun bir şekilde yerine getirme isteği ve kapasitesi,
- Finansal yükümlülüklerin şartları ve özellikleri,
- Borçlunun iflas etmesi durumunda, alacaklıların haklarını etkileyen yasal düzenlemelerin alacaklılara sağladığı haklar,

Tablo 2.2. S&P Derecelendirme Şirketinin Derecelendirme Notları ve Anlamları

Uzun Vadeli Derecelendirme Tanımları	Açıklamalar	Kısa Vadeli Derecelendirme Tanımları	Açıklamalar
AAA	S&P tarafından verilen en yüksek derecedir. Borçlunun finansal taahhütlerini yerine getirme kapasitesi son derece güçlüdür.	A-1	S&P tarafından verilen en yüksek derecedir. Borçlunun yükümlülüklerini zamanında yerine getirme kapasitesi güçlüdür.
AA	En yüksek derece ile arasında küçük farklılıklar vardır. Borçlunun finansal taahhütlerini yerine getirme kapasitesi çok güçlüdür.	A-2	En yüksek dereceye göre ekonomik koşullardaki olumsuz değişikliklere karşı daha duyarlıdır. Borçlunun yükümlülüklerini zamanında yerine getirme kapasitesi tatmin edicidir.
A	Daha yüksek kategorideki derecelere göre ekonomik koşullardaki olumsuz değişikliklere karşı daha duyarlıdır. Ancak borçlunun finansal taahhütlerini yerine getirme kapasitesi hala güçlüdür.	A-3	Borçlunun yükümlülüklerini zamanında yerine getirme kapasitesi olmasına rağmen ekonomik koşullardaki olumsuz değişikliklerin bu kapasiteyi zayıflatma olasılığı vardır.
BBB	Borçlunun finansal taahhütlerini yerine getirme kapasitesi olmasına rağmen ekonomik koşullardaki olumsuz değişikliklerin bu durumu zayıflatma olasılığı vardır.	B	Spekülatif özellikler taşır. Borçlu finansal taahhütlerini yerine getirme kapasitesine sahip olsa da bu taahhütleri olumsuz etkileyebilecek önemli belirsizlikler ile karşı karşıyadır.
BB, B, CCC, CC ve C	Bu derecelendirme notları önemli spekülatif özellikler taşır. “BB” en düşük spekülasyon derecesini gösterirken, “C” ise en yüksek spekülasyon derecesini göstermektedir. Bu tür yükümlülükler büyük belirsizlikler taşır ve ekonomik koşullardaki olumsuz değişikliklerden önemli oranda etkilenmektedirler.	C	Borçlunun yükümlülüklerini zamanında yerine getirmesi şüphelidir. Kısa vadeli yükümlülüklerin yerine getirilmesi uygun ticari, finansal ve ekonomik koşullara bağlıdır.
D	Borçlunun finansal taahhütlerini yerine getirmeme (default) durumudur. Yani anapara ve faiz ödemeleri son derece risklidir.	D	Uzun vadeli derecelendirme grubundaki “D” ile aynı özellikleri göstermektedir.

Kaynak: <https://www.standardandpoors.com>

Tablo 2.2.'de S&P derecelendirme şirketinin derecelendirme notları ve anlamları verilmiştir. Tablodan da anlaşılacağı üzere, uzun vadeli derecelendirme kapsamında “AAA” en yüksek kredi derecesini yani en düşük kredi riskini, “D” ise en yüksek kredi riskini yani söz konusu menkul kıymetin yatırım değeri taşımadığını ifade etmektedir. Kısa vadeli derecelendirme kapsamında ise “A-1” en yüksek kredi derecesini, “D” ise en yüksek kredi riskini yani temerrüt durumunu göstermektedir.

“AA” ile “CCC” arasındaki kredi derecelendirme notlarına artı (+) veya eksi (-) işareti eklenerek kategoriler kendi aralarında sınıflandırılmaktadır (<https://www.standardandpoors.com>). Örneğin AA kategorisinde AA+ kredi derecelendirme notu en yüksek düzey, AA kredi derecelendirme notu orta düzey ve AA- kredi derecelendirme notu ise en düşük düzey için kullanılmaktadır.

2.1.3. Fitch Ratings Derecelendirme Notları ve Anlamları

Derecelendirme sektöründe Moody's ve S&P'den sonra en yüksek paya sahip derecelendirme kuruluşu Fitch Ratings'dir. Bu kuruluşun derecelendirme notları ve anlamları Tablo 2.3.'de verilmiştir (Fitch Ratings, 2019).

Tablo 2.3.'den de anlaşılacağı üzere özellikle uzun vadeli derecelendirme tanımlarında, Fitch Ratings'in derecelendirme metodolojisi Standard & Poor's'un derecelendirme metodolojisine benzer özellikler taşımaktadır. Tablodan da anlaşılacağı üzere, uzun vadeli derecelendirme kapsamında “AAA” en yüksek kredi derecesini yani en düşük kredi riskini, “D” ise en yüksek kredi riskini yani söz konusu menkul kıymetin yatırım değeri taşımadığını ifade etmektedir. Kısa vadeli derecelendirme kapsamında ise “F1” en yüksek kredi derecesini, “D” ise en yüksek kredi riskini yani temerrüt durumunu göstermektedir. Ayrıca “AAA” derecelendirme kategorisi ve CCC derecelendirme kategorisinin altındaki derecelendirmeler hariç olmak üzere, derecelendirme kategorileri kendi aralarında (+) veya (-) işaretleriyle sınıflandırılmaktadır. Kısa vadeli derecelendirme kategorisinde ise bu sınıflandırma işlemi sadece “F1” derecelendirme kategorisi için kullanılmaktadır (Fitch Ratings, 2019: 17).

Tablo 2.3. Fitch Ratings Derecelendirme Şirketinin Derecelendirme Notları ve Anlamları

Uzun Vadeli Derecelendirme Tanımları	Açıklamalar	Kısa Vadeli Derecelendirme Tanımları	Açıklamalar
AAA	En yüksek kredi kalitesini ifade eder. Yani bu derecelendirme notuna sahip borçlar en düşük kredi riskine sahiptirler.	F1	Finansal taahhütlerin yerine getirilmesi için en güçlü kapasiteyi ifade eder.
AA	Çok yüksek kredi kalitesini ifade eder. Yani bu derecelendirme notuna sahip borçlar çok düşük kredi riskine sahiptirler.	F2	Finansal taahhütlerin yerine getirilmesi için iyi bir kapasiteye sahiptir.
A	Yüksek kredi kalitesini ifade eder. Yani bu derecelendirme notuna sahip borçlar düşük kredi riskine sahiptirler. Ancak daha yüksek kategorideki derecelere göre ekonomik koşullardaki olumsuz değişikliklere karşı daha duyarlıdır.	F3	Finansal taahhütlerin yerine getirilmesi için yeterli bir kapasiteyi ifade eder.
BBB	Borçlular finansal taahhütlerini yerine getirmede yeterli kapasiteye sahiptirler. Ancak ekonomik koşullardaki olumsuz değişiklikler bu kapasiteyi zayıflatabilir.	B	Spekülatif özellikler taşır. Finansal taahhütlerin yerine getirme kapasitesi minimum düzeydedir. Mali ve ekonomik koşullardaki olumsuz değişiklikler bu kapasiteyi zayıflatabilir.
BB	Spekülatif özellikler taşır. Bu derecelendirme notu kredi riskinin oluşabileceğini, ekonomik koşullardaki olumsuz değişikliklerden etkilenilebileceğini gösterir.	C	Finansal taahhütleri yerine getirmeme (default) riski mevcuttur.
B	Yüksek düzeyde spekülatif özellikler taşır ve kayda değer kredi riskinin mevcut olduğunu gösterir.	RD	Bir veya daha fazla finansal taahhüdünde temerrüde düşmüş olmasına rağmen diğer yükümlülüklerini yerine getirebilir.
CCC	Önemli kredi riski mevcuttur.	D	Finansal taahhütleri yerine getirmeme (default) durumunu gösterir.
CC	Çok yüksek kredi riski mevcuttur.		
C	Son derece yüksek kredi riski mevcuttur.		
RD	Birkaç taahhüt dışında borç ödeme kapasitesinin olmadığını gösterir.		
D	Finansal taahhütlerin yerine getirilmeyeceğini gösterir.		

Kaynak: Fitch Ratings, 2019

Tablo 2.4.'de uluslararası derecelendirme şirketlerinin notları ve bu notlara karşılık gelen sayısal değerler verilmiştir.

Tablo 2.4. Derecelendirme Şirketlerinin Uzun Vadeli Derecelendirme Notları ve Bu Notlara Karşılık Gelen Sayısal Değerler

	Moody's	S&P	Fitch Ratings	Sayısal Değerler
Yatırım Derecesi	Aaa	AAA	AAA	22
	Aa1	AA+	AA+	21
	Aa2	AA	AA	20
	Aa3	AA-	AA-	19
	A1	A+	A+	18
	A2	A	A	17
	A3	A-	A-	16
	Baa1	BBB+	BBB+	15
	Baa2	BBB	BBB	14
	Baa3	BBB-	BBB-	13
Spekülatif Derece	Ba1	BB+	BB+	12
	Ba2	BB	BB	11
	Ba3	BB-	BB-	10
	B1	B+	B+	9
	B2	B	B	8
	B3	B-	B-	7
	Caa1	CCC+	CCC+	6
	Caa2	CCC	CCC	5
	Caa3	CCC-	CCC-	4
	Ca	CC	CC	3
	C	C	C	2
	WR	D	D	1

Kaynak: Afonso vd., 2007: 34; Meydan, 2009: 141

Tablo 2.4.'de uluslararası derecelendirme kuruluşlarının vermiş olduğu uzun vadeli derecelendirme notları karşılaştırmalı olarak gösterilmektedir. Bu derecelendirme notları, yatırım derecesi, spekülatif derece ve temerrüt olmak üzere üç kategoride sınıflandırılmıştır. Ayrıca uluslararası literatürdeki çalışmalardan hareketle derecelendirme şirketlerinin vermiş olduğu kredi derecelendirme notları sayısallaştırılmıştır. Bu çalışmanın son bölümünde ülkelerin kredi notunu belirlemede kullanacağımız ekonometrik modeller, bu sayısallaştırma işleminden yararlanılarak oluşturulacaktır.

2.2.Ülkelerin Kredi Notlarını Belirleyen Faktörler

Ülke kredi notu (sovereign credit ratings), bir ülkenin kamu borcunu ana para ve faiziyle birlikte zamanında geri ödeme istek ve kabiliyeti üzerine yapılan bir değerlendirmedir (Afonso vd., 2007: 5). Yani ülke kredi notları, ülkelerin kredi risk

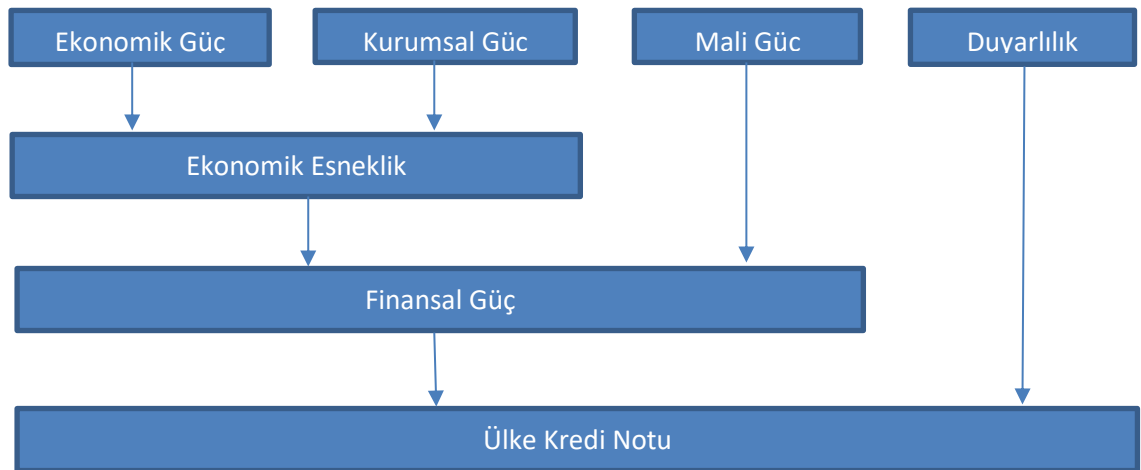
derecelerini göstermektedir. Daha önceki bölümlerde de bahsettiğimiz gibi başta ABD olmak üzere dünyanın birçok ülkesindeki fonlar, ülke kredi notlarına göre hareket etmektedir. Ayrıca ülke kredi notları genellikle “ülke tavanı”⁴ niteliği taşımaktadır (Arslan, 2015: 29). Yani bir ülkedeki kurum ve kuruluşların derecelendirme notları ülke notu ile sınırlıdır. Bu nedenle bir ülkedeki kurum ve kuruluşların derecelendirme notları, özellikle ülkenin uluslararası döviz cinsinden derecelendirme notundan daha düşük olmaktadır. Ancak güvenilir ortaklara sahip ve sürekli döviz nakit akışı olan kurumlar (şirketler) ülke notu tavanını aşabilirler (Ulusoy, 2018: 189). Bu nedenle KDK’ların belirlemiş olduğu ülke kredi notları hem kamu hem de özel sektör için kritik bir öneme sahiptir.

Bu bölümde söz konusu uluslararası derecelendirme kuruluşlarının ülke kredi notunu belirlerken dikkate aldığı faktörler incelenecektir.

2.2.1. Moody’s Ülke Kredi Notu Belirleme Metodolojisi

Moody’s ülke kredi notu belirleme metodolojisini 25 Kasım 2019 tarihinde güncelleyerek yayımladığı (Sovereign Ratings Methodology) kılavuz ile kamuoyuyla paylaşmıştır. Bu bölümde bu kılavuzdan hareketle Moody’s’in ülke kredi notu belirlerken dikkate aldığı değişkenler açıklanacaktır.

Şekil 2.2. Moody’s Ülke Kredi Notu Belirleme Metodolojisi



Kaynak: Moody’s, 2019: 3

⁴ Ülke Tavanı, sermaye ve döviz hareketleri kısıtlamalarına ilişkin olarak, bir ülkedeki ekonomik karar alıcıların, özel sektörün ulusal parayı yabancı paraya çevirerek yerleşik olmayan alacaklılara göndermesini engellemesi veya bunu imkânsız hale getirecek şartlar koyması riskinin KDK’lar tarafından değerlendirilmesidir (TCMB, 2010).

Şekil 2.2.'de görüldüğü gibi Moody's ülke kredi notunu belirlerken dört temel faktör (ekonomik güç, kurumsal güç, mali güç ve olay riskine duyarlılık) kullanmaktadır. Bu temel faktörler kendi içinde alt faktörlere ayrılmaktadır. Temel faktörler ve alt faktörler aşağıda detaylı bir şekilde açıklanmıştır.

2.2.1.1.Ekonomik Güç

Ekonomik güç, bir ülkenin şoklara karşı dayanıklılığının temel göstergelerinden birisidir. Ülkelerin kısa ve orta vadede borçlarına yetecek kadar gelir elde etme yetenekleri, sürdürülebilir ekonomik büyüme ve refah değişkenlerine bağlıdır. Geçmişte ortaya çıkan temerrütlerin birçoğu ekonomik zayıflık yani uzun dönemli ekonomik durgunluk sebebiyle oluşmuştur. Bu nedenle Moody's ülke kredi notu belirleme yönteminde ilk faktör olarak ekonomik güç göstergesini kullanmaktadır. Ekonomik güç kavramı üç başlık altında açıklanmaktadır (Moody's, 2019: 5-11);

- **Büyüme Dinamikleri:** Düşük veya değişken ekonomik büyüme oranları, ülkelerin ağır borç yüklerini sürdürülemez hale getirebilmektedir. Uzun süreli yaşanan düşük büyüme oranları, ülkelerin genellikle ekonomik reform yapmalarını, güçlü bütçe performanslarını, büyük borç yüklerini yönetme potansiyellerini ve Borç/GSYH oranlarını olumsuz yönde etkilemektedir. Ek olarak, ekonomik büyüme oranlarının değişken olması, ekonominin şoklara dayanma kabiliyetini ve hükümetin öngörülebilir politika izleyebilme kapasitesini azaltmaktadır.
- **Ekonominin Ölçeği:** Ekonominin ölçeği, bir ekonominin şoklara dayanma kabiliyetini ve hükümetin gelir yaratma kapasitesini büyük ölçüde etkilemektedir. Örneğin, çok küçük ve zengin bir ülke şoklara karşı ani ekonomik değişimlere maruz kalabilir. Bu durum ekonominin gelir yaratma kapasitesini ve dolayısıyla kredibilitesini zayıflatmaktadır. Ancak daha büyük ölçekli ve üretim çeşitliliğini sağlamış bir ekonominin, istikrarlı gelir elde etme kapasitesi ve dolayısıyla kredibilitesi daha güçlü olmaktadır.
- **Milli Gelir:** Kişi başına düşen milli gelir, bir ülkenin ekonomik gücünün en temel göstergelerinden birisidir. Bir ülkede kişi başına düşen milli gelirin yüksek olması, söz konusu ülkenin ekonomik veya mali şoklara dayanma kabiliyetinin daha yüksek olduğu ve dolayısıyla düşük temerrüt riskine sahip olduğu anlamına gelmektedir.

2.2.1.2.Kurumsal Güç

Yatırımcılar için önemli olan yasal ve düzenleyici unsurların öngörülebilirliğini ve istikrarını doğrudan etkileyen kurumsal güç, bir ülkenin kredibilitesini belirleyen önemli değişkenlerdendir. Çünkü hükümetin, yatırımcıların uzun vadede çıkarlarını koruyacak olan ekonomik, mali ve parasal politikaları (ekonomik büyüme, sosyo-ekonomik istikrar, mali sürdürülebilirlik vb.) etkileyen düzenleme ve uygulama konusundaki kapasite ve istekliliğini göstermektedir. Kurumsal güç iki alt faktörden oluşmaktadır (Moody's, 2019: 11-23);

- **Kurumsal Kalite:** Bir ülkenin kurumsal kalitesini iki temel faktör belirlemektedir: (i) yasama ve yürütme kurumlarının kalitesi ve (ii) sivil toplum ve yargının gücü.
 - (i) **Yasama ve yürütme kurumlarının kalitesi:** Şeffaf, öngörülebilir ve sağlam yasama ve yürütme kurumları, bir ülkenin derecelendirme notlarının itici gücüdür. Yasaların, kuralların ve toplumsal normların geliştirilmesi ve uygulanmasının öngörülemez ve güvenilmez olduğu durumlarda, yatırımcılar için bir belirsizlik ortamı vardır ve buna bağlı olarak bu ülkelerin kredi riskleri daha yüksektir.
 - (ii) **Sivil toplum ve yargının gücü:** Bir ülkede sivil toplum kurumları ve yargının etkin olması, o ülkedeki yöneticiler üzerinde bir kontrol mekanizması oluşturacağı için son derece önemlidir. Bu tür kurumlar, hukukun üstünlüğü ve yolsuzluğun önlenmesi konularında yani ülkedeki güven ortamının tesis edilmesi hususunda önemli katkılar sunmaktadır.
- **Politika Etkinliği:** politika etkinliğini iki temel kavram belirlemektedir: (i) maliye politikasının etkinliği; (ii) parasal ve makroekonomik politika etkinliği.
 - (i) **Maliye politikasının etkinliği:** Etkili mali politikalar, orta vadede borç sürdürülebilirliğini olumlu yönde etkilemektedir. Yatırımcılar için kamu borçlarının sürdürülebilirliği çok önemlidir. Çünkü bir hükümetin ekonomiyi şoklara karşı korumak için yeterli mali güce sahip olmadığının sinyallerini vermesi hem o ülkeye yatırımcıların güvenini hem de yatırımları azaltmaktadır.

- (ii) **Para ve makroekonomik politika etkinliği:** Makroekonomik dengesizliklerin para ve makroekonomik politikalar ile önlenmesi ve/veya düzeltilmesi, uzun vadede sürdürülebilir bir ekonomik büyüme için kritik bir öneme sahiptir. Makroekonomik dengesizlikler en gelişmiş ekonomilerde bile görülebilir ve bir ülkenin ekonomik modelinin temel özelliklerine bağlı olarak birçok şekil alabilir. Bu dengesizliklere, yüksek enflasyon oranları, döviz kuru oynaklıkları, yüksek cari işlemler açığı ve sürdürülemez dış borçlar örnek olarak verilebilir.

2.2.1.3.Mali Güç

Bir hükümetin mali gücü, borç yükünün sürdürülebilirliğinin doğrudan bir göstergesidir. Mali güç kavramı iki alt faktörden oluşmaktadır (Moody's, 2019: 23-31);

- **Borç Yükü:** Bir ülkenin genel devlet borç stokunun gayri safi yurtiçi hasılaya oranının yüksek olması özellikle ekonomik veya finansal stres dönemlerinde ekonomiye mali destek sağlama kapasitesini kısıtlayarak ülkedeki ekonomik büyüme beklentilerini azaltmaktadır.
- **Borçların Karşılanabilirliği:** Bu faktör bir ülkenin yükümlülüklerini yerine getirme kapasitesinin bir göstergesidir. Genel devlet faiz ödemelerinin gelire oranı olarak da ifade edilen borçların karşılanabilirliği kavramı, bir hükümetin borç hizmet yükünün ne kadarının gelir yaratma kapasitesi içinde olduğunu göstermektedir. Genel devlet faiz ödemelerinin gelire oranının yüksek olması, gelirin büyük bir kısmının faiz ödemelerine yönlendirileceği ve diğer harcama türlerinin önüne geçeceği anlamına gelmektedir. Ayrıca genel devlet borç stokunun gayri safi yurtiçi hasılaya oranı arttıkça borç karşılanabilirliği de azalmaktadır.

2.2.1.4.Olay Riskine Duyarlılık

Moody's, ülke kredi notu belirleme yönteminde son faktör olarak olay riskine duyarlılık göstergesini kullanmaktadır. Daha önce açıkladığımız ilk üç faktör, bir ekonominin karşılaşılabileceği şoklara karşı dayanıklılığını orta vadeli bir bakış açısıyla değerlendirirken, bu faktör ekonominin ani ve sıra dışı olaylara karşı dayanıklılığını değerlendirmektedir.

Olay riskleri değişkendir ve genellikle politik riski, kamu likidite riskini, bankacılık sektöru riskini ve dış kırılganlık riskini içermektedir (Moody's, 2019: 32-45);

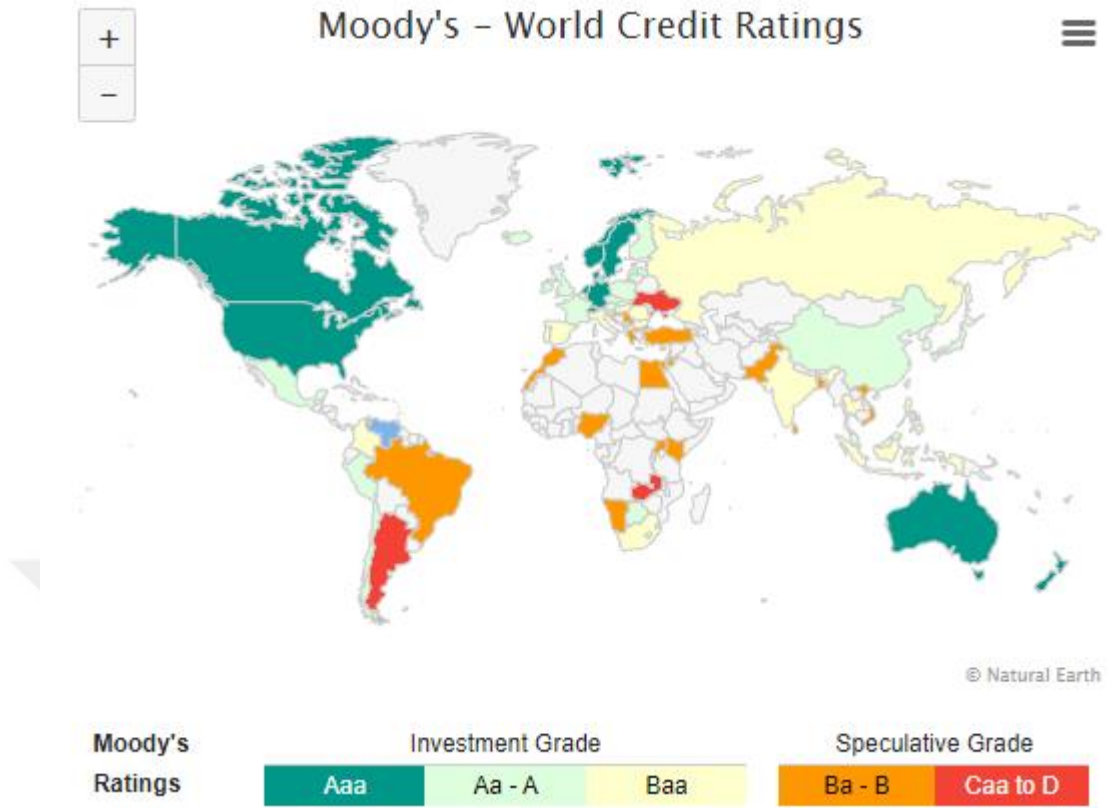
- **Politik Risk:** Politik risk kavramı, (i) yurtiçi politik risk ve (ii) jeopolitik risk olmak üzere iki temel faktör tarafından belirlenmektedir.
- (i) **Yurtiçi Politik Risk:** Siyasi istikrarsızlıklar, yüksek veya yükselen sosyal hoşnutsuzluklar ve dini, etnik veya sosyal bölünmelerle karakterize olan bir yurtiçi siyasi ortam, bir ülkenin temerrüt olasılığını artırmaktadır.
- (ii) **Jeopolitik Risk:** Jeopolitik riskler ekonomik, kurumsal veya mali istikrarı tehdit edebilmektedir. Örneğin, bir ülke, komşu bir ülke ile çözümleyemediği şiddetli bir siyasi veya askeri sorun yaşıyorsa bu sorunlar o ülkenin kredi notu etkileyebilmektedir.
- **Kamu Likidite Riski:** Likidite riski, bir ülkenin finansal taahhütlerini yerine getirme kapasitesinin çok önemli bir göstergesidir. Yani ülkenin finansal kaynaklara erişim kolaylığını ifade etmektedir. Diğer koşullar sabit iken, derin, geniş ve çeşitlendirilmiş bir finansal sisteme erişim kolaylığı olan ülkelerin, finansal sistemleri gelişmemiş ve özel tasarrufları yetersiz olan ülkelere göre kredibiliteleri daha yüksek olmaktadır.
- **Bankacılık Sektörü Riski:** Sistematik bankacılık krizlerinde genellikle hükümetlerin, bankaları kurtarmaları veya ekonomik olarak masraflı olan borç yapılandırılmaları gibi uygulamaları nedeniyle ülkelerin borç stokları artmaktadır. Böyle bir durumda da ülke kredibiliteleri zayıflamaktadır.
- **Dış Kırılganlık Riski:** Dış kırılganlık riski, bir ülkenin döviz cinsinden finansmana erişim veya geri ödeme kapasitesinin önemli bir göstergesidir. Ülkeler döviz cinsinden borçlarını ödeyebilmek için sermaye girişlerine güvenmektedirler. Ancak yetersiz sermaye girişi olduğu zaman ülkelerin resmi döviz rezervleri azalmakta ve bu durum sermaye girişlerini daha da azaltmaktadır. Böyle bir durumda ülkelerin finansal taahhütlerini yerine getirme kapasiteleri de azalmaktadır.

Tablo 2.5. Moody's Ülke Kredi Notu Belirleme Metodolojisi Kullandığı Faktörler

Temel Faktörler	Alt Faktörler	Alt Faktöre Ait Değişkenler
Ekonomik Güç	Büyüme Dinamikleri	Ortalama Reel GSYH Büyümesi (t-4'den t+5'e), Reel GSYH Büyümesindeki Oynaklık (t-9'dan t'ye)
	Ekonominin Ölçeği	Nominal GSYH (ABD \$, t)
	Milli Gelir	Kişi Başına Düşen GSYH (SAGP, ABD \$, t)
	Uyarlama Faktörleri	Aşırı Kredi Büyümesi, Ekonomik Çeşitlilik
Kurumsal Güç	Kurumsal Kalite	Yasama ve Yürütme Kurumlarının Kalitesi, Sivil Toplum ve Yargının Gücü, Dünya Bankası Yönetişim Göstergeleri
	Politika Etkinliği	Maliye Politikasının Etkinliği, Para ve Makroekonomik Politika Etkinliği, Enflasyon Oranı (t-4'den t+5'e), Enflasyon Oynaklığı (t-9'dan t'ye)
	Uyarlama Faktörleri	Temerrüt Geçmiş
Mali Güç	Borç Yüğü	Genel Devlet Borç Stoku/GSYH (t), Genel Devlet Borç Stoku/Gelirler (t)
	Borç Karşılanabilirliği	Genel Devlet Faiz Ödemeleri/Gelirler (t), Genel Devlet Faiz Ödemeleri/GSYH (t)
	Uyarlama Faktörleri	Borç Trendi (t-4'den t+1'e), Genel Devlet Döviz Borç Stoku/Genel Devlet Borç Stoku (t), Diğer Kamu Borçları/GSYH (t), Kamu Sektörü Finansal Varlıklar ve Kamu Varlık Fonları/ Genel Devlet Borç Stoku (t)
Olay Riskine Duyarlılık	Politik Risk	Yurtiçi Politik ve Jeopolitik Riskler
	Kamu Likidite Riski	Finansmana Erişim Kolaylığı
	Bankacılık Sektörü Riski	Bankacılık Sektörü Kredi Etkinliği, Toplam Yurtiçi Banka Varlıkları/GSYH (t)
	Dış Kırılganlık Riskleri	Cari Denge ve DYY/GSYH (t), Dış Kırılganlık Göstergesi, Net Uluslararası Yatırım Pozisyonu/GSYH (t)

Kaynak: Moody's, 2019: 4; Moody's, 2013: 3

Şekil 2.3. Moody's Dünya Kredi Notu Haritası



Kaynak: <http://www.worldgovernmentbonds.com/world-credit-ratings/>

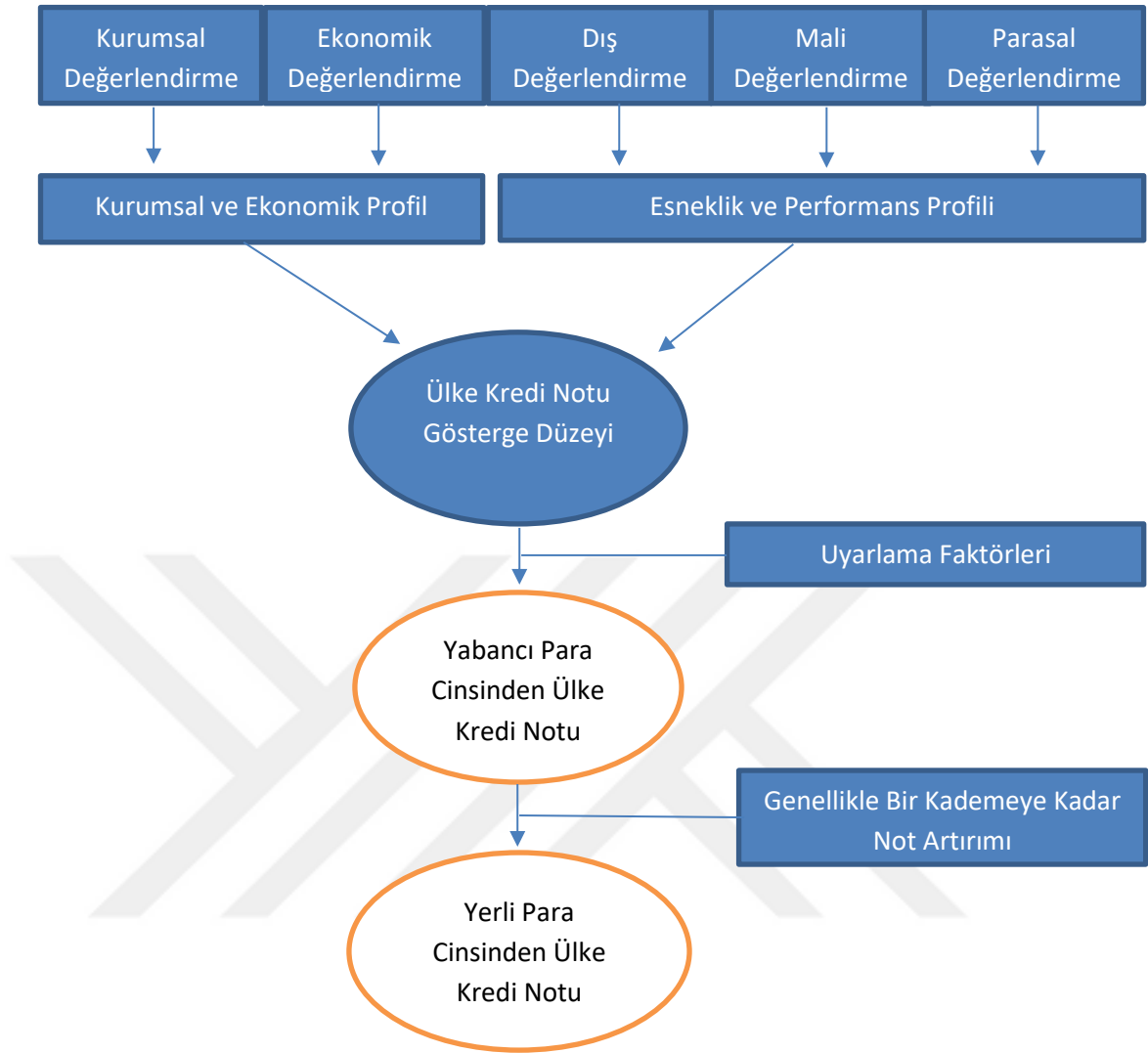
Şekil 2.3.'deki haritada, 2020 yılında dünyada Moody's tarafından derecelendirilen ülkelerin kredi notları gösterilmektedir. Haritadan da görüleceği gibi Türkiye, ülke kredi notu açısından spekülâtif derece kategorisinde yani çok riskli ülkeler grubunda bulunmaktadır.

2.2.2. Standard & Poor's Ülke Kredi Notu Belirleme Metodolojisi

Standard & Poor's ülke kredi notu belirleme metodolojisini 18 Aralık 2017 tarihinde güncelleyerek yayımladığı (Sovereign Rating Methodology) kılavuz ile kamuoyuyla paylaşmıştır. Bu bölümde bu kılavuzdan hareketle S&P'nin ülke kredi notu belirlerken dikkate aldığı değişkenler açıklanacaktır.

S&P ülke kredi notu belirleme kriterleri, egemen bir ülkenin mali yükümlülüklerini zamanında ve eksiksiz olarak yerine getirme istekliliğini ve yeteneğini etkilediğine inandığı faktörleri içermektedir. Şekil 2.4.'de de görüldüğü üzere bu kriterler beş temel faktöre dayanmaktadır (S&P, 2017: 2). Bu temel faktörler kendi içinde alt faktörlere ayrılmaktadır. Temel faktörler ve alt faktörler aşağıda detaylı bir şekilde açıklanmıştır.

Şekil 2.4. S&P Ülke Kredi Notu Belirleme Metodolojisi



Kaynak: S&P, 2017: 2

2.2.2.1. Kurumsal Değerlendirme

Kurumsal değerlendirme, bir ülkenin kurumlarının ve politikalarının o ülkenin kredi temellerini, sürdürülebilir kamu maliyesi sağlamak, ekonomik büyümeyi teşvik etmek ve ekonomik veya politik şoklara karşı direnç göstermek açısından nasıl etkilediğine ilişkin analizleri yansıtmaktadır. Ayrıca kurumların şeffaflığı ve hesap verebilirliği, ülkenin borç geri ödeme kültürünü ve iç ve dış güvenlik risklerini de yansıtmaktadır (S&P, 2017: 3).

Kurumsal değerlendirme faktörü, iki tane temel kriter (kurumların ve politika belirleyicilerinin etkinliği, istikrarı ve öngörülebilirliği; kurumların, verilerin ve süreçlerin şeffaflığı ve hesap verebilirliği ile istatistiksel bilgilerin kapsamı ve

güvenirliliği) ve iki tane potansiyel uyum kriteri (ülkelerin borç ödeme kültürü ve dış güvenlik riskleri) olmak üzere toplam dört tane alt faktörden oluşmaktadır (S&P, 2017: 5-9).

(i) Kurumların ve Politika Belirleyicilerinin Etkinliği, İstikrarı ve Öngörülebilirliği: Bu kriterin değerlendirilmesinde aşağıdaki hususlar dikkate alınmaktadır.

- Bir ülkenin, geçmişte yaşadığı siyasi, ekonomik ve finansal sektör krizlerini yönetme başarısı, dengeli ekonomik büyümeyi gerçekleştirme kapasitesi, çeşitli reformları zamanında uygulama gücü (sağlık hizmetleri veya emekli maaşları gibi uzun vadede sürdürülebilir kamu sektörü finansmanının sağlanması için) ve dış baskıların etkin yönetimi,
- Ülkenin genel politika çerçevesinin ve gelecekteki olası bir krize karşı tepkilerinin öngörülebilirliği,
- Artan siyasi veya ekonomik katılım isteklerinden dolayı etnik, dini veya siyasi gerekçeler ile siyasi kurumlara karşı oluşan potansiyel tepki,
- Toplumsal hareketlilik, sosyal içerme, sivil toplum örgütlerinin yaygınlığı ve siyasi kurumların toplumsal önceliklere cevap verme kapasitesi.

(ii) Kurumların, Verilerin ve Süreçlerin Şeffaflığı ve Hesap Verebilirliği: Bu kriter analiz edilirken aşağıdaki hususlar göz önünde bulundurulmaktadır.

- Kurumlar arasında dengenin ve kontrol mekanizmasının varlığı,
- Ülkedeki kurumların hesap verebilirliği ile güçlü bir ilişki içinde olan algılanan yolsuzluk düzeyi,
- Sözleşmelerin tarafsız bir şekilde uygulanması ve hukukun üstünlüğüne (özellikle mülkiyet haklarına) saygı,
- Bilginin şeffaflığının ve güvenilirliğinin ölçüsü olan ülkedeki istatistik kurumlarının ve medyanın özgürlüğü,

(iii) Ülkelerin Borç Ödeme Kültürü: Bu faktör, kurumsal değerlendirmenin oluşturulmasında önemli bir yer tutmaktadır. Çünkü ülkelerin temerrüde düşme olasılığı ile borç ödeme kültürü arasında doğrudan bir ilişki vardır. Bu nedenle S&P, ülkelerin borç ödeme kültürünü değerlendirmektedir. Bu değerlendirme yapılırken, ülkenin büyük miktarlarda ve uzun süreli borç stokunun olup olmadığı, idareciler tarafından borçların kamuoyunda

meşruiyetinin sorgulanıp sorgulanmadığı ve ticari borcun düştüğü son temerrütten bu yana önemli bir politika değişikliği yapıp yapılmadığı gibi hususları incelenmektedir.

- (iv) **Dış Güvenlik Riskleri:** Bu başlık, yurtiçi çatışmalardan veya ülkenin komşularıyla olan gergin ilişkilerinden kaynaklanan savaş veya savaş tehditleri de dahil olmak üzere jeopolitik ve dış güvenlik riskleriyle ilgilidir. Bir ülkenin uzun süredir devam eden bir savaş riski var ise bu durum ülke kredi notunu olumsuz yönde etkilemektedir.

2.2.2.2.Ekonomik Değerlendirme

Çeşitlendirilmiş, zengin, esnek, piyasa odaklı ve sürdürülebilir ekonomik büyüme geçmişine sahip ekonomiler, güçlü bir gelir tabanına sahiptirler. Dolayısıyla bu özelliklere sahip ekonomilerin borç ödeme kapasiteleri oldukça yüksektir (S&P, 2017: 9).

S&P, ülke kredi notunu belirlerken ekonomik değerlendirme kısmında; gelir seviyeleri, büyüme beklentileri ve ekonomik çeşitlilik ve oynaklık faktörlerini dikkate almaktadır (S&P, 2017: 9-12).

- (i) **Gelir Seviyesi:** Bu kriter analiz edilirken kullanılan en önemli gösterge kişi başına düşen GSYH miktarıdır. Kişi başına düşen GSYH miktarının daha yüksek olduğu bir ülke, genellikle kredibilitiyi destekleyen daha geniş vergi potansiyeline ve finansman olanaklarına sahip olmaktadır.
- (ii) **Büyüme Beklentileri:** Ülkeler aynı kişi başına düşen GSYH kategorisinde yer alıyorsa ve bu ülkelerden birinin büyüme beklentisi diğer ülkelerin büyüme beklentilerinin çok altında veya üzerindeyse, bu ülkenin ekonomik değerlendirmesi başlangıç ekonomik değerlendirmeye göre daha kötü veya daha iyi bir değer almaktadır. Ekonomik büyümenin temel ölçütü olarak, reel kişi başına düşen GSYH büyüme trendi kullanılmaktadır. Büyüme trendi olarak da on yıllık ortalama reel kişi başına düşen GSYH oranı tercih edilmektedir.
- (iii) **Ekonomik Çeşitlilik ve Oynaklık:** Ekonomik çeşitliliğin kısıtlı veya ekonomide yaşanan dalgalanmaların fazla olduğu ülkelerin kredi riskleri daha yüksektir. Örneğin ekonomik çıktıda bir endüstrinin yüksek paya sahip olması (GSYH'nin %20'sinden fazla olması) veya üretim yapısı doğal koşullara bağlı olan yani gelir düzeyi doğal koşullara göre oynaklık

gösteren ülkelerin ekonomik değerlendirme notları daha düşük olmaktadır.

2.2.2.3.Dış Değerlendirme

Dış değerlendirme, bir ülkenin yerleşik olmayan gerçek ve tüzel kişilere karşı toplam dış borç (kamu ve özel sektör) yükümlülüklerini yerine getirebilmek için gerekli olan döviz kazancını elde etme yeteneğini göstermektedir. Bir ülkenin dış değerlendirmesini üç temel faktör (ulusal para biriminin uluslararası ticari işlemlerdeki statüsü, dış likidite ve dış borç) belirlemektedir (S&P, 2017: 12-17).

- (i) **Ulusal Para Biriminin Uluslararası Ticari İşlemlerdeki Statüsü:** Dış değerlendirmedeki ilk adım, bir ülkenin resmi para biriminin uluslararası ticari işlemlerde ne derece kullanıldığı ile ilgilidir. “Rezerv para birimine” veya “aktif olarak işlem gören para birimine” sahip ülkeler, dış değerlendirmede daha yüksek kredibiliteye sahiptir. Bu para birimlerine sahip ülkelerin, finansal ve ekonomik şoklara karşı dirençleri, ülke politikalarının ve kurumlarının güvenilirliği ve finansal sistemlerinin gücü daha yüksek olmaktadır. S&P, “Rezerv para birimi” veya “aktif olarak işlem gören para birimi” arasında herhangi bir ayırım yapmamaktadır.
 - **Rezerv Para Birimi:** Dünya’daki döviz rezervlerinin %3’ünden fazlasını oluşturan bir para birimine “rezerv para” denilmektedir.
 - **Aktif Olarak İşlem Gören Para Birimi:** Dünya’daki döviz piyasasının %1’inden fazlasında alınan veya satılan bir para birimine “aktif olarak işlem gören para birimi” denilmektedir.
- (ii) **Dış Likidite:** Dış likidite göstergesi olarak bir ülkenin brüt dış finansman ihtiyaçlarının, cari hesap kazanımları ile resmi rezervlerin toplamına oranı kullanılmaktadır. Brüt dış finansman ihtiyaçları verisi için cari yıl ve gelecekteki iki veya üç yılın tahminlerinin ortalaması kullanılırken, resmi rezervler için merkez bankasının altın ve döviz rezervlerinin toplamı kullanılmaktadır. Brüt dış finansman ihtiyacının fazla ve/veya resmi rezervlerin düşük olması, ülkeler için risk unsuru oluşturmakta ve ülke kredi notlarını olumsuz yönde etkilemektedir.
- (iii) **Dış Borç:** Dış borç ölçüm yöntemi olarak, net dış borcun cari hesap kazanımlarına oranı kullanılmaktadır.

Bazı ülkelerin dış borçlarının düşük ve dış finansman ihtiyaçlarının az olması gerçeği yansıtmayabilir. Çünkü borç kısıtlamaları olan veya piyasalara ulaşım sıkıntısı çeken ülkelerin de dış borçları düşük veya dış finansman ihtiyaçları az olabilir. Bu nedenle bu ayrım iyi analiz edilmelidir (Sekmen, 2012: 30).

2.2.2.4.Mali Değerlendirme

Mali değerlendirme, ülkelerin mali dengeleri ve borç yükünün sürdürülebilirliğini yansıtmaktadır. Bu değerlendirme yapılırken bir ülkenin mali esnekliği, uzun vadeli mali eğilimleri, borç yapısı, fonlara erişim imkânı ve şarta bağlı yükümlülükler ile ilişkili potansiyel risk unsurları dikkate alınmaktadır. Bu unsurlardan hareketle yapılan analiz iki bölüme (mali performans ve esneklik ile borç yükü) ayrılmıştır. Genel değerlendirme ise bu iki bölümden elde edilen sonuçların ortalamasından oluşmaktadır (S&P, 2017: 18-27).

- (i) **Mali Performans ve Esneklik:** Bir ülkenin mali performans ve esneklik değerinin belirlenmesi için öncelikle net genel devlet borç stokundaki değişimin GSYH'ye oranı hesaplanmaktadır. Genel devlet borç stokundaki değişimi, cari yılın ve gelecek iki veya üç yılın tahminlerinin ortalaması oluşturmaktadır. Daha sonrasında düzenleyici faktörler ile bu değerlendirme notu değişebilmektedir. Büyük likit finansal varlığa sahip (GSYH'nin %25'inden fazla) ve kamu gelirlerini artırma veya harcamalarını azaltma kabiliyetine sahip (GSYH'nin %3'ü kadar) ülkelerin değerlendirme notu pozitif olarak etkilenmektedir. Sürdürülemez ve değişken gelir yapısına sahip, vergi gelirlerini artırma yeteneği sınırlı ve temel hizmetlerde ve/veya altyapı yatırımlarında yetersiz olan ülkelerin değerlendirme notu ise negatif olarak etkilenmektedir.
- (ii) **Borç Yükü:** Borç yükü kavramı bir ülkenin olası borç seviyesini göstermektedir. Borç yükünün yüksek olması ülke kredi notunu olumsuz yönde etkilemektedir. S&P borç yükü değerlendirmesinde öncelikli olarak genel devlet borç stokunun GSYH'ye oranı ile genel devlet faiz harcamalarının gelire oranını kombine ederek hesaplama yapmaktadır. Daha sonrasında düzenleyici faktörler ile bu hesaplama değişebilmektedir. Ülkenin finansman ihtiyacı gelecek iki veya üç yıl içinde resmi fonlar ile sağlanabilecek durumda ise ülke kredi notu bu durumdan pozitif olarak etkilenmektedir. Ülkenin brüt borcunun büyük kısmı (%40'dan fazla) döviz

cinsinden veya ortalama vade süresi üç yıldan kısa, ticari borçların büyük kısmının (%60'dan fazla) yerleşik olmayanlara ait ve ülkedeki bankaların bilançolarında devlet borçlanma kâğıtlarının payı yüksek (%20'den fazla) ise ülke kredi notu bu durumlardan negatif olarak etkilenmektedir.

2.2.2.5.Parasal Değerlendirme

Bir ülkenin parasal değerlendirmesi, para otoritesinin sürdürülebilir ekonomik büyümeyi ne ölçüde desteklediğini ve finansal veya ekonomik şoklara karşı direnç gösterme kapasitesini göstermektedir. Para politikası, finansal veya ekonomik şoklarla karşı karşıya gelen ülkelerin kredi değerliliğinin yavaşlamasının veya bozulmasının önlenmesinde çok önemli bir faktördür (S&P, 2011: 31). Bir ülkenin parasal değerlendirmesini iki temel faktör (ülkenin para politikası ve döviz kuru rejimini kullanma yeteneği; para politikasının güvenilirliği ve etkinliği ve enflasyon trendi) belirlemektedir (S&P, 2017: 27-30).

(i) Ülkenin Para Politikası ve Döviz Kuru Rejimini Kullanma Yeteneği:

Bir ülke, ekonomik dengesizlikleri veya şokları bertaraf etmek için para politikası yardımıyla ekonomik ve finansal işlemleri yerel para birimiyle kontrol edebilmektedir. Özellikle ülkenin döviz kuru rejimi ve etkin para politikası kullanma yeteneği arasında yakın bir ilişki vardır. Para politikası, sabit döviz kuru rejiminde etkin değil iken döviz kuru serbestleştikçe etkinliği artmaktadır.

(ii) Para Politikasının Güvenilirliği ve Etkinliği ve Enflasyon Trendi:

Etkili para politikası, para politikasını yürüten kurumların güvenilir olmasını gerektirmektedir. “Güvenirlilik” kavramı nesnel olarak ölçülemese de bazı faktörler para politikasının belirleyicisi olan merkez bankalarının daha güvenilir dolayısıyla da para politikalarının daha etkin olmasını sağlamaktadır. Bu faktörler şunlardır:

- **Operasyonel Bağımsızlık:** Operasyonel bağımsızlık, merkez bankalarının kullandıkları araçlar ve bu araçları kullanma zamanları da dâhil olmak üzere politik hedeflere ulaşma yollarını bağımsız bir şekilde belirleme yetenekleridir.

- **Yönetim ve Yasal Bağımsızlık:** Yönetim ve yasal bağımsızlık, hukuki bağımsızlığın yanında merkez bankası yöneticilerinin ve bütçesinin bağımsızlığını da kapsamaktadır.

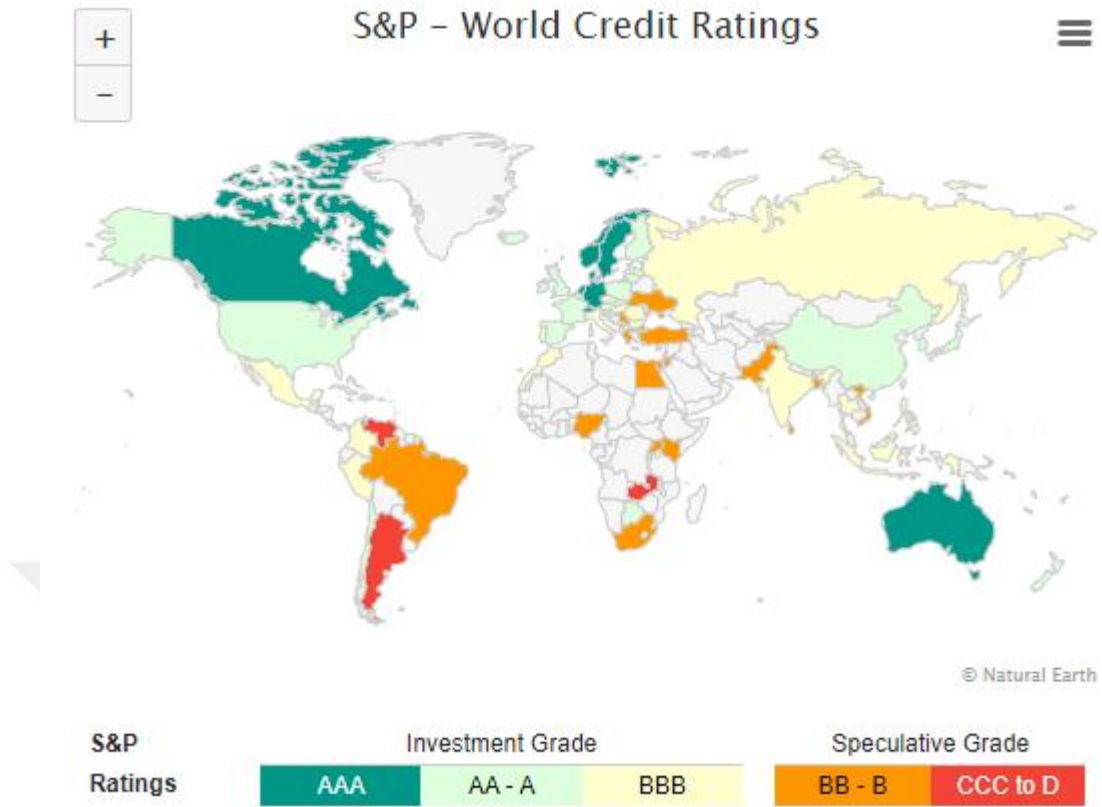
Etkili para politikasını belirleyen diğer önemli bir etken de para otoritelerine duyulan güvendir. Güvenilir para otoritelerinin varlığı, özellikle ekonomik kriz veya stres dönemlerinde geçici de olsa ekonomik dalgalanmaların derinleşmemesini sağlamaktadır. Etkin para politikasının temel göstergesi ise düşük enflasyon oranı ve fiyat istikrarıdır. En yüksek parasal esnekliğe sahip ülkeler, istikrarlı bir tüketici fiyat endeksine ve geniş dalgalanmalara maruz kalmayan reel efektif döviz kuruna sahiptir.

Tablo 2.6. S&P Ülke Kredi Notu Belirleme Metodolojisinde Kullandığı Faktörler

Temel Faktörler	Alt Faktörler
Ekonomik ve Parasal Değerlendirme	Kişi Başına Düşen GSYH (ABD \$), Reel Kişi Başına Düşen GSYH (% Değişim), TÜFE (% Değişim), Mevduat Yükümlülükleri (% Değişim), Parasal Taban.
Dış Değerlendirme	Cari İşlemler Gelirleri (ABD \$), Cari İşlemler Ödemeleri (ABD \$), Resmi Rezervler (ABD \$), Nakit Rezervler (ABD \$), Daraltılmış Net Dış Borç/ Cari İşlemler Gelirleri veya Cari İşlemler Ödemeleri (%), Brüt Dış Finansman İhtiyacı/Cari İşlemler Gelirleri + Nakit Rezervler (%), Cari İşlemler Dengesi/Cari İşlemler Gelirleri (%), Net Doğrudan Yabancı Yatırımlar/GSYH (%), Net Dış Yükümlülükler/Cari İşlemler Gelirleri (%), Dış Ticaret Hadleri (İhracat/İthalat).
Mali Değerlendirme	Genel Devlet Borç Stoku, Genel Devlet Borç Stoku/GSYH (% Değişim), Net Genel Devlet Borç Stoku/GSYH (%), Likit Finansal Varlıklar/GSYH, Genel Devlet Faiz Ödemeleri/Gelirler (%).

Kaynak: S&P, 2017: 35-37

Şekil 2.5. S&P Dünya Kredi Notu Haritası



Kaynak: <http://www.worldgovernmentbonds.com/world-credit-ratings/>

Şekil 2.5.'deki haritada, 2020 yılında dünyada S&P tarafından derecelendirilen ülkelerin kredi notları gösterilmektedir. Haritadan da görüleceği gibi Türkiye, ülke kredi notu açısından spekülasyon derecesi kategorisinde yani çok riskli ülkeler grubunda bulunmaktadır.

2.2.3. Fitch Ratings Ülke Kredi Notu Belirleme Metodolojisi

Fitch Ratings ülke kredi notu belirleme metodolojisini 18 Temmuz 2018 tarihinde güncelleyerek yayımladığı (Sovereign Rating Criteria) kılavuz ile kamuoyuyla paylaşmıştır. Bu bölümde bu kılavuzdan hareketle Fitch Ratings'in ülke kredi notu belirlerken dikkate aldığı değişkenler açıklanacaktır.

Fitch Ratings ülkelerin borç yükümlülüklerini yerine getirme kapasite ve istekliliğini belirlerken nicel ve nitel değerlendirme yöntemleri kullanmaktadır. Bu bağlamda, ülke kredi notu belirleme yöntemi dört temel faktöre dayanmaktadır. Bu temel faktörler kendi içinde alt faktörlere ayrılmaktadır (Fitch Ratings, 2018: 1-2). Temel faktörler ve alt faktörler aşağıda detaylı bir şekilde açıklanmıştır.

2.2.3.1. Yapısal Özellikler

Fitch Ratings, ülkelerin kredi notunu belirlerken ekonominin yapısal özelliklerini ve siyasi riskleri de göz önünde bulundurmaktadır. Bir ülkenin yapısal özellikleri belirlenirken beş temel gösterge (yönetişim göstergeleri, kişi başına düşen milli gelir, ülke milli gelirinin dünya milli gelirinden aldığı pay, en son temerrüt ya da yeniden yapılandırmadan sonraki geçen zaman ve geniş para arzı) kullanılmaktadır (Fitch Ratings, 2018: 10-15).

- (i) **Yönetişim Göstergeleri:** Yönetişim göstergeleri, ülkelerin borç ödemelerini finanse etmek için kaynakları seferber etme kapasite ve istekliliğini ifade etmektedir. Aynı zamanda hükümet ve kurumların ekonomik faaliyeti yönetme ve olumsuz şokları azaltmadaki etkinliğini göstermektedir. Fitch Ratings yönetim göstergeleri olarak Dünya Bankası tarafından yayımlanan (The Worldwide Governance Indicators) altı yönetim göstergesini (hukukun üstünlüğü, yolsuzluğun önlenmesi, yönetim etkinliği, ifade özgürlüğü, mevzuat kalitesi ve siyasi istikrar) kullanmaktadır.
- (ii) **Kişi Başına Düşen Milli Gelir:** Kişi başına düşen milli gelirin yüksek olduğu ülkelerde emek, katma değeri daha yüksek faaliyetlerde bulunmakta ve dolayısıyla bu ülkelerin ekonomileri negatif şoklara karşı daha dirençli olmaktadır.
- (iii) **Ülke Milli Gelirinin Dünya Milli Gelirinden Aldığı Pay:** Bu değişken küçük ekonomilerin nispeten yüksek kırılganlıklarını yakalamaktadır. Çünkü bir ülke ekonomisi ne kadar küçük ise doğal afetlerin ya da negatif şokların etkisi o kadar yüksek olmaktadır.
- (iv) **Son Temerrüt ya da Yeniden Yapılandırmadan Sonraki Geçen Zaman:** Bir ülkenin en son yaşamış olduğu temerrüt ya da yeni bir borcun yeniden yapılandırılması işlemi ülkedeki, mali, ekonomik veya politik koşulların zayıflığını göstermektedir. Bu durum ülkenin borç yükümlülüklerini yerine getirmeme istekliliğinin bir işareti olabilmektedir.
- (v) **Geniş Para Arzı:** Geniş para arzının GSYH'ye oranı, ekonomideki finansal aracılık düzeyinin bir göstergesi olarak kullanılmaktadır. Ülke ne

kadar zenginse (bir ekonomide mevcut olan parasal varlıklar cinsinden ölçülen), ekonominin tahammül edebileceği kamu borcu seviyesi o kadar yüksek olmaktadır.

2.2.3.2.Makroekonomik Performans, Politikalar ve Beklentiler

Fitch Ratings, ülkelerin kredi notunu belirlerken makroekonomik performans, politikalar ve beklentileri de dikkate almaktadır. Bir ülkenin makroekonomik performans, politikalar ve beklentileri belirlenirken üç temel gösterge (reel GSYH büyümesi oynaklığı, TÜFE ve reel GSYH büyümesi) kullanılmaktadır (Fitch Ratings, 2018: 16-18).

- (i) **Reel GSYH Büyümesi Oynaklığı:** Makroekonomik oynaklıklar, tasarrufları ve yatırımları azaltarak finans sektörünün gelişimini olumsuz olarak etkilemekte ve ülkedeki uzun vadeli iş kararlarını engellemektedir. Uzun süren ekonomik istikrarsızlık dönemleri ekonomiyi negatif şoklara karşı daha savunmasız hale getirmekte ve ülkenin borç ödeme kapasitesini azaltmaktadır.
- (ii) **TÜFE:** Düşük enflasyon ve istikrarlı ekonomik büyüme eğilimine sahip ülkeler diğer ülkelere göre daha yüksek derecelendirme eğilimine sahiptirler.
- (iii) **Reel GSYH Büyümesi:** Sürekli yüksek ekonomik büyüme oranına sahip ekonomiler negatif şoklara karşı daha dirençli olmaktadır. Buna ek olarak uzun bir süre boyunca istikrarlı ve güçlü ekonomik büyüme oranlarının korunması, ülkelerin ortalama gelir ve servetini artıracak için ülkelerin kredi güvenilirliğini pozitif olarak etkileyecektir.

2.2.3.3.Kamu Maliyesi

Kamu mali yönetimi, harcama, vergilendirme ve borçlanma kanalları ile ülke ekonomilerini büyük oranda etkilemektedir. Güçlü ve etkili maliye politikaları, makroekonomik dengesizlikleri azaltmakta ve ekonomilerin negatif şoklara karşı direncini artırmaktadır. Bu durum ülkelerin borç ödeme kapasitelerini artırmaktadır.

Fitch Ratings, ülkelerin kredi notunu belirlerken kamu maliyesini de göz önünde bulundurmaktadır. Bir ülkenin kamu maliyesinin etkinliği belirlenirken dört temel gösterge (brüt borç stokunun GSYH'ye oranı, brüt faiz ödemelerinin devlet gelirlerine

oranı, bütçe dengesinin GSYH'ye oranı ve yabancı para cinsinden borcun toplam borca oranı) kullanılmaktadır (Fitch Ratings, 2018: 19-23).

- (i) **Brüt Borç Stokunun GSYH'ye Oranı:** Diğer değişkenler sabitken, ağır borç yüküne sahip bir ülke, diğer ülkelere göre daha yüksek bir temerrüt riski ile ilişkilendirilmektedir. Bununla birlikte, sürdürülebilir bir kamu borç yükü ülkeler arasında ve zaman içinde değişiklik göstermektedir. Bu nedenle, ülkelerin brüt borç stoklarının GSYH'ye oranı ile kredi derecelendirme notları arasında doğrusal bir ilişki yoktur. Bu durum, gelişmiş sermaye piyasalarına sahip daha yüksek derecelendirilmiş ülkelerin, daha sınırlı finansman seçeneklerine sahip ülkelere göre daha yüksek borç kapasitesine sahip oldukları gerçeğini yansıtmaktadır.
- (ii) **Brüt Faiz Ödemelerinin Devlet Gelirlerine Oranı:** Devletin brüt faiz ödemelerinin genel devlet faiz ödemelerine oranı, kamu maliyesi bağlamında önemli bir göstergedir. Borçlanma maliyeti, Fitch'in borç sürdürülebilirlik analizinde kilit bir parça olarak değerlendirilmekte ve devlet borçlarının gelecekteki yörüngesini belirlemektedir. Yüksek ve/veya artan faiz yükleri, ülkelerin borç ödeme kapasitelerini azaltmakta ve kamu mali yönetimindeki esnekliği sınırlandırmaktadır.
- (iii) **Bütçe Dengesinin GSYH'ye Oranı:** Sürekli yüksek bütçe açıkları (GSYH'nin yüzdesi olarak), genişletici maliye politikasının bir göstergesi olacak ve diğer değişkenler sabitken, artan borçluluğa yol açacaktır.
- (iv) **Yabancı Para Cinsinden Borcun Toplam Borca Oranı:** Yabancı para cinsinden (veya endeksli) kamu dış borcunun toplam kamu borcuna oranı yüksek olan ülkeler, bilançolarında gelirler (genellikle yurtiçi vergilerden gelen) cinsinden kur riski oluştururlar. Bu durum ülkelerin borç ödeme kapasitelerini olumsuz yönde etkilemektedir.

2.2.3.4.Dış Finansman

Fitch Ratings, ülkelerin kredi notunu belirlerken dış finansmanı da dikkate almaktadır. Bir ülkenin dış finansman koşulları belirlenirken altı temel gösterge (rezerv para birimi esnekliği, net yabancı varlıklar, emtia bağımlılığı, döviz rezervleri, dış faiz ödemeleri ve cari işlemler dengesi + doğrudan yabancı yatırımlar) kullanılmaktadır (Fitch Ratings, 2018: 24-27).

- (i) **Rezerv Para Birimi Esnekliği:** Bu değişken, para birimleri küresel resmi döviz rezerv portföylerinde önemli bir role sahip olan ülkelerin, daha yüksek borç ödeme kapasitesine sahip olduğunu göstermektedir. Çünkü son derece güçlü rezerv para birimi esnekliği olan lkeler (ABD gibi) için, bu varlıklar ekonomik stres dönemlerinde sermaye akışları için güvenli bir liman olma eğilimindedir. Rezerv para birimi özelliklerini değerlendirirken Fitch, dövizlerin küresel rezerv portföylerindeki payını belirlemek için IMF'nin COFER veri tabanındaki verileri kullanmaktadır. Fitch, şu anda yedi para birimini (ABD Doları, Euro, Yen, Sterlin, Kanada Doları, Avustralya Doları ve İsviçre Frangı) rezerv para olarak kullanmaktadır.
- (ii) **Net Yabancı Varlıklar:** lkenin dünyanın geri kalanına ilişkin finansal pozisyonun bir ls, net yabancı varlık/borç pozisyonudur.

$$\text{Net yabancı varlık pozisyonu} = (\text{Merkez Bankasının uluslararası rezervleri} + \text{ülkenin yabancı varlıkları}) - (\text{genel hükümet brüt dış borcu} + \text{Merkez Bankasının brüt dış borcu})$$
'nun GSYH'ye oranıdır.
Pozitif net yabancı varlık pozisyonuna sahip ülkeler, negatif net yabancı varlık pozisyonuna sahip ülkelere göre daha fazla dış finansman esnekliğine sahiptirler.
- (iii) **Emtia Bağımlılığı:** Bir ülkenin emtia bağımlılığı ne kadar yüksek ise ticaret şartlarında ya da diğer ekonomik şartlarda meydana gelen negatif şoklara karşı kırılganlıkları da o kadar yüksek olmaktadır. Bu durum, ülkenin çeşitli bir emtia sepeti yerine esas olarak tek bir emtiaya (veya turizm gibi bir hizmete) bağımlı olduğunu göstermektedir.
- (iv) **Döviz Rezervleri:** lkelerin Merkez Bankalarında bulunan uluslararası döviz rezervlerinin seviyesi, ülkeler için negatif şoklara karşı dayanıklılığın önemli göstergesidir. Ayrıca ekonominin dış finansmana erişim imkanı olmadığında ithalatı ne lde finanse edebileceğini ve ülkenin dış borcunu yabancı parayla karşılama yeteneğini de göstermektedir.
- (v) **Dış Faiz demeleri:** lkelerin dış faiz ödemelerinin yüksek olması, demeler dengesinin ve uluslararası sermaye piyasalarındaki oynaklık gibi ekonomilerin dışsal şoklara karşı kırılganlıklarını artırmaktadır.

- (vi) **Cari İşlemler Dengesi + Doğrudan Yabancı Yatırımlar:** Büyük bir miktarda cari açık (ekonominin büyüklüğüne göre), makroekonomik istikrar için bir risk kaynağı olabilmektedir. Bu durum, özellikle portföy sermayesi ve kısa vadeli borç gibi potansiyel olarak değişken sermaye akımları ile finanse edilen ve doğrudan yabancı yatırımdan ziyade dış borç yükünün artmasına neden olabilecek uluslararası borçlanma ile finanse ediliyorsa geçerlidir.

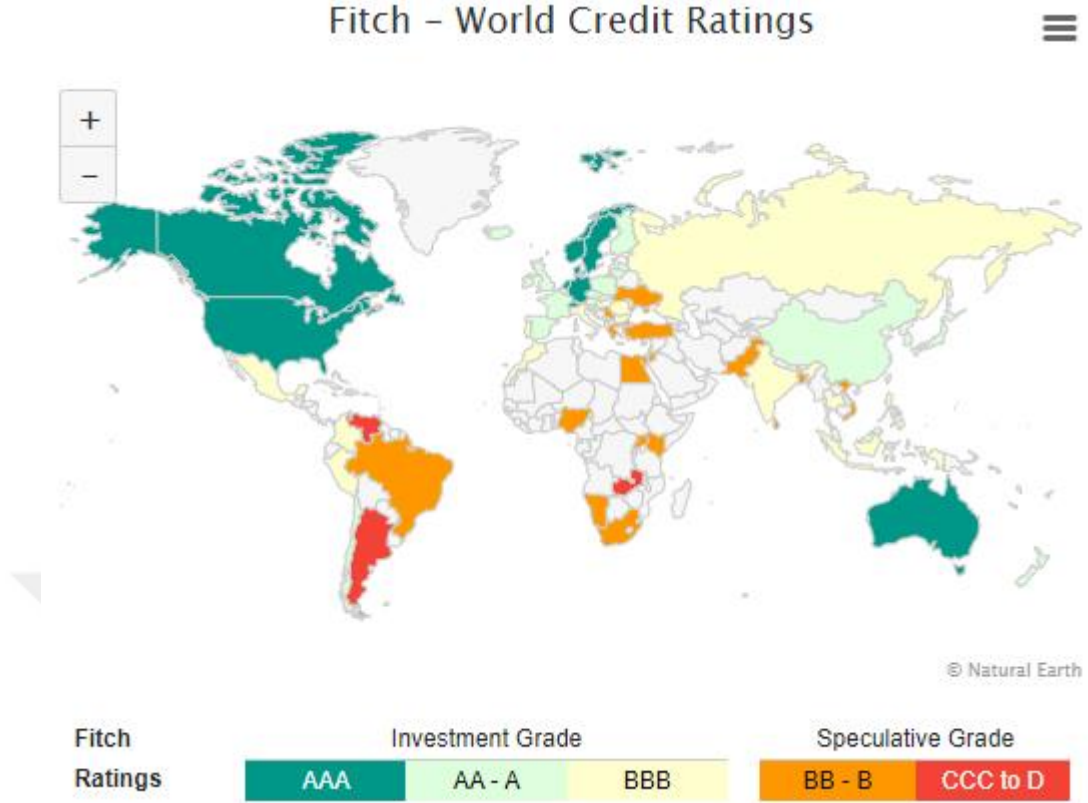


Tablo 2.7. Fitch Ratings Ülke Kredi Notu Belirleme Metodolojisinde Kullandığı Faktörler

Temel Faktörler	Alt Faktörler	Alt Faktöre Ait Değişkenler
Yapısal Özellikler	Yönetişim Göstergeleri	Dünya Bankası Yönetişim Göstergelerinin Yüzdelik Puanlarının Ortalaması
	Kişi Başına Düşen Milli Gelir	Kişi Başına Düşen GSYH'nin Sınıflama Yüzdesi (ABD \$)
	Ülke Milli Gelirinin Dünya Milli Gelirinden Aldığı Pay	Ülke GSYH'sinin Dünya GSYH'sinden Aldığı Payın Doğal Logaritması (ABD \$)
	Son Temerrüt ya da Yeniden Yapılandırmadan Sonraki Geçen Zaman	Son Yaşanan Temerrüt Olayından Sonra Geçen Yıl Sayısının Doğrusal Olmayan Fonksiyonu
	Geniş Para Arzı	Geniş Para Arzının GSYH'ye Oranının Doğal Logaritması
Makroekonomik Performans, Politikalar ve Beklentiler	Reel GSYH Büyümesi Oynaklığı	Reel GSYH'deki Yıllık Yüzde Değişimin Üstel Ağırlıklı Standart Sapmasının Doğal Logaritması
	TÜFE	TÜFE'deki Yıllık Ortalama Yüzde Değişimin Önceki ve Sonraki Dönemi İçeren Üç Yıllık Ortalaması
	Reel GSYH Büyümesi	Reel GSYH'deki Yıllık Ortalama Yüzde Değişimin Önceki ve Sonraki Dönemi İçeren Üç Yıllık Ortalaması
Kamu Maliyesi	Brüt Borç Stokunun GSYH'ye Oranı	Brüt Borç Stokunun GSYH'ye Oranının Önceki ve Sonraki Dönemi İçeren Üç Yıllık Ortalaması
	Brüt Faiz Ödemelerinin Devlet Gelirlerine Oranı	Devletin Brüt Faiz Ödemelerinin Genel Devlet Gelirlerine Oranının Önceki ve Sonraki Dönemi İçeren Üç Yıllık Ortalaması
	Bütçe Dengesinin GSYH'ye Oranı	Bütçe Dengesinin GSYH'ye Oranının Önceki ve Sonraki Dönemi İçeren Üç Yıllık Ortalaması
	Yabancı Para Cinsinden Borcun Toplam Borca Oranı	Yabancı Para Cinsinden (veya Endeksli) Kamu Dış Borcunun Toplam Kamu Borcuna Oranının Önceki ve Sonraki Dönemi İçeren Üç Yıllık Ortalaması
Dış Finansman	Rezerv Para Birimi Esnekliği	Ülkenin Para Biriminin Küresel Döviz Rezerv Portföyündeki Payının Doğal Logaritması
	Net Yabancı Varlıklar	Net Yabancı Varlıkların GSYH'ye Oranının Önceki ve Sonraki Dönemi İçeren Üç Yıllık Ortalaması
	Emtia Bağımlılığı	İşlenmemiş Mal İhracatının Cari İşlemler Hesabı Gelirlerine Oranı
	Döviz Rezervleri	Uluslararası Rezervlerin (Altın Dahil) Yıl Sonu Stoku
	Dış Faiz Ödemeleri	Dış Faiz Ödemelerinin Cari İşlemler Hesabı Gelirlerine Oranının Önceki ve Sonraki Dönemi İçeren Üç Yıllık Ortalaması
	Cari İşlemler Dengesi + Doğrudan Yabancı Yatırımlar	Cari İşlemler Dengesi + Doğrudan Yabancı Yatırımların GSYH'ye Oranının Önceki ve Sonraki Dönemi İçeren Üç Yıllık Ortalaması

Kaynak: Fitch Ratings, 2018: 33

Şekil 2.6. Fitch Ratings Dünya Kredi Notu Haritası



Kaynak: <http://www.worldgovernmentbonds.com/world-credit-ratings/>

Şekil 2.6.'deki haritada, 2020 yılında dünyada Fitch Ratings tarafından derecelendirilen ülkelerin kredi notları gösterilmektedir. Haritadan da görüleceği gibi Türkiye, ülke kredi notu açısından Moody's ve S&P derecelendirme kuruluşlarında da olduğu gibi spekülasyon derece kategorisinde yani çok riskli ülkeler grubunda yer almaktadır.

2.3.Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Ülke Kredi Notu Belirleme Yöntemlerinin Değerlendirilmesi

Moody's, S&P ve Fitch Ratings'in ülke kredi notu belirleme yöntemleri karşılaştırıldığı zaman bu üç büyük KDK'nın benzer göstergeler kullandıkları görülmektedir. Bu derecelendirme kuruluşlarının ülke kredi notlarını belirlerken dikkate aldığı ekonomik göstergeler; istikrarlı ekonomik büyüme, kişi başına düşen milli gelir, sağlam ve sürdürülebilir kamu maliyesi, para politikasının etkinliği ve güvenilirliği ve sürdürülebilir dış finansman olarak ön plana çıkmaktadır. Aynı zamanda ülkelerin para birimlerinin güçlü ve istikrarlı olması da KDK'ların önem verdiği bir diğer konudur. Ayrıca üç büyük derecelendirme kuruluşu da yönetim göstergelerine (hukukun

üstünlüğü, ifade özgürlüğü, yolsuzluğun önlenmesi, mevzuat kalitesi, yönetim etkinliği ve siyasi istikrar ve şiddet/terörizm olayları) önem atfetmektedir.

2.4.Literatür Taraması

Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları, ülkelerin kredi notlarını belirlerken doğru, tarafsız, karşılaştırılabilir ve adil olmaları gerekmektedir. Ancak KDK'ların ülkelere vermiş oldukları kredi notları birçok kesim tarafından eleştiri konusu olmuştur. Daha önceki bölümde de bahsettiğimiz gibi bu eleştiriler özellikle derecelendirme kuruluşlarının, metodolojilerinin yeteri kadar şeffaf olmaması, oligopol piyasa yapıları, krizleri öngörememeleri, mevcut krizleri derinleştirmeleri, çıkar çatışmaları ve bölgesel önyargılar konularında yoğunlaşmıştır. Bu nedenle son yıllarda ülke kredi notlarını belirleyen faktörlerle ilgili çeşitli ekonometrik modeller kurularak çeşitli çalışmalar yapılmıştır. Bu çalışmalar özellikle 1997 Asya ve 2008-2009 küresel krizinden sonra artmıştır. Çünkü bu ekonomik krizlerden sonra KDK'ların ülkelere verdikleri kredi derecelendirme notları daha çok tartışılır hale gelmiş ve yapılan çalışmalarda bu kredi notlarının ülkelerin risk algılarını yansıtmadığı sıkça belirtilmiştir.

Tablo 2.8.'de ülke kredi notlarını belirleyen faktörlerle ilgili yapılan ampirik çalışmalar özetlenmiştir.

Tablo 2.8. Literatür Tablosu

Yazar(lar)	Ülke(ler)	Metot ve Dönemler	Değişkenler	Bulgular
Cantor ve Packer (1996)	Moody's ve S&P Tarafından Derecelendirilen 49 Ülke	Çoklu Regresyon Modeli, (1987-1995)	Kişi Başına Düşen Milli Gelir, GSYH Büyümesi, Enflasyon Oranları, Mali Denge/GSYH, Dış Ticaret Dengesi/GSYH, Dış Borç/GSYH, Sanayileşmiş Ülkeler, Temerrüt Geçmiş.	Ülke Kredi Notlarının Belirlenmesinde Altı Faktör (Kişi Başına Düşen Milli Gelir, GSYH Büyümesi, Enflasyon Oranları, Dış Borç/GSYH, Ekonomik Gelişmişlik Düzeyi ve Temerrüt Geçmiş) Önemli Derecede Rol Oynamaktadır.
Ul-Haque vd. (1996)	Gelişmekte Olan 60 Ülke	Çoklu Regresyon Modeli, (1980-1993)	GSYH Büyümesi, Enflasyon Oranları, Ticaret Hadleri, Toplam Rezervlerin İthalata Oranı (Altın Hariç), Toplam Dış Borç/GSYH, Reel Efektif Döviz Kuru, Uluslararası Rezervler, İthalat/Milli Gelir, İhracat Büyüme Oranları, Cari İşlemler Dengesi/GSYH, ABD Faiz Oranları.	Ülke Kredi Notlarının Belirlenmesi Özellikle Ekonomik Değişkenler Etkili Olmaktadır. Toplam Rezervlerin İthalata Oranı (Altın Hariç), İhracat Büyüme Oranları, Cari İşlemler Dengesi/GSYH Değişkenleri İçin Anlamlı ve Pozitif Katsayılar Elde Edilmiştir. Ayrıca ABD Faiz Oranları ile Kredi Derecelendirme Notları Arasında Anlamlı ve Negatif İlişki Elde Edilmiştir.
Ferri vd. (1999)	Moody's Tarafından Derecelendirilen 17 Doğu Asya Ülkesi	Panel Veri Analizi, (1989-1998)	Kişi Başına Düşen Milli Gelir, Reel GSYH Büyümesi, Enflasyon Oranları, Bütçe Açığı/GSYH, Cari İşlemler Dengesi/GSYH, Dış Borç/GSYH, Sanayileşmiş Ülkeler.	Moody's Doğu Asya Finansal Krizinin Öncesinde Verdiği Kredi Notları ile Krizi Öngörememiştir. Ayrıca Kriz Sırasında Yapmış Olduğu Kredi Notu Değişimleriyle de Doğu Asya Krizinin Derinleşmesine Katkı Sunmuştur.
Mulder ve Perrelli (2001)	Moody's ve S&P Tarafından Derecelendirilen 25 Ülke	Panel Veri Analizi, (1992-1999)	Cari İşlemler Dengesi/GSYH, Reel Efektif Döviz Kuru, İhracat/İthalat, Toplam Borç/GSYH, Toplam Borç/İhracat, Borcun Yeniden Yapılandırılması (1970-1993), Mali Denge/GSYH, Reel GSYH Büyümesi, Yatırımlar/GSYH, İhracat Büyüme Oranları, Kısa Vadeli Borç/Rezervler, TÜFE.	Ülke Kredi Notlarının Belirleyicileri Genel Olarak Makroekonomik Değişkenlerdir. Asya Krizinde Olduğu gibi Kriz Dönemlerinde Yatırımlar/GSYH ve Kısa Vadeli Borç/Rezervler Değişkenleri daha Belirleyici Olmaktadırlar.

Gür (2001)	Moody's ve S&P Tarafından Derecelendirilen 34 Gelişmekte Olan Ülke	Tobit Model, (1986-1998)	Faiz Ödemeleri/İhracat, Toplam Borç Stoku, Toplam Rezervler/Toplam Borç, Toplam Borç Stoku/GSYH, Özel Sektör Borcu/Toplam Borç, Borç Yeniden Yapılandırma Oranı/Toplam Dış Borç	Moody's ve S&P Tarafından Verilen Kredi Notları ile Kurmuş Olduğu Modelden Elde Ettiği Sonuçları Karşılaştıran Gür (2001), Ülke Kredi Notlarının Belirlenmesinde Borç Yeniden Yapılandırma Oranının Kullanılması Gerekliğini Belirtmiştir.
Afonso (2002)	Moody's ve S&P Tarafından Derecelendirilen 81 Ülke (29 Gelişmiş 52 Gelişmekte Olan Ülke)	En Küçük Kareler Yöntemi, (1998-2001)	Kişi Başına Düşen GSYH, Enflasyon Oranları, Reel GSYH Büyümesi, Ekonomik Kalkınmışlık Düzeyi, Temerrüt Geçmiş, Dış Borç/İhracat, Bütçe Açığı/GSYH,	Ülke Kredi Notlarının Belirleyicileri Olarak Kişi Başına Düşen GSYH, Dış Borç/İhracat, Ekonomik Kalkınmışlık Düzeyi, Temerrüt Geçmiş, Enflasyon Oranları ve Reel GSYH Büyümesi Gösterilmektedir. Ayrıca 81 Ülke İçin Ekonometrik Modelden Elde Edilen Kredi Notları İle Moody's ve S&P Tarafından Verilen Kredi Notları Karşılaştırılmıştır.
Reinhart (2002)	Moody's ve S&P Tarafından Derecelendirilen 59 Ülke	Panel Sıralı Probit Model, (1979-1999)	Döviz krizleri ve Temerrüt Geçmiş	Moody's ve S&P tarafından ülkelere verilen kredi notlarındaki düşüşler çoğunlukla krizler sonrasında meydana gelmektedir. Ülkelere kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilen notların krizleri öngörme gücü yoktur.
Alexe vd. (2003)	S&P Tarafından Derecelendirilen 69 Ülke	Çoklu Regresyon Modeli, (1998-1999)	Kişi Başına Düşen GSYH, Enflasyon Oranları, Dış Ticaret Dengesi/GSYH, İhracat Büyüme Oranları, Uluslararası Rezervler, Mali Denge/GSYH, Toplam Borç/GSYH, Reel Efektif Döviz Kuru, Finansal Derinlik ve Verimlilik, Siyasi İstikrar, Yönetim Etkinliği ve Yolsuzluğun Önlenmesi	Oluşturulan Modelde Kişi Başına Düşen GSYH, Toplam Borç/GSYH, Finansal Derinlik ve Verimlilik, Siyasi İstikrar ve Yönetim Etkinliği Değişkenleri İstatistikî Olarak Anlamlı Bulunmuştur.
Bissoondoyal-Bheenick vd. (2005)	Moody's, S&P ve Fitch Ratings Tarafından Derecelendirilen 94 Ülke	Sıralı Probit Model, (2002)	GSYH, Enflasyon Oranları, Doğrudan Yabancı Yatırımlar/GSYH, Cari İşlemler Dengesi/GSYH, (İhracat +İthalat)/GSYH, Faiz Oranları, Teknolojik Gelişme	Ülke Kredi Notlarının Temel Belirleyicilerinin GSYH, Enflasyon Oranları ve Teknolojik Gelişme Değişkenleri Olduğu Sonucuna Ulaşılmıştır.

Mellios ve Paget-Blanc (2006)	Moody's, S&P ve Fitch Ratings Tarafından Derecelendirilen 86 Ülke	Doğrusal Regresyon Modeli, Sıralı Logit Model, (1998-2002)	Kişi Başına Düşen Milli Gelir, GSYH Büyümesi, Enflasyon Oranları, Ekonomik Kalkınmışlık Düzeyi, Cari İşlemler Dengesi, Dış Borç/GSYH, Reel Döviz Kuru, Temerrüt Geçmiş, Rezervler/İthalat, Yatırımlar/GSYH, Yolsuzluk Endeksi, Mevzuat Kalitesi, Hesap Verebilirlik, Hukukun Üstünlüğü, Siyasi İstikrar	Ülke Kredi Notlarını Kişi Başına Düşen Milli Gelir, Reel Döviz Kuru, Enflasyon Oranları ve Temerrüt Geçmiş Değişkenleri Etkilemektedir. Ayrıca Yolsuzluk Endeksi de Ülke Kredi Notlarının Belirlenmesinde Önemli Bir Etkiye Sahiptir.
Mora (2006)	Moody's ve S&P Tarafından Derecelendirilen 88 Ülke	Doğrusal Regresyon Modeli, Sıralı Probit Model, (1986-2001)	Kişi Başına Düşen Milli Gelir, Ekonomik Büyüme, Enflasyon Oranları, Bütçe Dengesi, Bütçe Ödemeleri, Ekonomik Kalkınmışlık Düzeyi	KDK'ların vermiş oldukları kredi notları, kriz öncesi dönemde tahmin edilenden fazla olmaktadır. Ancak kriz dönemlerinde tahmin edilene yakın sonuçlar vermektedir.
Afonso vd. (2009)	Moody's ve S&P Tarafından Derecelendirilen 66 Ülke	Sıralı Probit Model, Sıralı Logit Model, Rassal Etkiler Sıralı Probit Model, (1996-2006)	Kişi Başına Düşen GSYH, GSYH Büyümesi, İşsizlik Oranları, Enflasyon Oranları, Genel Devlet Borç Oranları, Mali Denge, Cari Açık, Yönetim Etkinliği, Dış Borç Oranları, Uluslararası Rezervler, Temerrüt Geçmiş, Coğrafi Konum, AB'ye Üyelik	Ülke Kredi Notlarını Ölçmede Kullanılan Modellerden Benzer Sonuçlar Elde Edilse de Rassal Etkiler Sıralı Probit Modeli Diğer Modellere Göre Daha İyi Performans Göstermektedir.
Kalaycı vd. (2010)	Fitch Ratings Tarafından Derecelendirilen 27 AB Üyesi Ülke ve Türkiye	Diskriminant Analiz, (2002-2008)	Tüketici Fiyat Endeksi, Yurtiçi Tasarruflar/GSYH, Dış Faiz Servisi, Genel Yönetim Faiz Dışı Bütçe Dengesi/GSYH	Türkiye, Makroekonomik Göstergeler Bakımından Daha Yüksek Kredi Notu Alması Gerekirken, Sosyal ve Politik Göstergeler Nedeniyle Kredi Notu Düşük Kalmıştır.
Kabadayı (2012)	S&P Tarafından Yayınlanan Yükselen Piyasa Ekonomileri	Sabit Etkiler Panel Veri Analizi, Panel ARDL, Sıralı Probit Model, Sıralı Logit Model, (1995-2009)	Cari Açık/GSYH, Enflasyon Oranları, Toplam Dış Borç/GSYH, Ekonomik Özgürlük Endeksi, Kişi Başına Düşen GSYH, Reel Döviz Kuru, Toplam Tasarruflar/GSYH	Ekonometrik Modellerden Elde Edilen Sonuçlara Göre Cari Açık, Enflasyon, Reel Döviz Kuru Ve Dış Borç Göstergelerinin Yükselen Piyasa Ekonomilerinin Kredi Notlarında Azaltıcı Etki Yaptığı, Kişi Başına Düşen GSYH, Ekonomik Özgürlük Endeksi ve Toplam Tasarruf Göstergelerini ise Artırıcı Etki Yaptığı Sonucu Elde Edilmiştir.

Balıkçıoğlu (2013)	Moody's, S&P ve Fitch Ratings Tarafından Derecelendirilen 12 Ülke	Logit Model, (2000-2011)	Ekonomik Büyüme/GSYH, İşsizlik/GSYH, Enflasyon/GSYH, Cari Açık/GSYH, Kamu Gelirleri/GSYH, Kamu Giderleri/GSYH, Birincil Açık/GSYH, Bütçe Açığı/GSYH, Kamu Borcu/GSYH	Ülke Kredi Notları Üzerinde, Maliye Politikası Değişkenlerinden Özellikle Kamu Gelirleri, Kamu Giderleri ve Kamu Borcu Değişkenleri Etkili Olmaktadır. Ayrıca İşsizlik, Ekonomik Büyüme ve Cari Açık Değişkenlerinin Ülke Kredi Notları Üzerinde Etkisinin Olmadığı Sonucuna Ulaşılmıştır.
Teker vd. (2013)	Fitch Ratings Tarafından Derecelendirilen G-20 ve BRIC Ülkeleri	Sıralı Probit Model, (1998-2010)	Reel GSYH Büyümesi, Kişi Başına Düşen GSYH, Enflasyon Oranları, Kamu Borcu/GSYH, Bütçe Dengesi/GSYH, Uluslararası Rezervler/GSYH, Doğrudan Yabancı Yatırımlar/GSYH, Portföy Yatırımları/GSYH, Cari İşlemler Dengesi/GSYH, Ekonomik Özgürlük Endeksi, Yolsuzluk Algısı Endeksi	Fitch Ratings Tarafından Verilen Kredi Notları ile Kurmuş Olduğu Modelden Elde Ettiği Sonuçları Karşılaştıran Teker Vd. (2013), Türkiye'nin Kredi Notunun 2005 Yılında Fitch Ratings Tarafından Verilen Kredi Notundan İki Puan Daha Fazla Olduğu, 2010 Yılında İse Fitch Ratings ile Aynı Olduğu Sonucunu Elde Etmiştir.
Haspolat (2015)	Moody's, S&P ve Fitch Ratings Tarafından Derecelendirilen 73 Ülke	Panel Veri Analizi, (1996-2012)	Yönetişim Göstergeleri, Kişi Başına Düşen Milli Gelir, Ekonomik Büyüklük, GSYH Büyümesi, Enflasyon, M2 Para Arzı/GSYH, Cari İşlemler Dengesi, Ticari Açıklık, Genel Yönetim Borçlanma Gereği, Genel Devlet Brüt Borç Stoku, Sabit Sermaye Yatırımları, Faiz Ödemelerinin Gelirlere Oranı, Rezerv Para Birimi, Temerrüt Geçmiş, Sanayileşmiş Ülke	KDK'lar 2008 Krizi ve Ardından Avro Bölgesinde Yaşanan Borç Krizini Öngörememişler ve Verdikleri Kredi Notları ile Krizlerin Derinleşmesine Sebep Olmuşlardır. Ayrıca 2004 Yılından Sonra Üç Büyük KDK, Türkiye'ye Olması Gerekenden Daha Düşük Kredi Notu Vermıştır.
Afsar ve Karacayır (2016)	Moody's, Tarafından Derecelendirilen 17 AB Ülkesi ve Türkiye	Panel Veri Analizi, (2002-2014)	Ekonomik Büyüme Oranı, Kişi Başı Gelir Yıllık Büyüme Oranı, Enflasyon, Dış Ticaret Dengesi/GSYH, Doğrudan Yabancı Yatırım Girişleri/GSYH	Derecelendirme Kuruluşlarının Vermiş Oldukları Ülke Kredi Notlarında Ekonomik Büyüme Değişkeni Kritik Bir Öneme Sahiptir. Ayrıca KDK'lar Makroekonomik Değişkenlerden Bağımsız Olarak Gelişmiş AB Ülkelerine Daha Yüksek Kredi Notu Vermektedir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. MOODY’S, S&P ve FITCH RATINGS TARAFINDAN VERİLEN DERECELENDİRME NOTLARININ ANALİZ EDİLMESİ

Bu bölümde, kredi derecelendirme sektörünün yaklaşık olarak %96’sına sahip olan uluslararası derecelendirme kuruluşlarından Moody’s, S&P ve Fitch Ratings tarafından derecelendirilen 64 ülkenin, ülke kredi notları değerlendirilmiştir. Çalışmada, 1996-2018 yılları arasında 64 ülke için 6 sosyal ve 8 makroekonomik göstereyi içeren bir ekonometrik model kurulmuştur. Kurmuş olduğumuz ekonometrik model tahmin sonuçlarından elde edilen ülke derecelendirme notları ile bu üç büyük KDK’nın vermiş oldukları ülke derecelendirme notları karşılaştırılarak analiz edilmiştir.

3.1. Veri Seti

Bu çalışmada kullanılan veriler yıllık bazda olup 1996-2018 dönemini kapsamaktadır. Bu döneme ait Moody’s, S&P ve Fitch Ratings tarafından verilen uzun vadeli yabancı para cinsinden ülke kredi notlarının harf değerleri, Tablo 2.4.’te de gösterildiği gibi en düşük ülke kredi notu “1” ve en yüksek ülke kredi notu “22” olacak şekilde dönüştürülerek kurulan modellerin bağımlı değişkenleri oluşturulmuştur. Bu değişkenler countryeconomy.com, tradingeconomics.com ve KDK’ların kendi internet sitelerinden derlenerek elde edilmiştir.

Dünya Bankası tarafından yayımlanan yönetim göstergeleri (Worldwide Governance Indicators), ekonometrik modellerde kullanılan sosyal değişkenleri oluşturmaktadır. Bu altı değişken (hukukun üstünlüğü, ifade özgürlüğü, yolsuzluğun önlenmesi, mevzuat kalitesi, yönetim etkinliği ve siyasi istikrar ve şiddet/terörizm olayları) 1996 yılından itibaren iki yılda bir, 2002 yılından itibaren ise yıllık olarak yayımlanmıştır. Bu nedenle 1997, 1999 ve 2001 yılı verileri için bir önceki ve bir sonraki yılların ortalamaları alınarak modele dâhil edilmiştir.

Makroekonomik değişkenlerden enflasyon, ihracat, GSYH büyümesi, kişi başına düşen GSYH ve sabit sermaye oluşumu serileri Dünya Bankası Kalkınma Göstergelerinden (World Development Indicators), cari denge, genel devlet borç stoku ve ekonomik büyüklük serileri de IMF Dünya Ekonomik Görünüm (World Economic Outlook) veri tabanından elde edilmiştir. Kullanılan makroekonomik veriler gecikmeli

olarak açıklanmakta ve KDK'ların vermiş oldukları ülke kredi notlarına gecikmeli olarak yansıtılmaktadır. Bu nedenle literatürde yapılan çalışmalara da uygun olarak makroekonomik veriler modele dâhil edilirken bir yıl gecikmeli değerleri kullanılmıştır.

Tablo 3.1.'de ekonometrik modellerde kullanılan değişkenler tanıtılmıştır.

Tablo 3.1. Analizde Kullanılan Değişkenler

<i>mood</i>	Moody's tarafından verilen uzun vadeli yabancı para cinsinden ülke kredi notları,
<i>fitch</i>	Fitch Ratings tarafından verilen uzun vadeli yabancı para cinsinden ülke kredi notları
<i>S&P</i>	S&P tarafından verilen uzun vadeli yabancı para cinsinden ülke kredi notları
<i>law</i>	Hukukun üstünlüğü (yüzde puan)
<i>f_spec</i>	İfade özgürlüğü (yüzde puan)
<i>corrupt</i>	Yolsuzluğun önlenmesi (yüzde puan)
<i>poli</i>	Siyasi istikrar ve şiddet/terörizm olayları (yüzde puan)
<i>qual</i>	Mevzuat kalitesi (yüzde puan)
<i>man_ef</i>	Yönetim etkinliği (yüzde puan)
<i>inf</i>	Enflasyon oranları, tüketici fiyatları (% artış)
<i>growth</i>	GSYH büyümesi (% artış)
<i>gdp</i>	Kişi başına düşen GSYH, (reel, ABD \$)
<i>export</i>	Mal ve hizmet ihracatının GSYH'ye oranı (% değişim)
<i>cad</i>	Cari işlemler dengesinin GSYH'ye oranı (% değişim)
<i>dept</i>	Genel devlet brüt borcunun GSYH'ye oranı (% değişim)
<i>inv</i>	Sabit sermaye oluşumunun GSYH'ye oranı (% değişim)
<i>e_size</i>	Satın alma gücü paritesine göre Dünya GSYH'den alınan pay (% değişim)

3.1.1. Sosyal Değişkenler

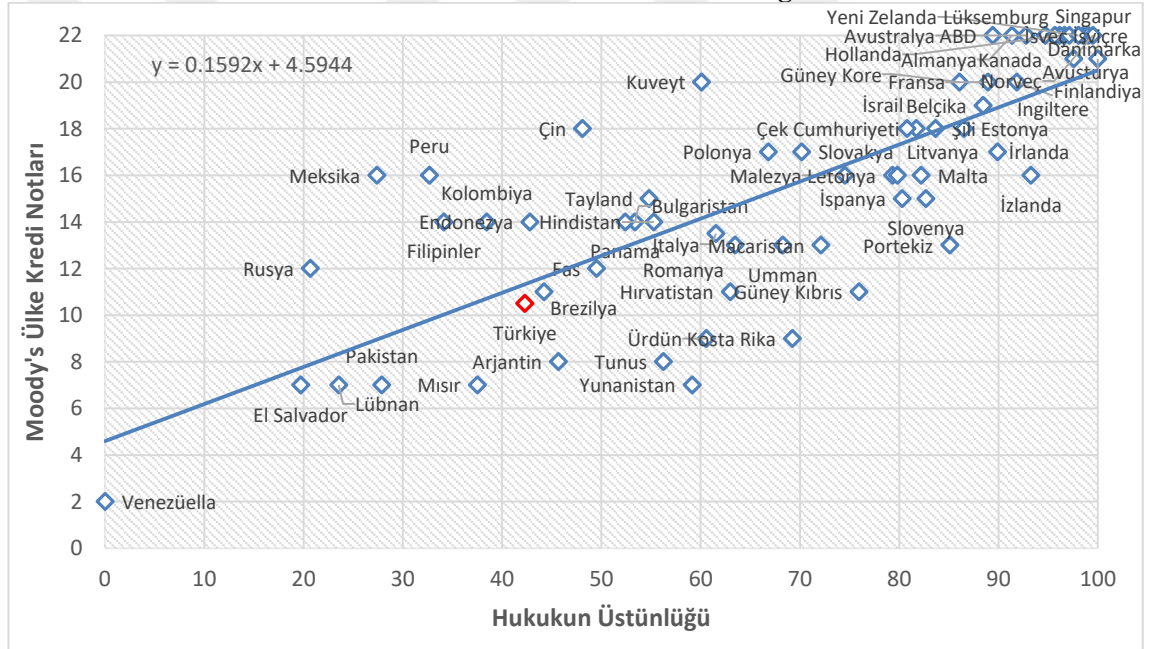
Sosyal değişken olarak, Dünya Bankası tarafından yayımlanan yönetim göstergeleri (Worldwide Governance Indicators) kullanılmıştır. Yönetişim göstergeleri ilk defa Kaufmann, Kraay ve Zoido-Lobaton tarafından 1996 yılı için geliştirilmiştir (Çeliksoy, 2015: 124). Bu göstergeler, 200'den fazla ülke ve bölgede yönetimin 6 boyutunu ölçmektedir. Bunlar, hukukun üstünlüğü (rule of law), ifade özgürlüğü (voice and accountability), yolsuzluğun önlenmesi (control of corruption), mevzuat kalitesi (regulatory quality), yönetim etkinliği (government effectiveness) ve siyasi istikrar ve şiddet/terörizm olaylarından (political stability and absence of violence/terrorism)

oluşmaktadır. Bu göstergeler anket katılımcıları, sivil toplum kuruluşları, ticari işletme bilgi sağlayıcıları ve dünya genelindeki kamu sektörü kuruluşları tarafından bildirilen ve yönetim algılarını yakalayan 31 farklı veri kaynağından elde edilmektedir (Kaufmann vd., 2010a, 2010b).

Hukukun Üstünlüğü

Bu sosyal değişken, bir ülkedeki bireylerin ve firmaların toplum kurallarına ne kadar güven duydukları ve bu kurallara uydukları, özellikle de mülkiyet haklarının korunması, yargı sisteminin ve kolluk güçlerinin bağımsızlığı gibi konularda ülkelerin başarı oranlarını göstermektedir (Kaufmann vd., 2011: 223).

Grafik 3.1. 2018 Yılı Ülke Kredi Notları ve Hukukun Üstünlüğü



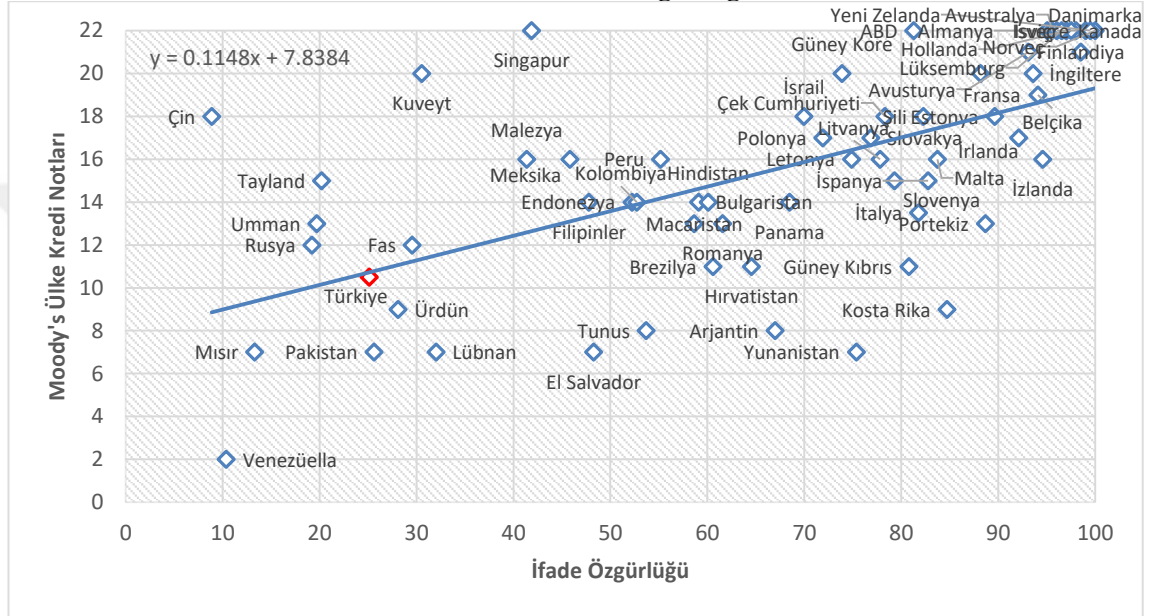
Kaynak: WGI, countryeconomy.com

Grafik 3.1.'de 2018 yılında Moody's tarafından ülkelere verilen kredi notları ile hukukun üstünlüğü (yüzde puan) arasındaki ilişki gösterilmektedir. Yatırımcılar için yatırım yapacakları ülkedeki yargı bağımsızlığı özellikle de mülkiyet haklarının güvence altına alınması çok önemlidir. Grafikten de açıkça görüldüğü gibi ülke kredi notları ile hukukun üstünlüğü değişkenleri arasında pozitif bir ilişki vardır. Bu çalışmada da hukukun üstünlüğü değişkeni ile ülke kredi notları arasında pozitif yönlü bir ilişki beklenmektedir.

İfade Özgürlüğü

İfade özgürlüğü değişkeni, bir ülke vatandaşlarının hükümetlerini seçme özgürlüğü ile birlikte ifade özgürlüğü, örgütlenme özgürlüğü ve bağımsız medyaya ne ölçüde katılabileceklerine dair algıları yansıtmaktadır (Kaufmann vd., 2010b: 4). Ayrıca bu değişken, hükümetlerin denetlenebilmesini ve demokratik hesap verme sorumluluğunu da içermektedir (Özer-Ozer vd., 2020: 34).

Grafik 3.2. 2018 Yılı Ülke Kredi Notları ve İfade Özgürlüğü



Kaynak: WGI, countryeconomy.com

Grafik 3.2’de 2018 yılında Moody’s tarafından derecelendirilen 64 ülkenin ülke kredi notları ile yönetim göstergelerinden olan ifade özgürlüğü arasındaki ilişki gösterilmektedir. Grafikten de görüldüğü üzere, ülkelerin ifade özgürlüğü yüzde puanları arttıkça kredi notları yükselmektedir. Grafikte Türkiye’nin durumu incelendiği zaman, hukukun üstünlüğü değişkeninde olduğu gibi ifade özgürlüğü değişkeninde de seçilen ülke ortalamalarının altında kalmaktadır.

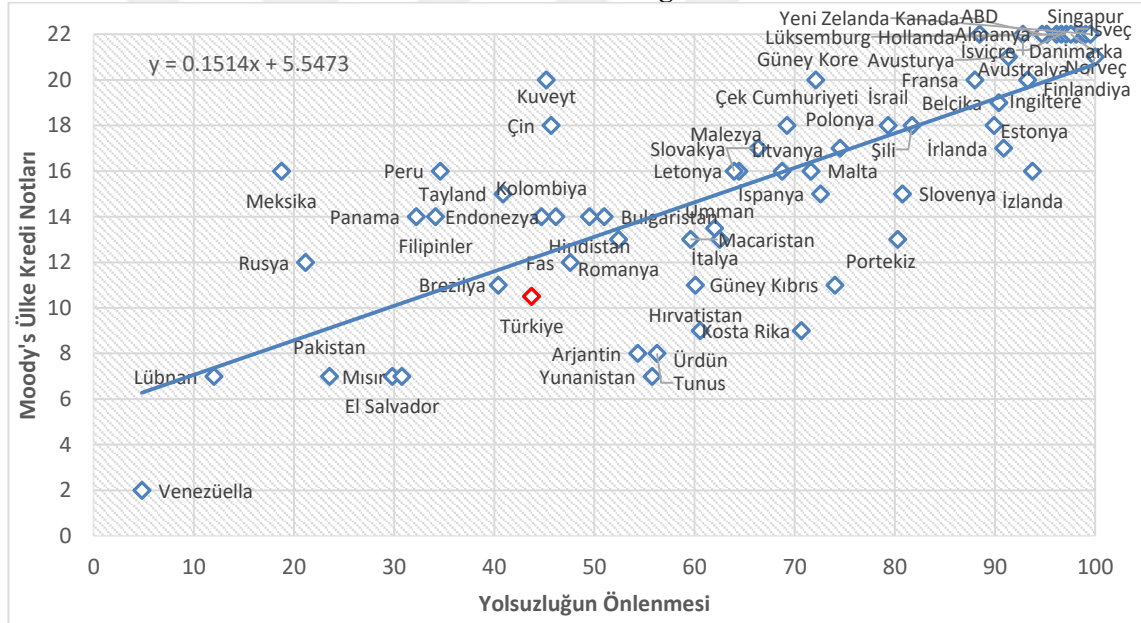
Yolsuzluğun Önlenmesi

Yolsuzluk kavramı genel olarak kamu gücünün özel çıkar(lar) için kullanılmasıdır. Birçok ülkede, rüşvet, bahşiş vb. biçimlerde kurumsallaşmış durumdadır. Bu nedenle yolsuzluk küresel bir olgudur ve kamu yönetim sistemlerinin görevlerini yerine getirme yetenekleri önünde ciddi bir engel oluşturmaktadır (Eryılmaz ve Biricikoğlu, 2011: 29-30).

Bu değişken, hem küçük hem de büyük yolsuzluk biçimleri de dâhil olmak üzere kamu gücünün, özel kazanç sağlamak amacıyla ne ölçüde kullanıldığına dair algıları yansıtmaktadır. Yani kamu gücünün ne derecede seçkinler ve özel çıkar gruplarının tekelinde kaldığını yansıtmaktadır. Ayrıca ülkelerin yolsuzluğun önlenmesi konusundaki kapasite ve etkinliklerini göstermektedir. (Kaufmann vd., 2010b: 4).

Grafik 3.3.'te ülke kredi notları ile Dünya Bankası tarafından yayımlanan yolsuzluğun önlenmesi göstergesi arasındaki ilişki gösterilmektedir. Grafikten açıkça 2018 yılına ait Moody's ülke kredi notları ile yolsuzluğun önlenmesi (yüzde puan) göstergesi arasındaki pozitif yönlü ilişki görülmektedir. Örneğin Norveç, İsveç ve Danimarka gibi yolsuzluğun önlenmesi göstergesi yüksek olan ülkelerin kredi notları yüksek iken Venezüella, Lübnan ve Pakistan gibi yolsuzluğun önlenmesi göstergesi düşük olan ülkelerin kredi notları düşüktür.

Grafik 3.3. 2018 Yılı Ülke Kredi Notları ve Yolsuzluğun Önlenmesi



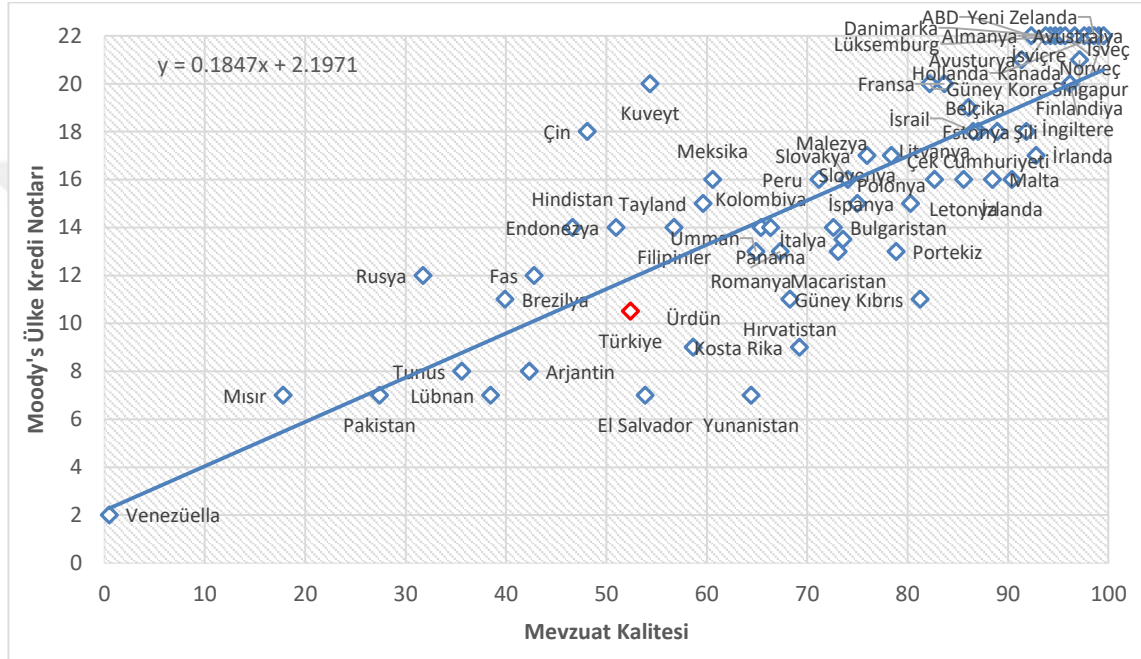
Kaynak: WGI, countryeconomy.com

Mevzuat Kalitesi

Bu gösterge, ülkelerin özel sektör gelişimine izin veren ve teşvik eden etkin politikalar ve düzenlemeler oluşturma ve uygulama yeteneğine ilişkin algıları yansıtmaktadır (Kaufmann vd., 2010b: 4). Ayrıca fiyat kontrolleri, yetersiz banka denetimleri, yabancı ticaretin ve iş ortamının gelişmesini engelleyen aşırı düzenlemelerin oluşturmuş olduğu belirsizlikleri de ölçmektedir (Çeliksoy, 2015: 125).

Grafik 3.4.'te Moody's tarafından 2018 yılında 64 ülkeye verilen uzun vadeli yabancı para cinsinden ülke kredi notları ile Dünya Bankası tarafından yayımlanan yönetim göstergelerinden mevzuat kalitesi göstergesi arasındaki ilişki gösterilmektedir. Diğer sosyal değişkenlerde olduğu gibi ülke kredi notları ile mevzuat kalitesi değişkenleri arasındaki doğrusal ilişki grafikten açıkça görülmektedir. Ayrıca hukukun üstünlüğü, ifade özgürlüğü, yolsuzluğun önlenmesi göstergelerinin aksine mevzuat kalitesi göstergesinde Türkiye, %50'nin üzerinde yer almaktadır.

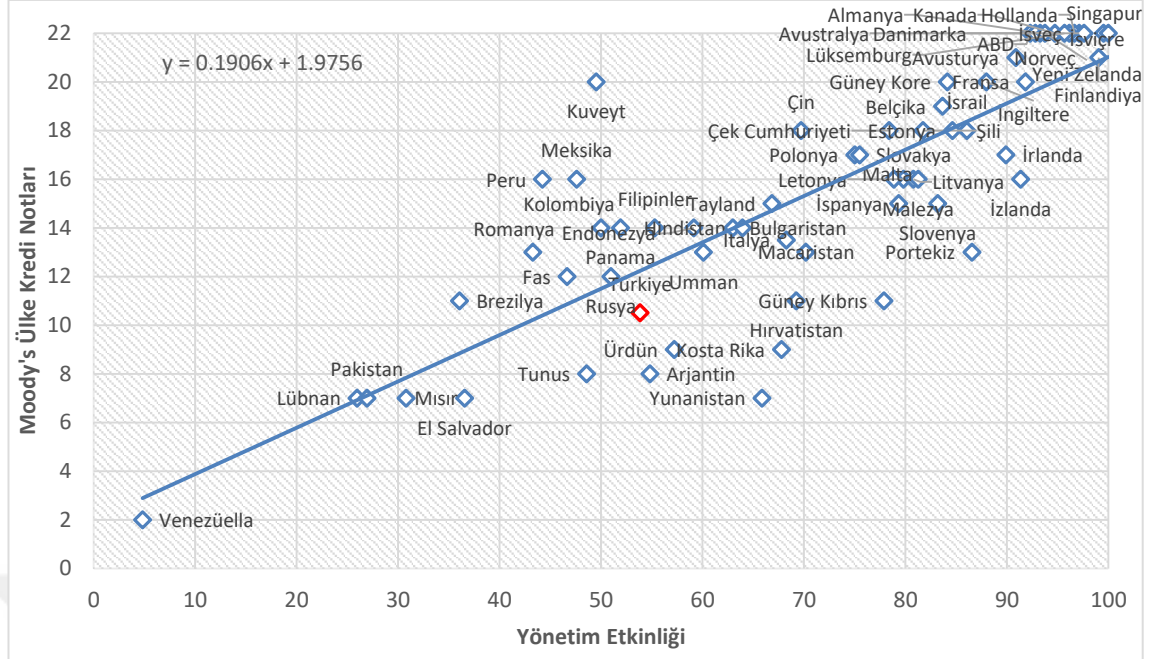
Grafik 3.4. 2018 Yılı Ülke Kredi Notları ve Mevzuat Kalitesi



Kaynak: WGI, countryeconomy.com

Yönetim Etkinliği

Etkinlik kavramı, kurumların kaynaklarını verimli şekilde kullanmalarını sağlayacak sonuçlar üretmelerini ifade etmektedir (Özer, 2006: 81). Uygulamada ülkeler kaynaklarını ne kadar etkin kullanıyorlarsa o kadar etkili kabul edilmektedir (Akçay, 2013:10) Yönetim etkinliği değişkeni, kamu hizmetlerinin kalitesini ve siyasi baskılardan bağımsızlık derecesini, politika oluşturma ve uygulama kalitesini ve idarenin bu politikalara bağlılığının güvenilirliği konusundaki algıları yansıtmaktadır (Kaufmann vd., 2011: 223).

Grafik 3.5. 2018 Yılı Ülke Kredi Notları ve Yönetim Etkinliği

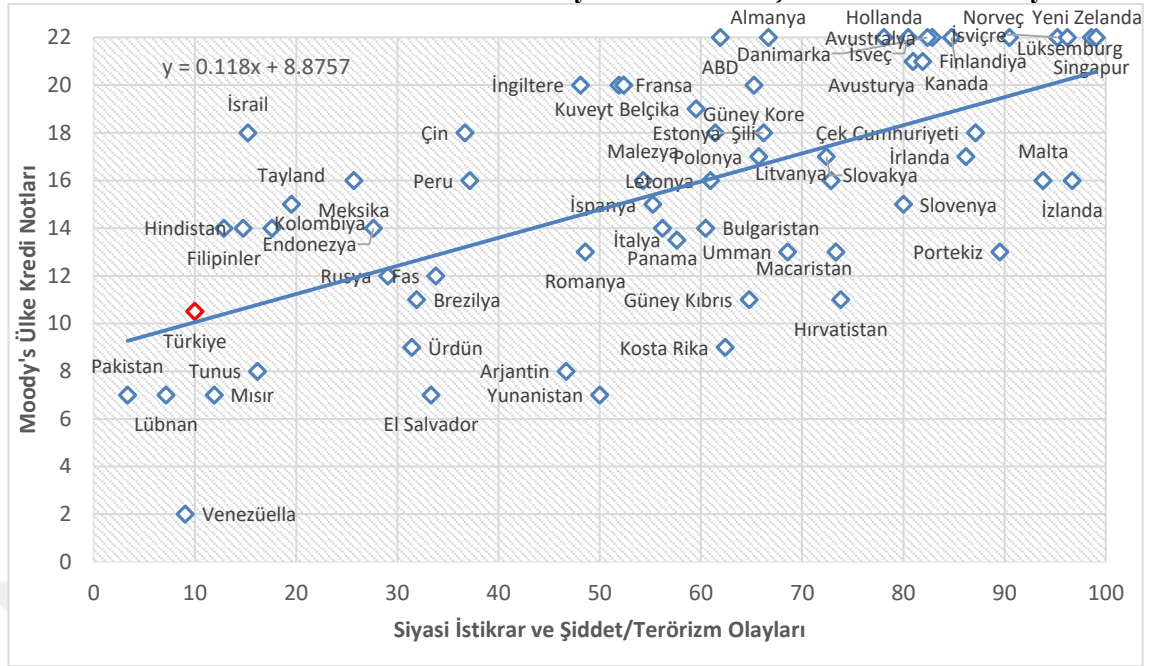
Kaynak: WGI, countryeconomy.com

Grafik 3.5.'te ülke kredi notları ile Dünya Bankası tarafından yayımlanan yönetim etkinliği değişkenleri arasındaki ilişki gösterilmektedir. Grafikten açıkça 2018 yılına ait Moody's ülke kredi notları ile yönetim etkinliği (yüzde puan) değişkenleri arasındaki pozitif yönlü ilişki görülmektedir.

Siyasi İstikrar ve Şiddet/Terörizm Olayları

Bu değişken, hükümetin şiddet ve terörizm olayları da dahil olmak üzere anayasaya aykırı yollarla istikrarsızlaştırılması ve/veya devrilmesi ihtimaline ilişkin algıları yansıtmaktadır (Kaufmann vd., 2010b: 4).

Grafik 3.6.'da Moody's tarafından 2018 yılında 64 ülkeye verilen uzun vadeli yabancı para cinsinden ülke kredi notları ile Dünya Bankası tarafından yayımlanan yönetim göstergelerinden siyasi istikrar ve şiddet/terörizm olayları göstergesi arasındaki ilişki gösterilmektedir. Diğer sosyal değişkenlerde olduğu gibi ülke kredi notları ile siyasi istikrar ve şiddet/terörizm olayları değişkenleri arasındaki doğrusal ilişki grafikten açıkça görülmektedir.

Grafik 3.6. 2018 Yılı Ülke Kredi Notları ve Siyasi İstikrar ve Şiddet/Terörizm Olayları

Kaynak: WGI, countryeconomy.com

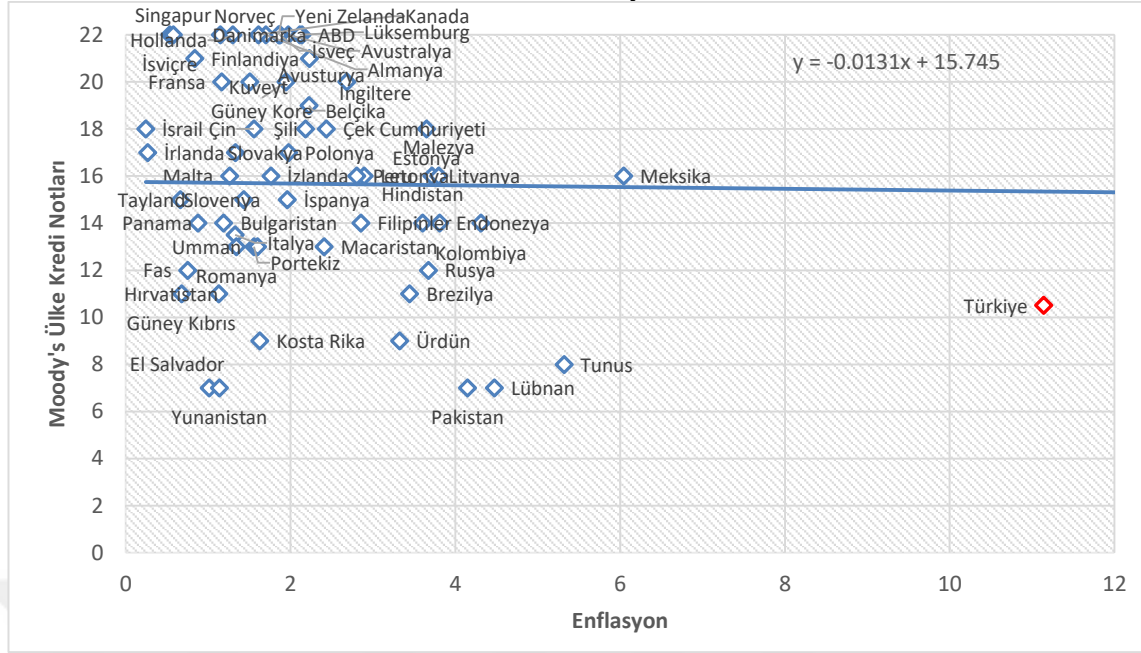
3.1.2. Makroekonomik Değişkenler

Çalışmada kullanılan makroekonomik değişkenler belirlenirken üç büyük derecelendirme kuruluşunun ülke kredi notu belirleme yöntemlerinde kullandıkları faktörler ve literatürde yapılmış çalışmalar dikkate alınmıştır. Olabildiğince fazla ülke verisi kullanabilmek için güvenilir kaynaklardan verisine ulaşılabilen 64 ülke çalışmaya dâhil edilmiştir. Bu veriler Dünya Bankası ve IMF veri tabanından elde edilmiştir.

Enflasyon

Ülkelerin enflasyon oranları (tüketici fiyatları % artış), Dünya Bankası Kalkınma Göstergelerinden (World Development Indicators) elde edilmiştir. Düşük enflasyon ve istikrarlı ekonomik büyüme oranına sahip ülkeler, kronik enflasyon ve ciddi ekonomik oynaklıklara sahip olan (veya yakın geçmişte deneyimlemiş) ülkelere göre daha yüksek oranda derecelendirilmektedir (Fitch Ratings, 2018: 16).

Grafik 3.7.'de bu çalışmaya konu olan 64 ülkenin kredi notları ile enflasyon oranları arasındaki ilişki gösterilmektedir. Grafik denkleminde de anlaşıldığı üzere ülke kredi notları ile enflasyon oranları arasında negatif yönlü bir ilişki vardır. Bu çalışmada da ülkelerin uzun vadeli yabancı para cinsinden ülke kredi notları ile enflasyon oranları arasında negatif ilişki beklenmektedir.

Grafik 3.7. 2018 Yılı Ülke Kredi Notları ve Enflasyon

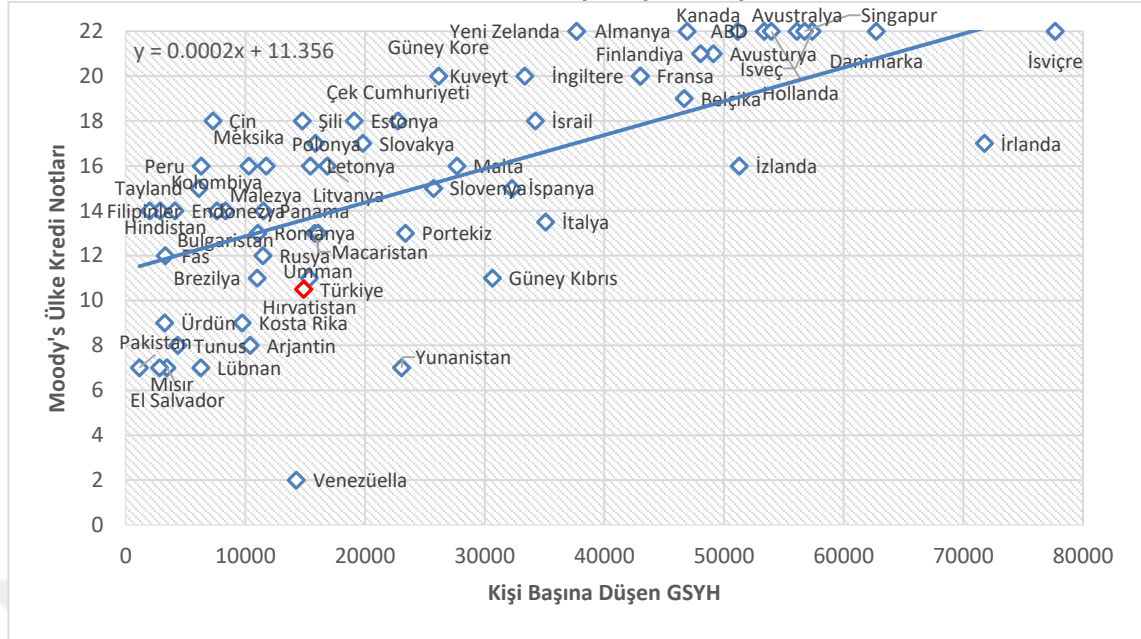
Kaynak: WDI, countryeconomy.com

GSYH Büyümesi

Ülkelerin düşük büyüme oranına sahip olmaları, borç yüklerini sürdürülemez duruma getirebilir. Ülkelerde yaşanan uzun süreli düşük büyüme oranları, bütçe performanslarını, borç yüklerini yönetme potansiyellerini ve borç/GSYH oranlarını negatif olarak etkilemektedir. Aksine ülkelerin istikrarlı ve güçlü büyüme oranlarına sahip olmaları, bu değişkenleri pozitif olarak etkilemenin yanında ortalama gelir ve servet seviyelerini de artıracak için kredi güvenilirliklerini de olumlu olarak etkilemektedir (Fitch Ratings, 2018: 16; Moody's 2019: 5). Bu çalışmada da ülkelerin uzun vadeli yabancı para cinsinden ülke kredi notları ile GSYH büyümesi değişkenleri arasında pozitif ilişki beklenmektedir.

Kişi Başına Düşen GSYH

Kişi başına düşen GSYH (reel, ABD \$) değişkeni, Dünya Bankası Kalkınma Göstergelerinden (World Development Indicators) elde edilmiştir. Literatürde yapılan çalışmalar incelendiği zaman (Cantor ve Packer 1996, Afonso 2002, Alexe vd. 2003 gibi) ülke kredi notlarını pozitif olarak etkileyen en önemli faktörlerden biri kişi başına düşen GSYH değişkenidir. Yapmış olduğumuz çalışmada da ülke kredi notları ile kişi başına düşen GSYH değişkeni arasında doğrusal bir ilişki beklenmektedir.

Grafik 3.8. 2018 Yılı Ülke Kredi Notları ve Kişi Başına Düşen GSYH

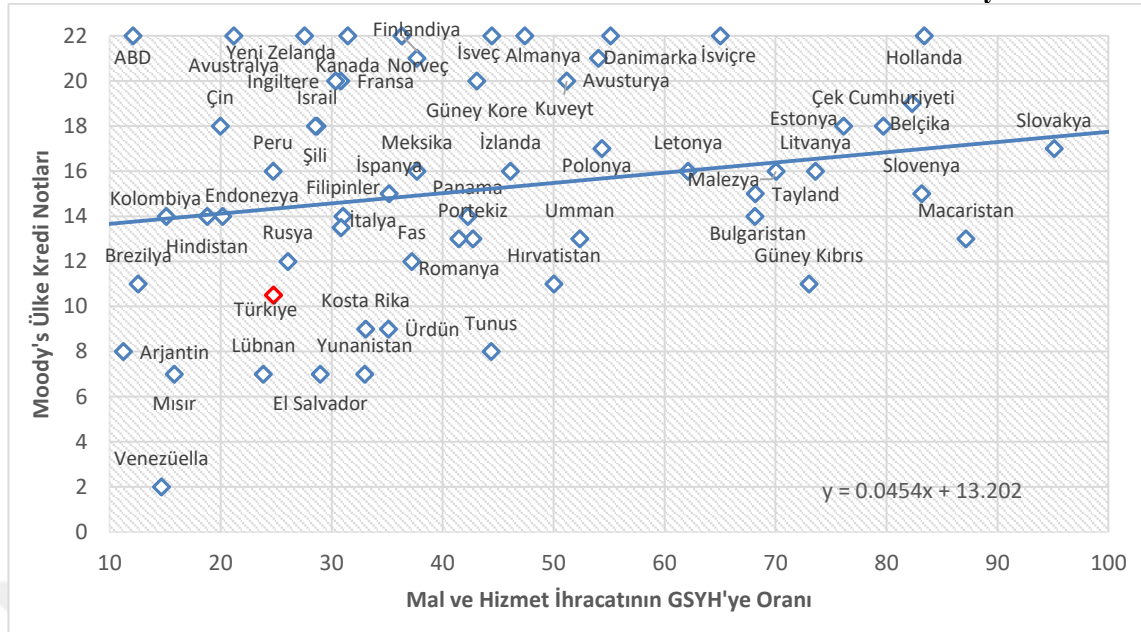
Kaynak: WDI, countryeconomy.com

Grafik 3.8. incelendiği zaman İsviçre, Singapur, Avustralya, Avusturya, İsveç, Danimarka, ABD, Kanada gibi kişi başına düşen GSYH'si yüksek olan ülkelerin derecelendirme notlarının da yüksek olduğu görülmektedir. Yani grafik bize 64 ülkenin 2018 yılı ülke kredi notları ile kişi başına düşen GSYH değişkenleri arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu ifade etmektedir.

Mal ve Hizmet İhracatının GSYH'ye Oranı

Mal ve hizmet ihracatının GSYH'ye oranı değişkeni bir nevi ülkelerin ticari açıklığını ifade etmektedir. Bu değişken ülkelerin dış dünya ile olan ekonomik ilişkilerinin boyutunu göstermektedir. Dış dünya ile ekonomik ilişkileri yüksek olan ülkeler, uluslararası ticari ve siyasi itibarlarını muhafaza etmek için dış borçlarını ödemeye daha istekli olmaktadır (Haspolat, 2015: 85-86). Bu durum da ülkelerin kredi güvenilirliğini artırmaktadır.

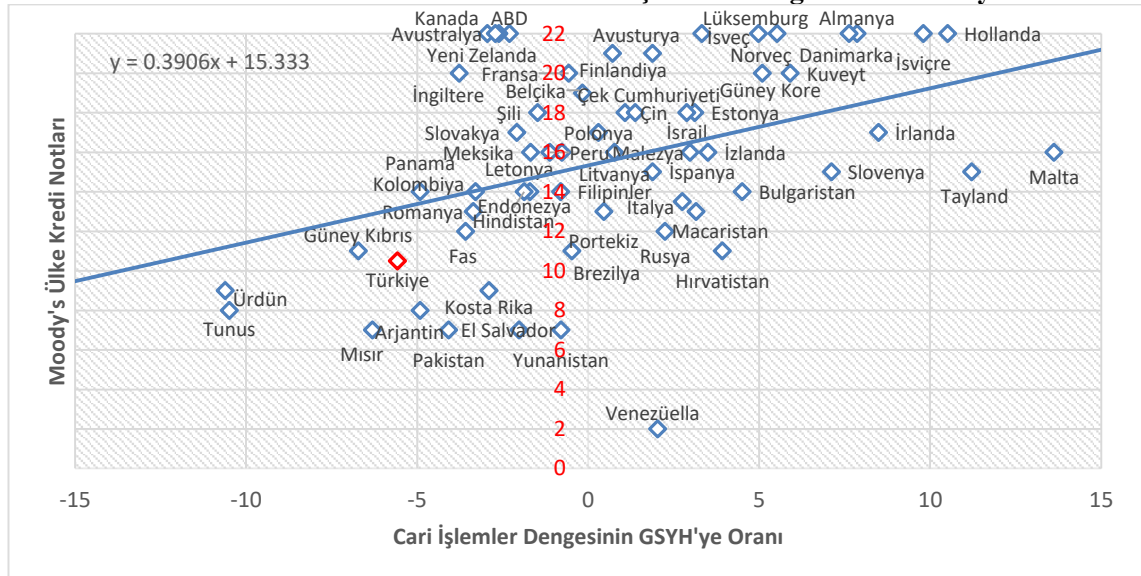
Grafik 3.9.'da bu çalışmaya konu olan 64 ülkenin kredi notları ile mal ve hizmet ihracatının GSYH'ye oranı değişkenleri arasındaki ilişki gösterilmektedir. Grafik denkleminde de anlaşıldığı üzere ülke kredi notları ile mal ve hizmet ihracatının GSYH'ye oranı değişkenleri arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır. Bu çalışmada da ülkelerin uzun vadeli yabancı para cinsinden ülke kredi notları ile mal ve hizmet ihracatının GSYH'ye oranı değişkenleri arasında pozitif bir ilişki beklenmektedir.

Grafik 3.9. 2018 Yılı Ülke Kredi Notları ve Mal ve Hizmet İhracatının GSYH'ye Oranı

Kaynak: WDI, countryeconomy.com

Cari İşlemler Dengesinin GSYH'ye Oranı

Yüksek miktarda verilen cari açık (ekonominin büyüklüğüne göre), ülkelerin makroekonomik istikrarı için bir risk kaynağı oluşturabilmektedir. Bu durum da ülkelerin kredi notlarına olumsuz olarak yansımaktadır (Fitch Ratings, 2018: 25).

Grafik 3.10. 2018 Yılı Ülke Kredi Notları ve Cari İşlemler Dengesinin GSYH'ye Oranı

Kaynak: WDI, countryeconomy.com

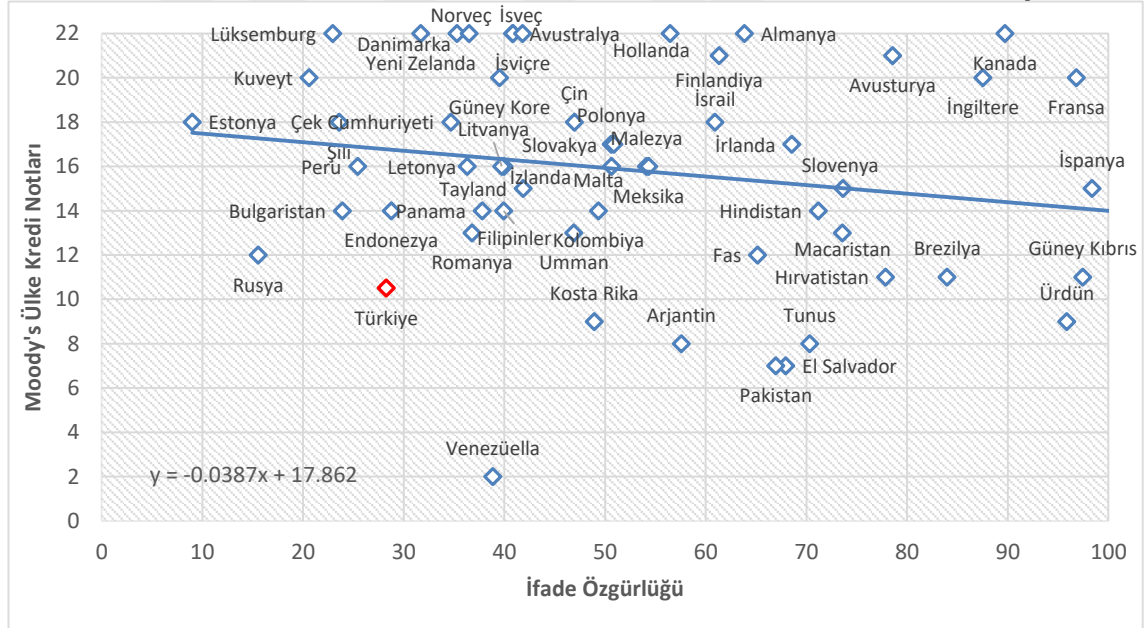
Grafik 3.10. incelendiği zaman, Tunus, Ürdün, Mısır, Arjantin, Pakistan gibi cari açık veren ülkelerin daha düşük kredi notuna sahip oldukları, Hollanda, İsviçre,

Danimarka, Almanya gibi cari fazla veren ülkelerin ise daha yüksek kredi notuna sahip oldukları görülmektedir. Yani grafik bize 64 ülkenin 2018 yılı ülke kredi notları ile cari işlemler dengesinin GSYH'ye oranı değişkenleri arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu ifade etmektedir.

Genel Devlet Brüt Borcunun GSYH'ye Oranı

Genel devlet borç stokunun GSYH'ye oranının yüksek olması, özellikle ekonomik stres dönemlerinde ekonomiye mali destek sağlama kapasitelerini zayıflatarak ülkelerin ekonomik büyüme beklentilerini azaltmaktadır. Genel devlet borç stokunun GSYH'ye oranı yüksek olan ülkeler, diğer ülkelere göre daha yüksek bir temerrüt riski ile ilişkilendirilmektedir. Bu nedenle ülkelerin borç yükünün yüksek olması kredi notlarını olumsuz olarak etkilemektedir (S&P, 2017: 20-21; Fitch Ratings, 2018: 19; Moody's, 2019: 23-24).

Grafik 3.11. 2018 Yılı Ülke Kredi Notları ve Genel Devlet Brüt Borcunun GSYH'ye Oranı



Kaynak: WDI, countryeconomy.com

Grafik 3.11'de 2018 yılı ülke kredi notları ile genel devlet brüt borcunun GSYH'ye oranı arasındaki ilişki gösterilmektedir. Grafik 3.11'den de açıkça görülmektedir ki ülke kredi notları ile ülkelerin borç yükleri arasında negatif yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Ayrıca borç yükü bakımından Fransa, İngiltere, Kanada Avusturya, Almanya gibi yüksek kredi notuna sahip ülkelere göre çok daha iyi bir konumda olan Türkiye'nin kredi notu çok düşük seviyelerde kaldığı görülmektedir.

3.2.Yöntem: Panel Veri Analizi

Bilimsel ve ampirik çalışmalarda genellikle üç tip veri türü kullanılmaktadır. Bunlar; zaman serisi verileri, kesit verileri ve panel verilerdir. Zaman serisi verileri, bir ya da birkaç değişkenin zaman içerisinde aldığı değerler hakkında bilgi verirken kesit verilerde değerler, bir ya da birkaç değişkenin zamanın tek bir anı (dönemi) hakkında bilgi vermektedir. Panel verilerinde ise aynı kesit değerleri zaman içinde gözlemlenmektedir. Diğer bir ifadeyle panel verilerinde hem zaman boyutu hem de mekân boyutu vardır (Gujarati, 2012: 591). Kısaca panel veriler, zaman serisi verileri ile kesit verilerinin birleştirilmesi yoluyla elde edilmektedir.

Ekonometrik analizlerde panel veri kullanmanın diğer veri türlerine göre bazı avantajları vardır. Bu avantajlar (Baltagi, 2005: 4-6);

- Panel veriler, kesitlerin heterojen olabileceği bilgisini hesaba katmakta ve veri setini heterojenliğe karşı kontrol etmektedir.
- Panel veriler, gözlem sayılarının nispeten daha fazla olmasıyla birlikte, daha fazla bilgi içermekte, çoklu doğrusal bağlantı sorunuyla daha az karşılaşmakta ve daha yüksek serbestlik derecesine sahip olmaktadır. Böylece de daha verimli bir veri seti sağlamaktadır.
- Panel veriler, değişim dinamiklerini daha iyi incelemektedir.
- Panel veriler, zaman serilerinin kısa ya da kesit verilerinin yetersiz olduğu durumlarda da analiz yapılmasına imkân sağlamaktadır.
- Panel veri modeller, diğer veri türlerine göre daha karmaşık davranışsal modeller oluşturulmasına ve test edilmesine olanak sağlamaktadır.

Bu çalışmada da kısıtlı zaman serisi sorununu çözmek ve farklı ülkelere ait verilerin bir arada analizini yapabilmek amacıyla, literatürde yapılan çalışmalara da uygun olarak panel veri yöntemi kullanılmıştır.

Panel veriler, örneğin bireyler, haneler, firmalar veya ülkeler gibi aynı kesit birimlerinin zaman içerisinde tekrarlanan gözlemlerinden oluşmaktadır (Wooldridge, 2002: 6). Bu nedenle panel seriler y_{it} ile gösterilen iki alt simgeyle ifade edilmektedir. Alt simgelerden $i = 1, \dots, N$ birimlerdeki değişimi, $t = 1, \dots, T$ ise zamandaki değişimi göstermektedir (Hsiao, 2005: 1). Ayrıca panel serisi, N adet biriminin T dönemli değişimini ifade ettiği $N \times T$ adet gözlem değeri almaktadır (Nargeleçekenler, 2009: 11).

Bağımlı değişkeni Y, bağımsız (açıklayıcı) değişkeni X olan genel bir panel regresyon modeli aşağıdaki gibidir (Güriş, 2015: 5-6):

$$Y_{it} = \alpha_{it} + \beta_{it}X_{it} + u_{it} \quad i = 1, \dots, N, t = 1, \dots, T \quad (3.1)$$

α_{it} sabit parametrelerini, β_{it} eğim parametrelerini ve u_{it} ise hata terimini temsil etmektedir. K sayıda değişkene sahip doğrusal panel regresyon modeli,

$$Y_{it} = \alpha_{it} + \beta_{1it}X_{1it} + \dots + \beta_{kit}X_{kit} + u_{it} \quad k = 1, \dots, K \quad (3.2)$$

şeklinde ifade edilmektedir. Bu model toplamsal olarak,

$$Y_{it} = \alpha_{it} + \sum_{k=1}^K \beta_{kit}X_{kit} + u_{it} \quad (3.3)$$

şeklinde gösterilebilmektedir.

Bu modelin normallik ve bağımsız değişkenler ile hata terimi arasında ilişki olmaması varsayımı dışındaki diğer varsayımlar şu şekildedir:

$$E(u_{it}) = 0 \text{ (sıfır ortalama)}$$

$$E(u_{it}^2) = \sigma^2 \text{ (sabit varyans)}$$

$$E(u_{it}u_{jt}) = 0 \text{ (} i \neq j, \text{ birimler arası otokorelasyon olmaması)}$$

$$E(u_{i,t-s}u_{i,t-h}) = 0 \text{ (} s \neq h, \text{ zamana göre otokorelasyon olmaması)}$$

Denklem (3.2) ve (3.3)'ten birimlerdeki ve zamandaki değişimi yakalayabilmek için değişik şekillerde panel regresyon modelleri kurulabilir (Hsiao, 2003: 11-12):

1. Eğim katsayılarının sabit olduğu ve kesmenin birim boyunca değiştiği durum:

$$Y_{it} = \alpha_i + \sum_{k=1}^K \beta_k X_{kit} + u_{it} \quad i = 1, \dots, N, t = 1, \dots, T. \quad (3.4)$$

2. Eğim katsayılarının sabit olduğu ve kesmenin birim ve zaman boyunca değiştiği durum:

$$Y_{it} = \alpha_{it} + \sum_{k=1}^K \beta_k X_{kit} + u_{it} \quad i = 1, \dots, N, t = 1, \dots, T. \quad (3.5)$$

3. Bütün katsayıların birimler boyunca değiştiği durum:

$$Y_{it} = \alpha_i + \sum_{k=1}^K \beta_{ki} X_{kit} + u_{it} \quad i = 1, \dots, N, t = 1, \dots, T. \quad (3.6)$$

4. Bütün katsayıların birimler ve zaman boyunca değiştiği durum:

$$Y_{it} = \alpha_{it} + \sum_{k=1}^K \beta_{kit} X_{kit} + u_{it} \quad i = 1, \dots, N, t = 1, \dots, T. \quad (3.7)$$

Sabit (α_{it}), $k = 1, \dots, K$ için eğim(ler) (β_{kit}) ve hata terimi (u_{it}) ile ilgili varsayımlara bağlı olarak panel regresyon modelleri, regresyon katsayılarının birimler ve/veya zaman boyunca değişimine izin verilerek farklı şekillerde oluşturabiliriz. Birim boyutunun zaman boyutundan büyük olduğu durumda değişkenler arasındaki ilişkiyi tahmin etmede temelde üç farklı model kullanılmaktadır. Bunlardan ilki, bütün birimlerin homojen dağıldığını varsayan Havuzlanmış (Pooled) En Küçük Kareler (EKK) modelidir. Bu modelde, değişkenler arasındaki ilişki tahmin edilirken etkilerin hem birimler hem de zaman boyunca ortak olduğu varsayılmaktadır. İkinci model, $k = 1, \dots, K$ için α_i 'nin bağımsız (açıklayıcı) değişken(ler) (X_{kit}) ile bağıntılı olması durumunda kullanılan Sabit Etkiler Modeli (Fixed Effects Model, FEM) yaklaşımıdır. Son olarak ise, $k = 1, \dots, K$ için α_i 'nin bağımsız (açıklayıcı) değişken(ler) (X_{kit}) ile bağıntısız olması durumunda kullanılan Rassal Etkiler Modelidir (Random Effects Model, REM) (Nargeleçekenler, 2009: 2-25).

3.2.1. Havuzlanmış (Pooled) En Küçük Kareler (EKK) Modeli

Havuzlanmış (Pooled) en küçük kareler (EKK) modelinde, kesme ve eğim parametrelerinin birimler ve zaman boyunca sabit olduğu ($\beta_{kit} = \beta_k$) kabul edilmektedir. Yani, panel veri regresyon modelindeki tüm parametrelerin homojen olduğu varsayılmaktadır. Bu modelde verilerin birim ve zaman boyutları ihmal edilmekte ve geleneksel en küçük kareler (EKK) yöntemi ile tahmini yapılmaktadır (Tatoğlu, 2020: 52-53).

3.2.2. Sabit Etkiler Modeli (Fixed Effects Model, FEM)

Panel veri modellerinin en küçük kareler (EKK) yöntemiyle tahmin edilmesinde uygulamada karşılaşılan önemli bir sorun verilerin homojenliğidir. Heterojen olan veriler birimler boyunca homojen alt gruplara ayrılarak, alt gruplar için yapılan model tahminleri

daha iyi sonuçlar vermektedir. Bu sorunun çözümü için panel veri modellerinde kovaryans modeli (kukla değişkenli model) veya hata bileşenleri modeli kullanılabilir. Bu modellerin ortak bir gösterimi aşağıdaki gibi ifade edilebilir (Güriş, 2015: 10-11):

$$Y_{it} = (\alpha + \mu_i + \lambda_t) + \sum_{k=1}^K \beta_{kit} X_{kit} + u_{it} \quad (3.8)$$

Bu modelin sabit (kesme) parametresi,

$$\beta_{0it} = \alpha + \mu_i + \lambda_t \quad (3.9)$$

Burada β_0 ortalama sabit parametreyi, μ_i birim etkisini, λ_t zaman etkisini göstermektedir. Sadece yatay kesit birimlerindeki denge ile ilgileniliyorsa λ_t , sadece zaman etkisi ile ilgileniliyorsa μ_i , denklemden çıkarılır. Denklem (3.9)'deki μ_i ve λ_t terimleri sabit ise model kovaryans modeli (kukla değişkenli model) olarak adlandırılmaktadır. Kovaryans modeli (kukla değişkenli model) Sabit Etkiler Modeli (Fixed Effects Model, FEM) olarak isimlendirilir. Sabit Etkiler Modelinin katsayıları birimlere, zamana veya hem birimlere hem de zamana göre değişim gösterirler. Sadece birimlere veya zamana göre değişimi gösteren Sabit Etkiler Modeli “Tek Yönlü Sabit Etkiler Modeli”, hem birimlere hem de zamana göre değişimi gösteren Sabit Etkiler Modeli “Çift Yönlü Sabit Etkiler Modeli” olarak adlandırılmaktadırlar (Güriş, 2015: 11-13).

Tek yönlü sabit etkiler modellerinin, kovaryans modelleri (kukla değişkenli model) ve sabit katsayılı modeller yardımıyla tahmini yapılmaktadır. Kovaryans modelinde sabit (kesme) katsayının birimden birime değiştiği, eğim katsayılarının değişmeyip sabit kaldığı, sabit katsayılar modelinde ise birim etkilerinin eğim katsayılarını etkilediği varsayılmaktadır. Çift yönlü sabit etkiler modelinde ise kovaryans modeli birimler ve zaman boyutundaki değişimlerin sadece sabit (kesme) katsayıyı etkilediği, sabit katsayılar modelinde birimler ve zaman boyutundaki değişimlerin eğim katsayılarını etkilediği varsayılmaktadır (Nargeleçekenler, 2009: 25-26; Güriş, 2015: 14-21).

3.2.3. Rassal Etkiler Modeli (Random Effects Model, REM)

Denklem (3.9)'deki μ_i ve λ_t terimleri rassal değişken ise model hata bileşenleri modelidir. Hata bileşenleri modeli Rassal Etkiler Modeli (Random Effects Model, REM) olarak adlandırılmaktadır. Model, sadece birim veya zaman etkisini gösteriyor ise “Tek Yönlü Rassal Etkiler Modeli”, hem birim hem de zaman etkisini gösteriyor ise “Çift Yönlü Rassal Etkiler Modeli” olarak nitelendirilmektedir (Güriş, 2015: 11-25).

Tek yönlü rassal etkiler modellerinin tahmini, hata bileşenleri modeli ve rassal katsayılı modeller yardımıyla yapılmaktadır. Hata bileşenleri modelinde birimler veya zaman boyutundaki değişimler sadece sabit (kesme) parametresini etkileyecek şekilde hata teriminin bir bileşeni olarak modele dahil edilirken, rassal katsayılı modellerde birimler veya zaman boyutundaki değişimler bütün parametreleri etkileyecek şekilde hata teriminin bir bileşeni olarak modele dahil edilmektedir. Çift yönlü rassal etkiler modelinde ise hata bileşenleri modeli birimler ve zaman boyutundaki değişimler sadece sabit (kesme) parametresini etkileyecek şekilde hata teriminin bir bileşeni olarak modele dahil edilirken, rassal katsayılı modellerde birimler ve zaman boyutundaki değişimler eğim parametresini etkileyecek şekilde hata terimine dahil edilmektedir (Nargeleçekenler, 2009: 40).

3.3. Ülkelerin Kredi Notu Tahminleri

Bu kısımda, Moody's, S&P ve Fitch Ratings tarafından derecelendirilen ülkelerin uzun vadeli yabancı para cinsinden kredi notları, veri seti bölümünde anlatılan değişkenler yardımıyla ayrı ayrı tahmin edilecektir. Daha sonrasında kurduğumuz ekonometrik model tahmin sonuçları ile Moody's, S&P ve Fitch Ratings tarafından ülkelere verilen kredi notları karşılaştırılarak tartışılacaktır.

Öncelikle alt bölüm 3.3'te anlatılan modellerden (Havuzlanmış En Küçük Kareler (EKK), Sabit Etkiler Modeli ve Rassal Etkiler Modeli) hangisinin seçileceği belirlenmelidir. Bu çalışmada kullanılan veri seti Sabit Etkiler Modeline daha uygun olsa da üç model sonuçları da tablolar halinde verilecektir. Hangi modellerin seçileceğine (Havuzlanmış EKK, Sabit Etkiler, Rassal Etkiler, Tek veya Çift Yönlü Sabit Etkiler ve Tek veya Çift Yönlü Rassal Etkiler), F testi, Breusch-Pagan LM testi ve Hausman testi sonuçlarına göre karar verilecektir.

3.3.1. Moody's Ülkelerin Kredi Notu Tahmini

Moody's kredi derecelendirme kuruluşu tarafından verilen ülke kredi notlarının harf değerleri Tablo 2.4'te gösterildiği gibi sayısallaştırılarak kurulan modelin bağımlı değişkeni oluşturulmuştur. Daha sonrasında bağımsız (açıklayıcı) değişken olarak, Moody's kredi derecelendirme kuruluşunun yayımladığı derecelendirme metodolojisi (Sovereign Ratings Methodology) ve literatürde yapılan çalışmalar dikkate alınarak 6 sosyal ve 8 ekonomik olmak üzere 14 değişken kullanılmıştır.

Kurmuş olduğumuz ekonometrik modelin tahmini için ilk olarak, verilerin birim ve zaman boyutunu ihmal eden havuzlanmış (pooled) EKK yöntemi kullanılmıştır. Model 1'de EKK yönteminin tahmin sonuçları yer almaktadır (Tablo 3.6).

Bu çalışmada, alt bölüm 3.3'te yer alan modellerden hangisinin seçileceğini belirlemek için öncelikle F testi uygulanmıştır. F testi havuzlanmış (pooled) EKK tahmincisi ile sabit etkiler tahmincisi karşılaştırmaktadır.

Tablo 3.2. Moody's Ülkelerin Kredi Notu Tahmini F Testi Sonuçları

Test	İstatistik	Olasılık(p)	Hipotez
F-kesit	30.767	0.000	H_0 : Sabit kesit etkisi varken sabit zaman etkisi yoktur.
F-zaman	5.942	0.000	H_0 : Sabit zaman etkisi varken sabit kesit etkisi yoktur.
F-çift yönlü	24.231	0.000	H_0 : Sabit kesit ve sabit zaman etkisi yoktur.

Tablo 3.2'de yer alan F istatistiği sonuçlarına göre sabit kesit etkisi varken sabit zaman etkisinin olmadığı, sabit zaman etkisi varken sabit kesit etkisinin olmadığı ve sabit kesit ve sabit zaman etkisinin olmadığını ifade eden H_0 hipotezleri tüm anlamlılık düzeylerinde reddedilmektedir. Yani bu sonuçlar, havuzlanmış (pooled) EKK modeli yerine sabit etkiler modelinin kullanılması gerektiğini göstermektedir. Ayrıca F istatistiği sonuçlarına göre çalışmada kullanacağımız uygun model, birim ve zaman etkilerinin birlikte incelendiği çift yönlü sabit etkiler modelidir. Çift yönlü sabit etkiler modelinin tahmin sonuçları Model 2'de verilmiştir (Tablo 3.6).

F testinden sonra, havuzlanmış (pooled) EKK modeli ile rassal etkiler modeli arasında seçim yapabilme imkanı sağlayan Breusch-Pagan LM (Lagrange Multiplier) testi ile Honda testi uygulanmıştır. Honda testi, Breusch-Pagan LM testinin karekökü olduğu için Breusch-Pagan LM testinin alternatif hipotez altında varyansların negatif

olma olasılığını ortadan kaldırmaktadır (Baltagi, 2005: 61). Bu nedenle analiz sonuçlarının güvenilirliği açısından her iki test sonucu da Tablo 3.3'te verilmiştir.

Tablo 3.3'te yer alan Breusch-Pagan LM ve Honda testi sonuçlarına göre rassal kesit etkisi varken rassal zaman etkisinin olmadığı, rassal zaman etkisi varken rassal kesit etkisinin olmadığı ve rassal kesit ve rassal zaman etkisinin olmadığını ifade eden H_0 hipotezleri, olasılık (p) değerleri 0.01'den küçük olduğu için tüm anlamlılık düzeylerinde reddedilmektedir. Bu sonuçlar, kurulan ekonometrik modelde panel etkisinin varlığını göstermektedir. Ayrıca bu sonuçlara göre uygun model, birim ve zaman etkilerinin birlikte incelendiği çift yönlü rassal etkiler modelidir. Çift yönlü rassal etkiler modelinin tahmin sonuçları Model 3'te gösterilmiştir (Tablo 3.6).

Tablo 3.3. Moody's Ülkelerin Kredi Notu Tahmini Breusch-Pagan LM ve Honda Testi Sonuçları

Test	İstatistik	Olasılık(p)	Hipotez
LM-group	2765.982	0.000	H_0 : Rassal kesit etkisi varken rassal zaman etkisi yoktur.
LM-time	16.504	0.000	H_0 : Rassal zaman etkisi varken rassal kesit etkisi yoktur.
LM-two	2782.486	0.000	H_0 : Rassal kesit ve rassal zaman etkisi yoktur.
Honda-group	52.593	0.000	H_0 : Rassal kesit etkisi varken rassal zaman etkisi yoktur.
Honda-time	4.063	0.000	H_0 : Rassal zaman etkisi varken rassal kesit etkisi yoktur.
Honda-two	40.061	0.000	H_0 : Rassal kesit ve rassal zaman etkisi yoktur.

Yapılan bu testlerin ardından sabit etkiler tahmincisinin mi yoksa rassal etkiler tahmincisinin mi kullanılacağına Hausman testi ile karar verilmektedir. Hausman testinin boş hipotezi altında rassal etkiler tahmincisi (FGLS) tutarlı ve minimum varyanslı, alternatif hipotez altında ise sabit etkiler tahmincisi (within estimator) tutarlıdır (Asteriou ve Hall, 2007: 349).

Tablo 3.4. Moody's Ülkelerin Kredi Notu Tahmini Hausman Testi Sonuçları

Test	İstatistik	Olasılık(p)	Hipotez
Hausman	97.603	0.000	H_0 : $E(X'_{it}\mu_i) = 0$ Açıklayıcı değişkenler ile rassal kesit etkileri ilişkisizdir.

Tablo 3.4'te yer alan Hausman testi sonucuna göre açıklayıcı değişkenler ile rassal kesit etkilerinin ilişkisiz olduğunu ifade eden boş hipotez tüm anlamlılık düzeylerinde reddedilmektedir. Yani sabit etkiler tahmincisinin kullanılması gerektiği sonucu ortaya

çıkmaktadır. Sabit etkiler tahmincisinin yer aldığı tahmin sonuçları (Model 2) Tablo 3.6’da verilmiştir.

Alt bölüm 3.3’te gösterildiği gibi doğrusal panel veri modelinin, sabit varyanslı olduğu ve otokorelasyon problemini içermediği varsayılmıştır (Baltagi, 2005: 79). Sabit varyans varsayımı, hata terimlerinin sabit varyanslı, yani hepsinin varyansının aynı olduğunu ileri sürmektedir (Gujarati, 2012: 365). Bu varsayımın ihlal edilmesi durumunda EKK tahminleri yansız olmakla birlikte, varyans ve kovaryans tahminleri minimum varyanslı olmadığı için hipotez testleri geçerliliğini kaybetmektedir (Albayrak, 2008: 112-113). Diğer önemli varsayım ise panel veri modelinin otokorelasyon problemini içermemesidir. Otokorelasyon ya da serisel korelasyon, hata terimlerinin birbirleri ile ilişkili olması durumudur (Korkmaz, 2010: 101). Bu varsayımın ihlal edilmesi halinde ise standart hatalar sapmalı olmakta ve dolayısıyla parametrelerde etkinlik kaybı meydana gelmektedir (Nargeleçekenler, 2009: 56). Bu nedenle belirlenen uygun regresyon modeline ilişkin değişen varyans problemini test etmek için Wald testi (LMh), otokorelasyon problemini test etmek için ise Baltagi ve Li (1995) (LMp) ve Born ve Breitung (2016) (LMp*) testleri kullanılmıştır.

Tablo 3.5. Moody’s Ülkelerin Kredi Notu Tahmini Değişen Varyans ve Otokorelasyon Testi Sonuçları

Test	İstatistik	Olasılık(p)	Hipotez
LMh	745.493	0.000	H_0 : Sabit varyans.
LMp	897.138	0.000	H_0 : Otokorelasyon yoktur.
LMp*	1008.281	0.000	

Tablo 3.5’te yer alan değişen varyans ve otokorelasyon testi sonuçlarına göre belirlenen uygun regresyon modeli (Model 2), değişen varyans ve otokorelasyon problemi içermektedir. Bu nedenle birim ve zaman etkilerinin birlikte incelendiği ve değişen varyans ve otokorelasyon problemini dikkate alan dirençli (robust) tahminci ile tekrar tahmin edilen Model 2, analizimiz için en uygun model olarak ortaya çıkmaktadır. Model 2 tahmin sonuçları Tablo 3.6’da gösterilmektedir.

Değişen varyans ve otokorelasyon problemini dikkate alan çift yönlü sabit etkiler modeli tahmin sonuçları (Model 2) Tablo 3.6’da verilmiştir. Tablo 3.6 incelendiği zaman ifade özgürlüğü, enflasyon ve kişi başına düşen GSYH değişkenleri havuzlanmış (pooled) EKK (Model 1) tahmininde istatistiki olarak anlamlı olmasına rağmen modele birim ve zaman etkilerinin dâhil edilmesiyle birlikte anlamlılıklarını yitirmişlerdir. Yolsuzluğun

önlenmesi değişkeni ise işaret olarak Moody's derecelendirme kriterleri ve literatürde yapılan çalışmalar ile çelişen değer almıştır. Bu nedenle bu dört değişken modelden çıkartılarak Model 4 tahmin edilmiştir.

Model 4 tahmin sonuçlarına göre hukukun üstünlüğü, siyasi istikrar ve şiddet/terörizm olayları, mevzuat kalitesi, yönetim etkinliği, GSYH büyümesi, mal ve hizmet ihracatının GSYH'ye oranı, genel devlet brüt borcunun GSYH'ye oranı ve sabit sermaye oluşumunun GSYH'ye oranı değişkenleri %99 güven aralığında anlamlı çıkmıştır. Cari işlemler dengesinin GSYH'ye oranı değişkeninin ise % 95 güven aralığında anlamlı olduğu sonucu elde edilmiştir.

Tablo 3.6. Moody's Ülkelerin Kredi Notu Tahminleri

Değişkenler	Model 1 (EKK)	Model 2 (FEM)	Model 3 (REM)	Model 4 (FEM*)
law	0.042232 (0.0000)***	0.077286 (0.0000)***	0.076870 (0.0000)***	0.059224 (0.0000)***
f_spec	-0.017258 (0.0001)***	0.003753 (0.6401)	0.002056 (0.7724)	
corrupt	-0.024729 (0.0055)***	-0.040378 (0.0000)***	-0.041617 (0.0000)***	
poli	0.003938 (0.2802)	0.027430 (0.0000)***	0.004680 (0.3214)	0.027472 (0.0000)***
qual	0.089476 (0.0000)***	0.053121 (0.0000)***	0.052834 (0.0000)***	0.052380 (0.0000)***
man_ef	0.057253 (0.0000)***	0.035669 (0.0003)***	0.049664 (0.0000)***	0.026039 (0.0055)***
inf	-0.003970 (0.0023)***	-0.001389 (0.1229)	-0.002503 (0.0080)***	
growth	0.033894 (0.0419)**	0.052297 (0.0001)***	0.042568 (0.0005)***	0.047673 (0.0011)***
gdp	0.000067 (0.0000)***	-0.000004 (0.7861)	0.000062 (0.0000)***	
export	-0.023105 (0.0000)***	0.011747 (0.0124)**	-0.002494 (0.5069)	0.012363 (0.0019)***
cad	0.100267 (0.0000)***	0.016755 (0.0795)*	0.033295 (0.0006)***	0.019571 (0.0367)**
dept	-0.015308 (0.0000)***	-0.062548 (0.0000)***	-0.054463 (0.0000)***	-0.062147 (0.0000)***
inv	0.157945 (0.0000)***	0.083000 (0.0000)***	0.093447 (0.0000)***	0.089104 (0.0000)***
C	1.610973 (0.0000)***	5.873478 (0.0000)***	4.918484 (0.0000)***	5.110507 (0.0000)***
R ²	0.828271	0.931310	0.759836	0.930135
Ülke Sayısı	64	64	64	64

NOT: Parantez içerisindeki sayılar olasılık değerleridir. ***, ** ve * sembolleri ise sırasıyla %1, %5 ve %10 anlam düzeylerini ifade etmektedir.

Ülkelerin kredi notunu, hukukun üstünlüğü, siyasi istikrar ve şiddet/terörizm olayları, mevzuat kalitesi, yönetim etkinliği, GSYH büyümesi, mal ve hizmet ihracatının GSYH'ye oranı, cari işlemler dengesinin GSYH'ye oranı, sabit sermaye oluşumunun GSYH'ye oranı değişkenleri pozitif, genel devlet brüt borcunun GSYH'ye oranı değişkeni ise beklentilere uygun olarak negatif olarak etkilemektedir.

Analize konu olan 64 ülke için kurulan model tahmin sonuçları ile Moody's tarafından bu ülkelere 2018 yılında verilen kredi notları Tablo 3.7'de karşılaştırılmıştır. Tablo 3.7 incelendiği zaman 12 ülke (Endonezya, Fas, Güney Kore, İsviçre, Lüksemburg, Norveç, Pakistan, Portekiz, Rusya, Slovakya, Tayland, Yeni Zelanda) için aynı sonuçlar elde edilmiştir.

Tablo 3.7. Moody's Ülkelerin Kredi Notu ve Model Tahmini Karşılaştırması

Ülke	Tahmin	Moody's	Ülke	Tahmin	Moody's
ABD	A2	Aaa	Kolombiya	Ba1	Baa2
Almanya	Aa3	Aaa	Kosta Rika	Baa3	B1
Arjantin	Ba2	B2	Kuveyt	A3	Aa2
Avustralya	Aa2	Aaa	Letonya	Aa3	A3
Avusturya	Aa3	Aa1	Litvanya	Aa3	A3
Belçika	A3	Aa3	Lübnan	C	Caa1
Brezilya	B2	Ba2	Lüksemburg	Aaa	Aaa
Bulgaristan	A2	Baa2	Macaristan	A3	Baa3
Çek Cum.	Aa2	A1	Malezya	A2	A3
Çin	Baa1	A1	Malta	Aa2	A3
Danimarka	Aa1	Aaa	Meksika	Ba1	A3
El Salvador	B2	B3	Mısır	Caa2	B3
Endonezya	Baa2	Baa2	Norveç	Aaa	Aaa
Estonya	Aaa	A1	Pakistan	B3	B3
Fas	Ba1	Ba1	Panama	A3	Baa1
Filipinler	Ba1	Baa2	Peru	Baa1	A3
Finlandiya	Aa2	Aa1	Polonya	A3	A2
Fransa	Baa1	Aa2	Portekiz	Baa3	Baa3
Güney Kıbrıs	Baa2	Ba2	Romanya	Baa1	Baa3
Güney Kore	Aa2	Aa2	Rusya	Ba1	Ba1
Hırvatistan	Baa2	Ba2	Singapur	Aa2	Aaa
Hindistan	A3	Baa2	Slovakya	A2	A2
Hollanda	Aa2	Aaa	Slovenya	A2	Baa1
İngiltere	A3	Aa2	Şili	Aa3	A1
İrlanda	Aa1	A2	Tayland	Baa1	Baa1
İspanya	Baa2	Baa1	Tunus	Ba3	B2
İsrail	A3	A1	Türkiye	Baa2	Ba2
İsveç	Aa1	Aaa	Umman	A3	Baa3
İsviçre	Aaa	Aaa	Ürdün	Ba3	B1
İtalya	Ba3	Baa3	Venezüella	Caa2	C
İzlanda	Aa2	A3	Yeni Zelanda	Aaa	Aaa
Kanada	Aa3	Aaa	Yunanistan	Caa2	B3

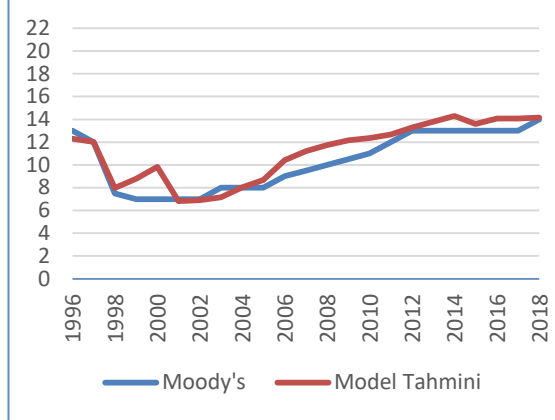
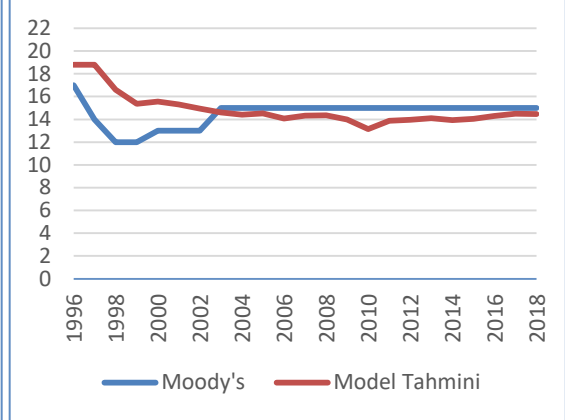
Kaynak: Model Tahmini, countryeconomy.com

Model tahmin sonuçları 5 ülke (Danimarka, Finlandiya, İspanya, İsveç, Polonya) için olması gerekenden bir not, 10 ülke (Avustralya, Filipinler, Hindistan, Hollanda, İsrail, Kolombiya, Mısır, Peru, Singapur, Yunanistan) için ise olması gerekenden iki not fazla verildiğini göstermektedir. Ayrıca model tahmin sonuçlarına göre Moody's derecelendirme kuruluşunun 7 ülkeye (Almanya, Avusturya, Belçika, Brezilya, Çin, İtalya, Kanada) üç not, 5 ülkeye (Fransa, İngiltere, Kuveyt, Lübnan, Meksika) ise dört not yüksek kredi notu verdiği sonucuna ulaşılmaktadır.

Model tahmin sonuçları ile Moody's ülke kredi notları arasındaki farkın en yüksek olduğu ülkenin ABD olduğu görülmektedir. Tahmin sonuçlarına göre 2018 yılında ABD, olması gerekenden beş puan daha yüksek kredi notu almaktadır. Moody's derecelendirme kuruluşu, ABD'yi derecelendirdiği 1949 yılından bu yana ekonomik ve/veya sosyal stres dönemleri de dahil olmak üzere, ABD'nin ülke kredi notunu hep en yüksek seviyede (Aaa) tutmuş ve hiç değiştirmemiştir (countryeconomy.com). ABD özelinde model tahmin sonuçları değerlendirilirken bu bilgi dikkate alınmalıdır.

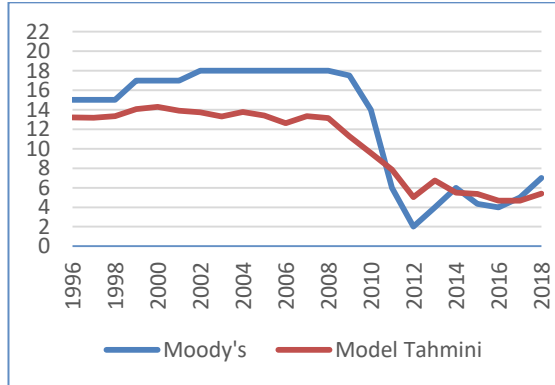
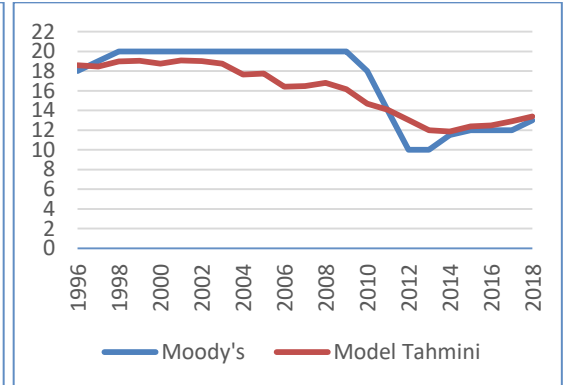
Diğer taraftan model tahmin sonuçları; El Salvador, Malezya, Panama, Şili ve Ürdün'e bir not, Çek Cumhuriyeti, Romanya, Slovenya ve Tunus'a ise iki not eksik kredi notu verildiğini ifade etmektedir. Ayrıca tahmin sonuçları 10 ülke (Arjantin, Bulgaristan, Güney Kıbrıs, Hırvatistan, Letonya, Litvanya, Macaristan, Türkiye, Umman, Venezüella) için olması gerekenden üç not, 5 ülke (Estonya, İrlanda, İzlanda, Kosta Rika, Malta) için ise olması gerekenden dört not düşük kredi notu verildiğini göstermektedir.

İncelenen dönemler arasında bazı ülkeler için model tahmin sonuçlarıyla Moody's ülke kredi notları arasındaki ilişki ülkeler bazında incelenmiştir. Öncelikle uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarına yapılan eleştiriler (alt bölüm 1.5) kısmında da bahsedildiği gibi Asya Krizi'nden en fazla etkilenen ülkelerden olan Endonezya ve Tayland, daha sonrasında ise 2008-2009 Küresel Kriz sonrası dönemde derecelendirme kuruluşlarının ani ve büyük not indirimleri yaptıkları Yunanistan ve Portekiz ülkelerinin model tahmin sonuçları ve Moody's ülke kredi notları grafiksel olarak gösterilmiştir. Ayrıca Türkiye'nin model tahmin sonuçları ve Moody's ülke kredi notları da grafiksel olarak gösterilmiştir.

Grafik 3.13. Endonezya Ülke Kredi Notu**Grafik 3.14. Tayland Ülke Kredi Notu**

Kaynak: Model Tahmini, countryeconomy.com

Grafik 3.13'te yer alan Endonezya'nın ülke kredi notu incelendiği zaman 1997 yılında başlayan Asya krizinden önce Moody's ülke kredi notu model tahminin üzerinde yer almaktayken kriz ve sonrası dönemde ise model tahminin altında yer aldığı görülmektedir. Moody's tarafından Tayland'a verilen ülke kredi notu (Grafik 3.14) Asya krizi öncesi dönemde model tahminin altında yer almaktadır. Ancak kriz ve sonrası dönemde model tahminine göre Moody's, ülke kredi notunu daha sert bir şekilde düşürmektedir. 2003 yılından itibaren ise Moody's tarafından verilen kredi notu, model tahminin üzerinde yer almaktadır.

Grafik 3.15. Yunanistan Ülke Kredi Notu**Grafik 3.16. Portekiz Ülke Kredi Notu**

Kaynak: Model Tahmini, countryeconomy.com

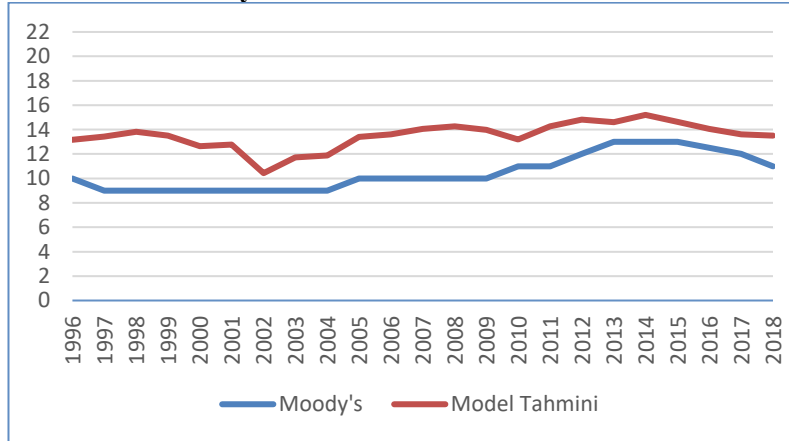
Grafik 3.15'teki Yunanistan'a ait kredi notu incelendiği zaman Moody's kredi derecelendirme kuruluşu, Yunanistan'a 1996 yılından 2011 yılına kadar model tahmininden daha fazla kredi notu verdiği görülmektedir. Yunanistan'da 2009 yılında patlak veren borç krizi ile birlikte Moody's, 3 yıl içerisinde Yunanistan'ın kredi notunu yaklaşık olarak 15 puan birden düşürerek (A3-C) spekülatif seviyede göstermektedir. Model tahmini, Yunanistan'ın kriz öncesi dönemde Moody's derecelendirme

kuruluşunun verdiği kadar yüksek kredi notuna sahip olmadığını, kriz ve sonrası dönemde ise daha kademeli bir kredi notu düşüşü olması gerektiğini öngörmektedir.

Grafik 3.16’da görüldüğü gibi Moody’s tarafından Portekiz’e verilen kredi notu ile model tahmini arasındaki ilişki Yunanistan örneğine benzemektedir. 2008 küresel ekonomik krizin etkisi ile birlikte Moody’s derecelendirme kuruluşu, Portekiz’in kredi notunu 2009-2012 yılları arasında 10 puan birden düşürerek (Aa2-Ba3) yatırım yapılabilir seviyenin altında göstermektedir. Model tahmini, Portekiz’in küresel kriz öncesi dönemde Moody’s derecelendirme kuruluşunun verdiği kadar yüksek kredi notuna sahip olmadığını, kriz ve sonrası dönemde ise Moody’s kredi notunda olduğu gibi sert bir not düşüşünden ziyade daha yumuşak bir not düşüşü öngörmektedir.

Argitis ve Nikolaidi (2011) yapmış oldukları çalışmada üç büyük derecelendirme kuruluşunun 2009 yılına kadar Yunanistan’a olması gerekenden çok daha yüksek kredi notu verdikleri sonucuna ulaşmışlardır. Benzer şekilde Haspolat (2015) yapmış olduğu çalışmada Moody’s derecelendirme kuruluşunun Yunanistan ve Portekiz’e kriz öncesi dönemde olması gerekenden çok yüksek kredi notu verdiği, kriz ve sonrası dönemde ise ülke kredi notlarını çok sert bir şekilde düşürerek krizlerin derinleşmesine sebep olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Grafik 3.17. Türkiye Ülke Kredi Notu



Kaynak: Model Tahmini, countryeconomy.com

Grafik 3.17’de Moody’s derecelendirme kuruluşunun Türkiye’ye vermiş olduğu kredi notu ile Türkiye için elde edilen model tahmin sonuçları arasındaki ilişki gösterilmektedir. Moody’s derecelendirme kuruluşunun vermiş olduğu kredi notu, model tahmininden elde edilen sonuçlardan tüm dönemlerde daha düşük olduğu görülmektedir.

Yapılan bu çalışmada Moody's ülke kredi notları ile model tahminleri arasındaki farkın en fazla olduğu ülkelerden biri Türkiye'dir. Moody's, 1996-2018 yılları arasında Türkiye'nin kredi notunu sadece 16 Mayıs 2013- 23 Eylül 2016 tarihleri arasında yatırım yapılabilir seviyede (Baa3) derecelendirirken diğer tüm dönemlerde ise yatırım yapılabilir seviyenin altında derecelendirmektedir. Model tahmin sonucuna göre ise 2001 yılında yaşanan ekonomik krizin etkisiyle birlikte 2001-2005 yılları arasında Türkiye'nin kredi notu yatırım yapılabilir seviyenin altında kalmaktayken diğer tüm dönemlerde yatırım yapılabilir seviye veya yatırım yapılabilir seviyenin üzerinde yer almaktadır.

Moody's derecelendirme kuruluşunun ülkelere vermiş olduğu kredi notları ile kurulan model tahmininden elde edilen sonuçlar değerlendirildiği zaman, özellikle 1997 Asya ve 2008 küresel kriz dönemi ve sonrasında, Moody's derecelendirme kuruluşunun bazı ülkelerin kredi notlarını çok sert bir şekilde düşürdüğü görülmektedir. Bu sonuçlar, alt bölüm 1.5'te yer alan uluslararası derecelendirme kuruluşlarına yapılan eleştirilerden özellikle krizleri öngörememeleri ve mevcut krizleri derinleştirmeleri eleştirilerinde haklılık payının olduğunu ortaya çıkarmaktadır.

3.3.2. S&P Ülkelerin Kredi Notu Tahmini

Kurulan modelin bağımlı değişkenini, S&P kredi derecelendirme kuruluşu tarafından ülkelere verilen kredi notu harf değerlerinin sayısallaştırılmış (Tablo 2.4) hali oluşturmaktadır. Bağımsız (açıklayıcı) değişken olarak ise S&P kredi derecelendirme kuruluşunun 2017 yılında yayımladığı derecelendirme metodolojisi (Sovereign Rating Methodology) ve literatürde yapılan çalışmalar dikkate alınarak oluşturulan ve alt bölüm 3.2'de açıklanan değişkenler kullanılmıştır.

İlk olarak havuzlanmış (pooled) EKK tahmini elde edilmiş ve Model 1'de EKK yönteminin tahmin sonuçları verilmiştir (Tablo 3.12). Daha sonrasında Moody's analizinde olduğu gibi ekonometrik testler sırasıyla uygulanmıştır.

Ekonometrik testlerden öncelikle havuzlanmış (pooled) EKK tahmincisi ile sabit etkiler tahmincisini veya tek yönlü sabit etkiler ile çift yönlü sabit etkiler tahmincilerini karşılaştırma imkanı sunan F testi uygulanmıştır. F testi sonuçları Tablo 3.8'de verilmiştir.

Tablo 3.8. S&P Ülkelerin Kredi Notu Tahmini F Testi Sonuçları

Test	İstatistik	Olasılık(p)	Hipotez
F-group	30.826	0.000	H_0 : Sabit kesit etkisi varken sabit zaman etkisi yoktur.
F-time	4.305	0.000	H_0 : Sabit zaman etkisi varken sabit kesit etkisi yoktur.
F-two	23.813	0.000	H_0 : Sabit kesit ve sabit zaman etkisi yoktur.

F testi sonuçlarına göre sabit kesit etkisi varken sabit zaman etkisinin olmadığı, sabit zaman etkisi varken sabit kesit etkisinin olmadığı ve sabit kesit ve sabit zaman etkisinin olmadığını ifade eden boş hipotezler tüm anlamlılık düzeylerinde reddedilmektedir. Yani bu sonuçlar, panel etkisinin varlığını göstermektedir. Diğer taraftan F testi sonuçlarına göre çalışmada kullanacağımız uygun model, çift yönlü sabit etkiler modelidir. Çift yönlü sabit etkiler modelinin tahmin sonuçları Model 2’de yer almaktadır (Tablo 3.12).

F testinden sonra, havuzlanmış (pooled) EKK modeli ile rassal etkiler modeli veya tek yönlü rassal etkiler modeli ile çift yönlü rassal etkiler modeli arasında seçim yapabilme imkânı sağlayan Breusch-Pagan LM (Lagrange Multiplier) testi ile Honda testi uygulanmıştır.

Tablo 3.9. S&P Ülkelerin Kredi Notu Tahmini Breusch-Pagan LM ve Honda Testi Sonuçları

Test	İstatistik	Olasılık(p)	Hipotez
LM-group	3193.558	0.000	H_0 : Rassal kesit etkisi varken rassal zaman etkisi yoktur.
LM-time	3.113	0.078	H_0 : Rassal zaman etkisi varken rassal kesit etkisi yoktur.
LM-two	3196.671	0.000	H_0 : Rassal kesit ve rassal zaman etkisi yoktur.
Honda-group	56.511	0.000	H_0 : Rassal kesit etkisi varken rassal zaman etkisi yoktur.
Honda-time	1.764	0.039	H_0 : Rassal zaman etkisi varken rassal kesit etkisi yoktur.
Honda-two	41.207	0.000	H_0 : Rassal kesit ve rassal zaman etkisi yoktur.

Tablo 3.9’da yer alan Breusch-Pagan LM testinde, rassal zaman etkisi varken rassal kesit etkisinin olmadığını söyleyen H_0 hipotezi %90 güven aralığında reddedilmekte iken Honda testinde %95 güven aralığında reddedilmektedir. Diğer test sonuçlarında ise olasılık değerleri 0.01’den küçük olduğu için H_0 hipotezleri %99 güven aralığında reddedilmektedir. Bu sonuçlar, modelde panel etkisinin varlığını göstermekte ve uygun modelin çift yönlü rassal etkiler modeli olduğu sonucunu ifade etmektedir. Çift yönlü rassal etkiler modelinin tahmin sonucu Model 3’te gösterilmektedir (Tablo 3.12).

F testi, Breusch-Pagan LM testi ve Honda testinin ardından sabit etkiler tahmincisinin mi yoksa rassal etkiler tahmincisinin mi kullanılacağına Hausman testi uygulanarak karar verilmiştir.

Tablo 3.10. S&P Ülkelerin Kredi Notu Tahmini Hausman Testi Sonuçları

Test	İstatistik	Olasılık(p)	Hipotez
Hausman	71.580	0.000	$H_0: E(X'_{it}\mu_i) = 0$ Açıklayıcı değişkenler ile rassal kesit etkileri ilişkisizdir.

Hausman testi sonuçlarına göre rassal etkiler tahmincisinin tutarlı ve minimum varyanslı olduğunu ifade eden boş hipotez tüm anlamlılık düzeylerinde reddedilmektedir. Yani sabit etkiler tahmincisinin tutarlı olduğunu ifade eden alternatif hipotez reddedilememektedir. Bu sonuç, sabit etkiler tahmincisinin kullanılması gerektiğini göstermektedir. Sabit etkiler tahmincisinin yer aldığı tahmin sonuçları (Model 2) Tablo 3.12’de verilmiştir.

Uygun regresyon modelinin belirlenmesinin ardından bu modelin değişen varyans ve otokorelasyon problemini içerip içermediği sınanmıştır. Değişen varyans probleminin sınanması için Wald testi (LMh), otokorelasyon probleminin sınanması için ise Baltagi ve Li (1995) (LMp) ve Born ve Breitung (2016) (LMp*) testleri kullanılmıştır.

Tablo 3.11. S&P Ülkelerin Kredi Notu Tahmini Değişen Varyans ve Otokorelasyon Testi Sonuçları

Test	İstatistik	Olasılık(p)	Hipotez
LMh	647.780	0.000	H_0 : Sabit varyans.
LMp	796.089	0.000	H_0 : Otokorelasyon yoktur.
LMp*	900.660	0.000	

Tablo 3.11 incelendiği zaman değişen varyans ve otokorelasyon testlerinin olasılık değerleri 0.01’den küçük olduğu için H_0 hipotezleri tüm anlamlılık düzeylerinde reddedilmektedir. Bu sonuçlar, belirlemiş olduğumuz modelin değişen varyans ve otokorelasyon problemi içerdiğini göstermektedir. Bu nedenle değişen varyans ve otokorelasyon problemini gidermek için Model 2, kümelenmiş standart hata terimleriyle tekrar tahmin edilmiştir (Haspolat, 2015: 103). Değişen varyans ve otokorelasyon problemini dikkate alan dirençli (robust) tahminci ile elde edilen Model 2, analizimiz için en uygun model olarak ortaya çıkmıştır.

Tablo 3.12. S&P Ülkelerin Kredi Notu Tahminleri

Değişkenler	Model 1 (EKK)	Model 2 (FEM)	Model 3 (REM)	Model 4 (FEM*)
law	0.047285 (0.0000)***	0.076697 (0.0000)***	0.074773 (0.0000)***	0.054323 (0.0000)***
f_spec	-0.014009 (0.0006)***	-0.026429 (0.0006)***	-0.017400 (0.0073)***	
corrupt	-0.015089 (0.0628)*	-0.016362 (0.0592)*	-0.021301 (0.0126)**	
poli	0.004166 (0.2121)	0.023382 (0.0000)***	0.008135 (0.0561)*	0.021641 (0.0000)***
qual	0.083489 (0.0000)***	0.045484 (0.0000)***	0.050008 (0.0000)***	0.043564 (0.0000)***
man_ef	0.043727 (0.0000)***	0.039448 (0.0000)***	0.047401 (0.0000)***	0.041600 (0.0000)***
inf	-0.005042 (0.0000)***	-0.003330 (0.0026)***	-0.003884 (0.0005)***	-0.003215 (0.0035)***
growth	0.039466 (0.0094)***	0.057938 (0.0000)***	0.056481 (0.0000)***	0.055280 (0.0001)***
gdp	0.000060 (0.0000)***	-0.000004 (0.7458)	0.000054 (0.0000)***	
export	-0.013507 (0.0000)***	0.013891 (0.0004)***	0.001134 (0.7085)	0.013976 (0.0001)***
cad	0.106481 (0.0000)***	0.031831 (0.0004)***	0.042457 (0.0000)***	0.035339 (0.0001)***
dept	-0.013628 (0.0000)***	-0.049530 (0.0000)***	-0.043595 (0.0000)***	-0.049688 (0.0000)***
inv	0.120803 (0.0000)***	0.093583 (0.0000)***	0.089935 (0.0000)***	0.096958 (0.0000)***
e_size	0.196784 (0.0000)***	0.221154 (0.0000)***	0.260549 (0.0000)***	0.225560 (0.0000)***
C	1.910400 (0.0000)***	5.406278 (0.0000)***	4.197246 (0.0000)***	3.988723 (0.0000)***
R^2	0.855754	0.941726	0.815534	0.940776
Ülke Sayısı	64	64	64	64

NOT: Parantez içerisindeki sayılar olasılık değerleridir. ***, ** ve * sembolleri ise sırasıyla %1, %5 ve %10 anlam düzeylerini ifade etmektedir.

Model 2'deki tahmin sonuçlarına göre ifade özgürlüğü ve yolsuzluğun önlenmesi değişkenleri istatistiki olarak anlamlı olmalarına rağmen işaret olarak beklentilerle çelişen değerler almışlardır. Kişi başına düşen GSYH değişkeni ise hem işaret olarak hem de istatistiki olarak anlamlı çıkmamıştır. Bu değişkenler modelden çıkartılarak, değişen varyans ve otokorelasyon problemini dikkate alan dirençli (robust) tahminci ile elde edilen çift yönlü sabit etkiler modeli (Model 4), tahmin edilmiştir.

Tablo 3.12'de yer alan Model 4 tahmin sonuçlarından da görüldüğü gibi kullanılan değişkenlerin tümünün olasılık değerleri 0.01'den küçük olduğu için bu değişkenler %99 güven aralığında anlamlıdır. Ayrıca beklentilere uygun olarak ülkelerin kredi notunu,

enflasyon oranı ve genel devlet brüt borcunun GSYH'ye oranı değişkeni negatif yönde diğer değişkenler ise pozitif yönde etkilemektedir.

Tablo 3.13. S&P Ülkelerin Kredi Notu ve Model Tahmini Karşılaştırması

Ülke	Tahmin	S&P	Ülke	Tahmin	S&P
ABD	A+	AAA	Kolombiya	BB	BBB-
Almanya	AA-	AAA	Kosta Rika	BBB-	B+
Arjantin	BB-	B	Kuveyt	A-	AA
Avustralya	AA	AAA	Letonya	A+	A
Avusturya	A+	AA+	Litvanya	A+	A
Belçika	A-	AA	Lübnan	CC	B-
Brezilya	B	BB-	Lüksemburg	AAA	AAA
Bulgaristan	A-	BBB-	Macaristan	A-	BBB-
Çek Cum.	AA-	AA-	Malezya	A	A-
Çin	AA-	A+	Malta	AA	A-
Danimarka	AA+	AAA	Meksika	BB+	BBB+
El Salvador	B	B-	Mısır	CCC	B
Endonezya	BBB	BBB-	Norveç	AA+	AAA
Estonya	AA+	AA-	Pakistan	CCC+	B
Fas	BB	BBB-	Panama	A-	BBB
Filipinler	BB+	BBB	Peru	BBB-	BBB+
Finlandiya	AA	AA+	Polonya	A-	A-
Fransa	A-	AA	Portekiz	BBB	BBB-
Güney Kıbrıs	BBB	BBB-	Romanya	BBB	BBB-
Güney Kore	AA	AA	Rusya	BB+	BBB-
Hırvatistan	BBB	BB+	Singapur	AA	AAA
Hindistan	BBB-	BBB-	Slovakya	A	A+
Hollanda	AA	AAA	Slovenya	A	A+
İngiltere	A-	AA	Şili	A+	A+
İrlanda	AA+	A+	Tayland	BBB+	BBB+
İspanya	BBB	A-	Tunus	BB-	B
İsrail	A-	AA-	Türkiye	BBB-	B+
İsveç	AA+	AAA	Umman	BBB+	BB
İsviçre	AAA	AAA	Ürdün	BB-	B+
İtalya	BB	BBB	Venezüella	D	D
İzlanda	AA	A	Yeni Zelanda	AA+	AA
Kanada	A+	AAA	Yunanistan	B-	B+

Kaynak: Model Tahmini, countryeconomy.com

Analize konu olan 64 ülke için Tablo 3.12’de yer alan Model 4 tahmin sonuçları ile S&P tarafından bu ülkelere 2018 yılında verilen kredi notları Tablo 3.13’te karşılaştırılmıştır. Bu karşılaştırmaya göre 9 ülkede (Çek Cumhuriyeti, Güney Kore, Hindistan, İsviçre, Lüksemburg, Polonya, Şili, Tayland, Venezüella) model tahmin sonuçları ile S&P kredi notları aynı sonuçları vermektedir.

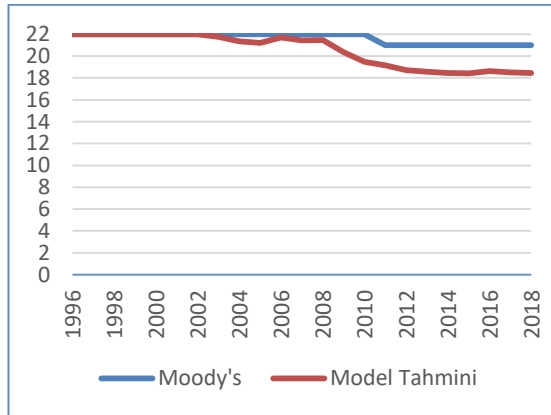
Model tahmin sonuçları, S&P derecelendirme kuruluşunun 7 ülkeye (Danimarka, Finlandiya, İsveç, Norveç, Rusya, Slovakya, Slovenya) olması gerekenden bir puan, 11

ülkeye (Avustralya, Brezilya, Fas, Filipinler, Hollanda, İspanya, Kolombiya, Pakistan, Peru, Singapur, Yunanistan) ise olması gerekenden iki puan fazla verildiğini göstermektedir. Aynı zamanda model tahmin sonuçları, 7 ülke (ABD, Almanya, Avusturya, İsrail, İtalya, Meksika, Mısır) için üç puan, 6 ülke (Belçika, Fransa, İngiltere, Kanada, Kuveyt, Lübnan) için ise dört puan yüksek kredi notu verildiğini ifade etmektedir.

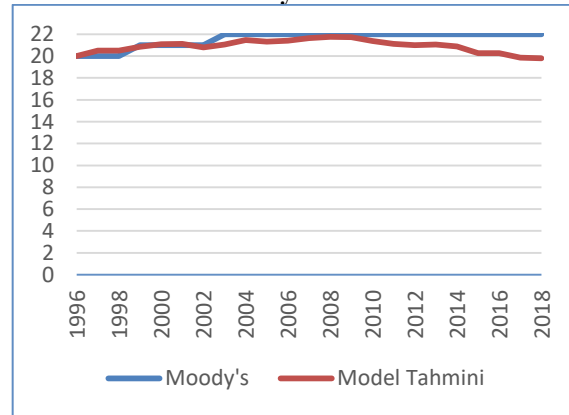
Diğer taraftan model tahmin sonuçlarına göre 12 ülkeye (Çin, El Salvador, Endonezya, Güney Kıbrıs, Letonya, Litvanya, Malezya, Portekiz, Romanya, Umman, Ürdün, Yeni Zelanda) bir puan, 5 ülkeye (Arjantin, Estonya, Hırvatistan, Panama, Tunus) ise iki puan eksik kredi notu verilmektedir. Bulgaristan, İrlanda, İzlanda ve Macaristan'a üç puan, Kosta Rika, Malta, Tunus ve Türkiye'ye ise dört puan eksik kredi notu verildiği sonucuna ulaşılmaktadır.

1996-2018 dönemi arasında bazı ülkeler için model tahmin sonuçlarıyla S&P ülke kredi notları arasındaki ilişki ülkeler bazında verilmiştir. Öncelikle 2008-2009 Küresel Krizi'ne kadar model tahmin sonuçları ve S&P ülke kredi notlarının hemen hemen aynı olduğu ABD ve Avustralya, daha sonrasında ise Moody's ülke kredi notları ile karşılaştırma imkânının olabilmesi için Yunanistan, Portekiz ve Türkiye'nin model tahmin sonuçları ve S&P ülke kredi notları grafiksel olarak gösterilmiştir.

Grafik 3.18. ABD Ülke Kredi Notu



Grafik 3.19. Avustralya Ülke Kredi Notu



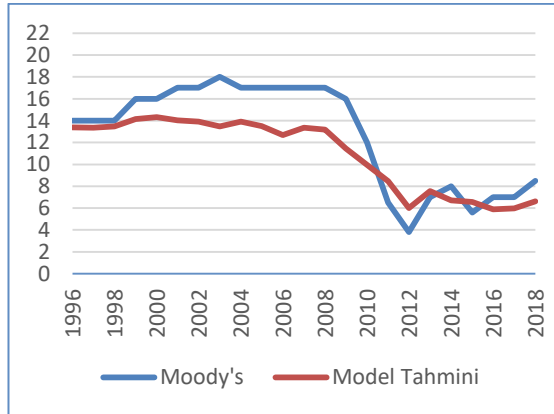
Kaynak: Model Tahmini, countryeconomy.com

Grafik 3.18'de yer alan ABD ülke kredi notu incelendiği zaman model tahmini ile S&P kredi notu büyük ölçüde 2008 yılına kadar aynı seyri izlemekteyken, 2008 yılından sonra farklılaştığı görülmektedir. ABD için model tahmini, küresel krizinde etkisiyle 2008 yılından itibaren yaklaşık olarak 3-4 notluk bir düşüş öngörmekteyken, S&P 2010

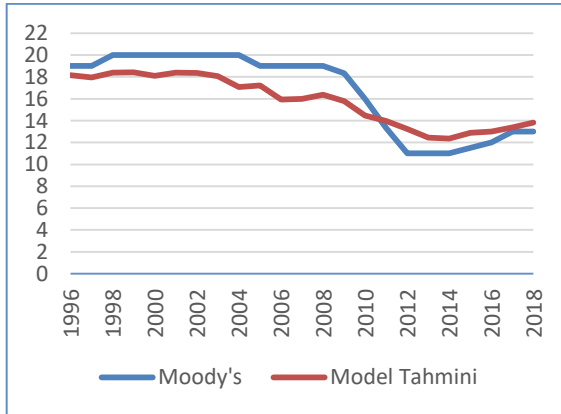
yılından itibaren 1 notluk bir düşüş öngörmektedir. Model tahminindeki bu düşüş, ekonomik büyüme oranı değişkenindeki azalış ve genel devlet brüt borcunun GSYH'ye oranı değişkenindeki artıştan kaynaklandığı düşünülmektedir. S&P derecelendirme kuruluşu tarafından bu değişimler bir notluk bir düşüş olarak kredi notuna yansıtılmıştır. Bu çalışmaya konu olan üç büyük derecelendirme kuruluşundan (Moody's, S&P ve Fitch Ratings) sadece S&P kredi derecelendirme kuruluşu 2010 yılından itibaren (bir not) ABD'nin kredi derecesini düşürmüştür. Diğer KDK'lar ekonomik ve/veya sosyal göstergelerdeki değişimlere bakılmaksızın hep en üst seviyede (Aaa, AAA, 22) tutmuşlardır. ABD ülke kredi notuna benzer şekilde Grafik 3.19'da yer alan Avustralya'ya S&P tarafından verilen kredi notu ile model tahmini, 2010 yılından itibaren farklılaşmaktadır. S&P kredi notu 2003 yılından itibaren hiç değişmezken, model tahmin sonuçlarına göre Avustralya'nın kredi notu özellikle 2010 yılından itibaren azalmaktadır.

Afonso (2002) 2001 yılı için ve Alexe vd. (2003) 1999 yılı için ABD'nin ülke kredi notunu, kurmuş oldukları ekonometrik modelde bu çalışmadaki model sonuçlarına benzer şekilde AAA olarak elde etmişlerdir. Ayrıca Haspolat (2015) yapmış olduğu çalışmada ABD'nin ülke kredi notunu 2007 yılı için S&P derecelendirme kuruluşu ile aynı sonucu elde ederken, 2012 yılında S&P derecelendirme kuruluşunun ABD'ye olması gerekenden daha fazla kredi notu verdiği sonucuna ulaşmıştır.

Grafik 3.20. Yunanistan Ülke Kredi Notu



Grafik 3.21. Portekiz Ülke Kredi Notu



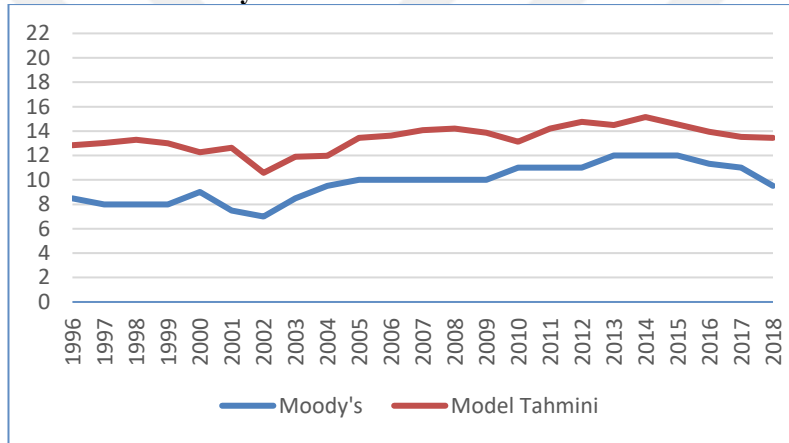
Kaynak: Model Tahmini, countryeconomy.com

Grafik 3.20'deki Yunanistan'ın kredi notu incelendiği zaman S&P kredi notu 1996 yılından 2011 yılına kadar model tahmininin üzerinde yer aldığı görülmektedir. Yunanistan'da meydana gelen borç krizi ile birlikte S&P kredi derecelendirme kuruluşu, 7 Aralık 2009 tarihinde A- (16) olan kredi notunu, 27 Şubat 2012 tarihinde D (1) yani temerrüt seviyesine sert bir şekilde düşürmüştür. Model tahmini ise Yunanistan'ın kredi

notunun kriz öncesi dönemde de S&P tarafından verilen derecelendirme notu kadar yüksek olmadığını, kriz ve sonrası dönemde ise daha kademeli bir düşüş olması gerektiğini göstermektedir.

Grafik 3.21'e göre, S&P tarafından Portekiz'e verilen kredi notu 2011 yılına kadar model tahmininin üzerinde yer almaktayken, 2011 yılından sonra model tahminin altında yer almaktadır. Yunanistan örneğine benzer bir şekilde S&P derecelendirme kuruluşu, 2008 küresel krizinin etkisiyle 2009-2012 yılları arasında Portekiz'in kredi notunu sert bir şekilde düşürmüştür. Model tahmini ise kriz öncesi dönemde Portekiz'e yüksek kredi notu verildiğini ve kriz ve sonrası dönemde ise daha kademeli bir düşüş olması gerektiğini ifade etmektedir.

Grafik 3.22. Türkiye Ülke Kredi Notu



Kaynak: Model Tahmini, countryeconomy.com

Grafik 3.22 incelendiği zaman, model tahminine göre S&P derecelendirme kuruluşu, 1996-2018 arası tüm dönemlerde Türkiye'nin kredi notunu olması gerekenden çok daha düşük gösterdiği görülmektedir. S&P kredi notuna göre Türkiye, incelenen tüm dönemlerde hiç yatırım yapılabilir seviye veya üzerinde derecelendirilmezken, model tahminine göre ise Moody's örneğine benzer bir şekilde sadece 2002-2004 yılları arasında yatırım yapılabilir seviyenin altına düşerken diğer tüm dönemlerde bu seviyede veya üzerinde yer almaktadır.

3.3.3. Fitch Ratings Ülkelerin Kredi Notu Tahmini

Fitch Ratings kredi derecelendirme kuruluşunun kredi notlarını tahmin etmek için kurulan ekonometrik modelde Moody's ve S&P analizlerinde kullanılan değişkenler (6 sosyal ve 8 ekonomik) kullanılmıştır. Bu değişkenler Fitch Ratings tarafından 2018

yılında yayımlanan derecelendirme kriterleri (Sovereign Rating Criteria) ve literatürde yer alan çalışmalar dikkate alınarak oluşturulmuştur. Ayrıca kurulan modelde Fitch Ratings'ın bazı ülkeleri Moody's ve S&P derecelendirme kuruluşlarından daha sonra derecelendirmeye başlamasından dolayı 60 ülke için analiz yapılabilmektedir.

Model kurulduktan sonra öncelikle havuzlanmış (pooled) EKK tahmin sonuçları elde edilmiş ve bu sonuçlar Model 1'de verilmiştir (Tablo 3.18). Daha sonrasında Moody's ve S&P analizlerinde yapıldığı gibi ekonometrik testler sırasıyla uygulanmıştır.

Ekonometrik testlerden ilk olarak F testi uygulanmıştır. F testi, havuzlanmış (pooled) EKK modeli ile sabit etkiler modeli ve tek yönlü sabit etkiler ile çift yönlü sabit etkiler modellerini karşılaştırma olanağı sağlamaktadır.

Tablo 3.14. Fitch Ratings Ülkelerin Kredi Notu Tahmini F Testi Sonuçları

Test	İstatistik	Olasılık(p)	Hipotez
F-group	34.551	0.000	H_0 : Sabit kesit etkisi varken sabit zaman etkisi yoktur.
F-time	3.984	0.000	H_0 : Sabit zaman etkisi varken sabit kesit etkisi yoktur.
F-two	26.292	0.000	H_0 : Sabit kesit ve sabit zaman etkisi yoktur.

Tablo 3.14'te yer alan F testi sonuçlarına göre istatistiklerin olasılık değerleri 0.01'den küçük olduğu için H_0 hipotezleri tüm anlamlılık düzeylerinde reddedilmektedir. F testi sonuçları, panel etkisinin varlığını göstermektedir. Aynı zamanda bu sonuçlar, çalışmada kullanacağımız uygun modelin çift yönlü sabit etkiler modeli olduğunu ifade etmektedir. Çift yönlü sabit etkiler modelinin tahmin sonuçları Model 2'de yer almaktadır (Tablo 3.18).

Uygulanan F testinden sonra, havuzlanmış (pooled) EKK modeli ile rassal etkiler modeli veya tek yönlü rassal etkiler modeli ile çift yönlü rassal etkiler modeli arasında seçim yapabilme olanağı sağlayan Breusch-Pagan LM (Lagrange Multiplier) testi ile Honda testi uygulanmıştır.

Tablo 3.15'te yer alan Breusch-Pagan LM testi sonucuna göre, rassal zaman etkisi varken rassal kesit etkisi yoktur boş hipotezi %90 güven aralığında reddedilmekte iken Honda testi sonucuna göre ise %95 güven aralığında reddedilmektedir. Diğer test sonuçlarında boş hipotezler %99 güven aralığında reddedilmektedir. Bu sonuçlar, modelde panel etkisinin varlığını göstermekte ve kullanılması gereken modelin çift yönlü rassal etkiler modeli olduğunu göstermektedir. Çift yönlü rassal etkiler modelinin tahmin sonucu Model 3'te gösterilmektedir (Tablo 3.18).

Tablo 3.15. Fitch Ratings Ülkelerin Kredi Notu Tahmini Breusch-Pagan LM ve Honda Testi Sonuçları

Test	İstatistik	Olasılık(p)	Hipotez
LM-group	3023.543	0.000	H_0 : Rassal kesit etkisi varken rassal zaman etkisi yoktur.
LM-time	3.726	0.054	H_0 : Rassal zaman etkisi varken rassal kesit etkisi yoktur.
LM-two	3027.269	0.000	H_0 : Rassal kesit ve rassal zaman etkisi yoktur.
Honda-group	54.987	0.000	H_0 : Rassal kesit etkisi varken rassal zaman etkisi yoktur.
Honda-time	1.930	0.027	H_0 : Rassal zaman etkisi varken rassal kesit etkisi yoktur.
Honda-two	40.246	0.000	H_0 : Rassal kesit ve rassal zaman etkisi yoktur.

Yapılan bu testlerin ardından sabit etkiler tahmincisi ile rassal etkiler tahmincisi arasında seçim yapabilme olanağı sağlayan Hausman testi uygulanmış ve test sonuçları Tablo 3.16’da verilmiştir.

Tablo 3.16. Fitch Ratings Ülkelerin Kredi Notu Tahmini Hausman Testi Sonuçları

Test	İstatistik	Olasılık(p)	Hipotez
Hausman	71.580	0.000	$H_0: E(X'_{it}\mu_i) = 0$ Açıklayıcı değişkenler ile rassal kesit etkileri ilişkisizdir.

Hausman testi sonucuna göre açıklayıcı değişkenler ile rassal kesit etkilerinin ilişkisiz olduğunu ifade eden boş hipotez tüm anlamlılık düzeylerinde reddedilmektedir. Bu sonuç, sabit etkiler tahmincisinin kullanılması gerektiğini göstermektedir. Sabit etkiler tahmincisinin yer aldığı tahmin sonuçları (Model 2) Tablo 3.18’de verilmiştir.

Fitch Ratings kredi derecelendirme kuruluşunun kredi notlarını tahmin etmek için kullanılması gereken regresyon modelinin belirlenmesinin ardından bu modelin değişen varyans ve otokorelasyon problemini içerip içermediği sınanmıştır. Değişen varyans probleminin sınanması için Wald testi (LMh), otokorelasyon probleminin sınanması için ise Baltagi ve Li (1995) (LMp) ve Born ve Breitung (2016) (LMp*) testleri kullanılmıştır.

Tablo 3.17. Fitch Ratings Ülkelerin Kredi Notu Tahmini Değişen Varyans ve Otokorelasyon Testi Sonuçları

Test	İstatistik	Olasılık(p)	Hipotez
LMh	724.236	0.000	H_0 : Sabit varyans.
LMp	743.359	0.000	H_0 : Otokorelasyon yoktur.
LMp*	841.194	0.000	

Değişen varyans ve otokorelasyon testi sonuçlarına göre boş hipotezler tüm anlamlılık düzeylerinde reddedilmektedir. Bu sonuçlara göre belirlemiş olduğumuz model, değişen varyans ve otokorelasyon problemi içermektedir. Bu nedenle değişen

varyans ve otokorelasyon problemini dikkate alan dirençli (robust) tahminci ile tekrar tahmin edilen Model 2, analizimiz için en uygun model olarak ortaya çıkmaktadır.

Tablo 3.18’de verilen Model 2 tahmin sonuçları incelendiği zaman, ifade özgürlüğü ve yolsuzluğun önlenmesi değişkenleri işaret olarak, kişi başına düşen GSYH, cari işlemler dengesinin GSYH’ye oranı ve ekonomik büyüklük değişkenleri ise istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmektedir. Bu nedenle bu değişkenler modelden çıkartılarak Model 4 tahmin edilmiştir. Analizimizde kullanacağımız model olarak ortaya çıkan Model 4 tahmin sonuçları Tablo 3.18’de gösterilmektedir.

Tablo 3.18. Fitch Ratings Ülkelerin Kredi Notu Tahminleri

Değişkenler	Model 1 (EKK)	Model 2 (FEM)	Model 3 (REM)	Model 4 (FEM*)
law	0.064414 (0.0000)***	0.077507 (0.0000)***	0.081193 (0.0000)***	0.059145 (0.0000)***
f_spec	-0.027142 (0.0000)***	-0.014701 (0.0415)**	-0.016747 (0.0139)**	
corrupt	-0.015235 (0.0741)*	-0.020947 (0.0145)**	-0.026330 (0.0015)***	
poli	0.005282 (0.1289)	0.019798 (0.0001)***	0.003522 (0.4112)	0.020025 (0.0001)***
qual	0.090818 (0.0000)***	0.059841 (0.0000)***	0.059345 (0.0000)***	0.058333 (0.0000)***
man_ef	0.018912 (0.0328)**	0.038262 (0.0000)***	0.039630 (0.0000)***	0.038374 (0.0000)***
inf	-0.004763 (0.0001)***	-0.002802 (0.0088)***	-0.003600 (0.0000)***	-0.002684 (0.0112)**
growth	0.035163 (0.0247)**	0.056170 (0.0001)***	0.052552 (0.0000)***	0.054177 (0.0001)***
gdp	0.000064 (0.0000)***	0.000003 (0.8245)	0.000061 (0.0000)***	
export	-0.013493 (0.0000)***	0.011331 (0.0034)***	0.000904 (0.7943)	0.013402 (0.0003)***
cad	0.096191 (0.0000)***	0.011052 (0.2537)	0.023262 (0.0133)**	
dept	-0.013504 (0.0000)***	-0.058829 (0.0000)***	-0.051156 (0.0000)***	-0.059155 (0.0000)***
inv	0.103661 (0.0000)***	0.035057 (0.0193)**	0.038886 (0.0039)***	0.029194 (0.0250)**
e_size	0.211797 (0.0000)***	0.005788 (0.8791)	0.156304 (0.0003)***	
C	3.230237 (0.0000)***	6.342429 (0.0000)***	5.889371 (0.0000)***	5.387976 (0.0000)***
R^2	0.843786	0.941242	0.777310	0.940485
Ülke Sayısı	60	60	60	60

NOT: Parantez içerisindeki sayılar olasılık değerleridir. ***, ** ve * sembolleri ise sırasıyla %1, %5 ve %10 anlam düzeylerini ifade etmektedir.

Tablo 3.18’de yer alan Model 4 tahmin sonuçlarından da görüldüğü gibi kullanılan değişkenlerden enflasyon oranları ve sabit sermaye oluşumunun GSYH’ye oranı değişkenleri %5 düzeyinde, diğer tüm değişkenler ise %1 düzeyinde anlamlıdır. Ayrıca beklentilere uygun olarak ülkelerin kredi notunu, enflasyon oranı ve genel devlet brüt borcunun GSYH’ye oranı değişkeni negatif yönde diğer değişkenler ise pozitif yönde etkilemektedir.

Tablo 3.19. Fitch Ratings Ülkelerin Kredi Notu ve Model Tahmini Karşılaştırması

Ülke	Tahmin	Fitch Ratings	Ülke	Tahmin	Fitch Ratings
ABD	A	AAA	Kanada	A+	AAA
Almanya	AA-	AAA	Kolombiya	BB+	BBB
Arjantin	BB	B	Kosta Rika	BBB+	BB
Avustralya	AA+	AAA	Kuveyt	BBB+	AA
Avusturya	AA-	AA+	Letonya	AA-	A-
Belçika	A-	AA-	Litvanya	AA-	A-
Brezilya	B	BB-	Lübnan	C	B-
Bulgaristan	A	BBB	Lüksemburg	AAA	AAA
Çek Cum.	AA	AA-	Macaristan	BBB+	BBB-
Çin	BBB	A+	Malezya	A	A-
Danimarka	AA+	AAA	Malta	AA	A+
El Salvador	B	B-	Meksika	BB	BBB+
Endonezya	BBB	BBB	Mısır	CCC	B
Estonya	AAA	AA-	Norveç	AAA	AAA
Filipinler	BB+	BBB	Panama	BBB+	BBB
Finlandiya	AA	AA+	Peru	BBB	BBB+
Fransa	A-	AA	Polonya	A-	A-
Güney Kıbrıs	BBB	BBB-	Portekiz	BBB	BBB
Güney Kore	AA-	AA-	Romanya	BBB+	BBB-
Hırvatistan	BBB	BB-	Rusya	BB	BBB-
Hindistan	BB	BBB-	Singapur	AA	AAA
Hollanda	AA+	AAA	Slovakya	A+	A+
İngiltere	A	AA	Slovenya	A	A-
İrlanda	AA	A+	Şili	AA	A
İspanya	BBB	A-	Tayland	BBB+	BBB+
İsrail	A-	A+	Tunus	BB-	B
İsveç	AA+	AAA	Türkiye	BBB-	BB
İsviçre	AAA	AAA	Venezüella	D	D
İtalya	BB-	BBB	Yeni Zelanda	AAA	AA
İzlanda	A+	A	Yunanistan	CCC+	B+

Kaynak: Model Tahmini, countryeconomy.com

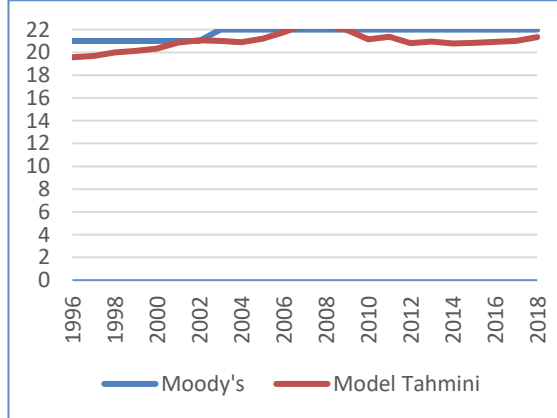
Analize konu olan 60 ülke için kurulan model tahmin sonuçları ile Fitch Ratings tarafından bu ülkelere 2018 yılında verilen kredi notları Tablo 3.19’da karşılaştırılmıştır. Tablo 3.19 incelendiği zaman 10 ülke (Endonezya, Güney Kore, İsviçre, Lüksemburg, Norveç, Polonya, Portekiz, Slovakya, Tayland, Venezüella) için aynı sonuçlar elde edilmiştir.

Model tahmin sonuçlarına göre 6 ülkeye (Avustralya, Danimarka, Finlandiya, Hollanda, İsveç, Peru) olması gerekenden bir not, 9 ülkeye (Avusturya, Brezilya, Filipinler, Hindistan, İspanya, İsrail, Kolombiya, Rusya, Singapur) ise olması gerekenden iki not fazla verilmektedir. Aynı zamanda Fitch Ratings kredi derecelendirme kuruluşunun Almanya, Belçika, İngiltere, Mısır ve Yunanistan'a üç not, Çin, Fransa, İtalya, Kanada ve Meksika'ya dört not ve ABD, Kuveyt ve Lübnan'a beş not yüksek kredi notu verdiği sonucuna ulaşılmıştır.

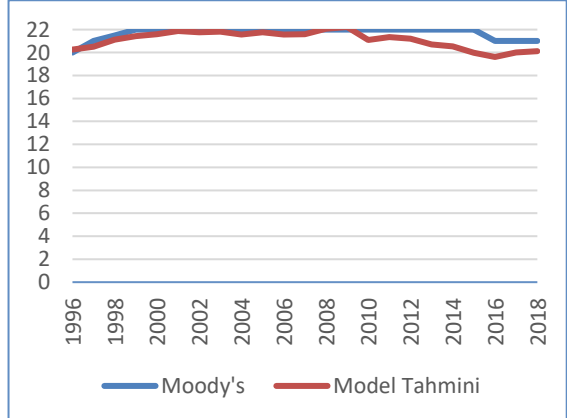
Diğer taraftan Fitch Ratings için oluşturulan model tahmin sonuçlarına göre 5 ülkeye (Çek Cumhuriyeti, El Salvador, Malezya, Panama, Slovenya) olması gerekenden bir puan, 8 ülkeye (Güney Kıbrıs, İrlanda, Macaristan, Malta, Romanya, Tunus, Türkiye, Yeni Zelanda) ise olması gerekenden iki puan eksik kredi notu verilmiştir. Ayrıca Arjantin, Bulgaristan, Estonya, Letonya, Litvanya ve Şili'ye üç puan ve Hırvatistan, İzlanda ve Kosta Rika'ya ise dört puan eksik kredi notu verilmiştir.

İncelenen dönemler arasında bazı ülkeler için model tahmin sonuçlarıyla Fitch Ratings ülke kredi notları arasındaki ilişki ülkeler bazında verilmiştir. Öncelikle 2008-2009 Küresel Krizi'ne kadar model tahmin sonuçları ve Fitch Ratings ülke kredi notlarının hemen hemen benzer olduğu Danimarka ve Finlandiya ülkelerinin model tahmin sonuçları gösterilmiştir. Daha sonrasında ise Moody's ve S&P ülke kredi notları ile karşılaştırma imkânının olabilmesi amacıyla Yunanistan, Portekiz ve Türkiye'nin model tahmin sonuçları ve Fitch Ratings ülke kredi notları grafiksel olarak gösterilmiştir.

Grafik 3.23. Danimarka Ülke Kredi Notu



Grafik 3.24. Finlandiya Ülke Kredi Notu

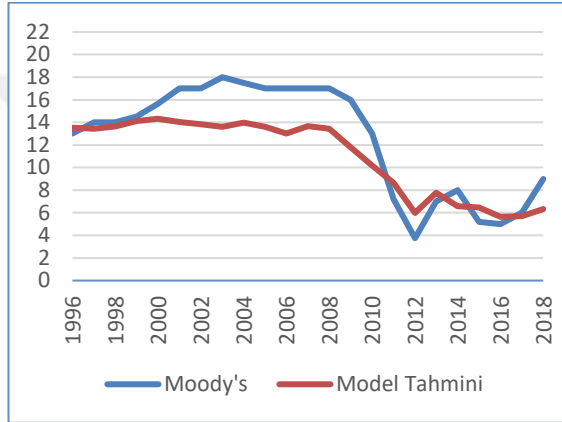


Kaynak: Model Tahmini, countryeconomy.com

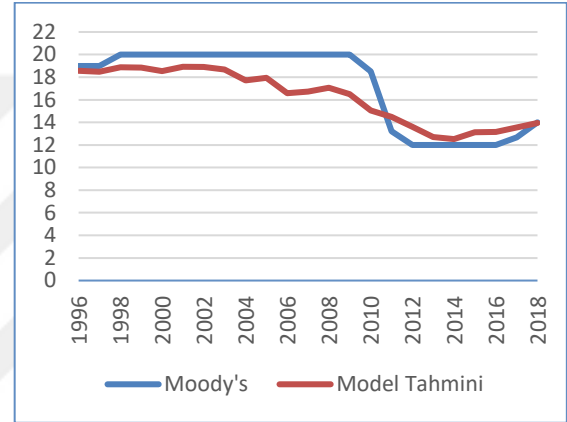
Grafik 3.23'te yer alan Danimarka'nın 1996-2018 dönemi arasındaki kredi notu incelendiği zaman Fitch Ratings'in 2003 yılından itibaren Danimarka'nın kredi notunu hiç değiştirmeyerek AAA seviyesinde tuttuğu görülmektedir. Model tahmini ise 2008 küresel ekonomik krizin etkisiyle 2009 yılından itibaren bir notluk düşüş öngörmektedir.

Grafik 3.24'e göre, Finlandiya'nın kredi notu 2010 yılına kadar Fitch Ratings ve model tahmin sonuçları aynı seyri izlemektedir. Model tahmini Finlandiya'nın kredi notunu 2010 yılı itibari ile düşürmekteyken, Fitch Ratings ise 2015 yılı itibariyle düşürmektedir.

Grafik 3.25. Yunanistan Ülke Kredi Notu



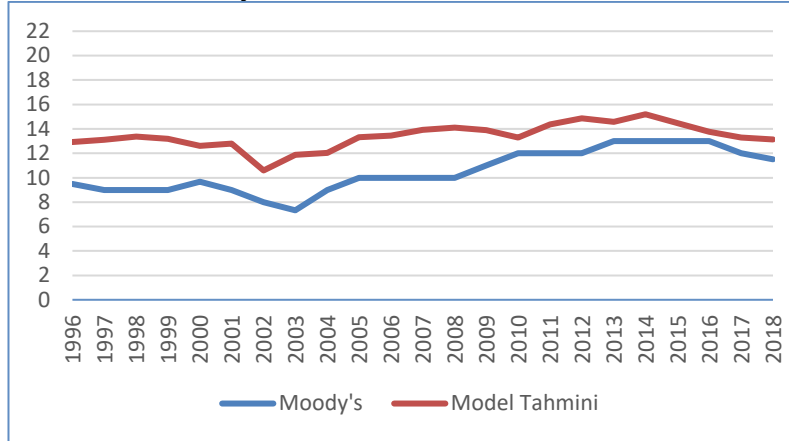
Grafik 3.26. Portekiz Ülke Kredi Notu



Kaynak: Model Tahmini, countryeconomy.com

Grafik 3.25'teki Yunanistan'ın kredi notu incelendiği zaman Fitch Ratings, Yunanistan'da meydana gelen borç krizi ile birlikte 12 Mayıs 2009 tarihinde A (17) olan kredi notunu, 9 Mart 2012 tarihinde D (1) yani temerrüt seviyesine sert bir şekilde düşürmüştür. Model tahmini ise Yunanistan'ın kredi notunun kriz öncesi dönemde de Fitch Ratings tarafından verilen derecelendirme notu kadar yüksek olmadığını, kriz ve sonrası dönemde ise daha kademeli bir düşüş olması gerektiğini göstermektedir.

Grafik 3.26'ya göre, Fitch Ratings tarafından Portekiz'e verilen kredi notu 2011 yılına kadar model tahmininin üzerinde yer almaktayken, 2011 yılından sonra model tahminin altında yer almaktadır. Yunanistan örneğine benzer bir şekilde Fitch Ratings, 2008 küresel krizinin etkisiyle 2009-2012 yılları arasında Portekiz'in kredi notunu sert bir şekilde düşürmüştür. Model tahmini ise kriz öncesi dönemde Portekiz'e yüksek kredi notu verildiğini ve kriz ve sonrası dönemde ise daha kademeli bir düşüş olması gerektiğini ifade etmektedir.

Grafik 3.27. Türkiye Ülke Kredi Notu

Kaynak: Model Tahmini, countryeconomy.com

Grafik 3.27’de Fitch Ratings derecelendirme kuruluşunun Türkiye’ye vermiş olduğu kredi notu ile Türkiye için elde edilen model tahmin sonuçları arasındaki ilişki gösterilmektedir. Fitch Ratings derecelendirme kuruluşunun vermiş olduğu kredi notu, model tahmininden elde edilen sonuçlardan tüm dönemlerde daha düşüktür. Fitch Ratings, 1996-2018 yılları arasında Türkiye’nin kredi notunu 26 Şubat 2013- 19 Ağustos 2016 tarihleri arasında yatırım yapılabilir seviyede (Baa3) derecelendirirken diğer tüm dönemlerde ise yatırım yapılabilir seviyenin altında derecelendirmektedir. Model tahmin sonucuna göre ise 2001 yılında yaşanan ekonomik krizin etkisiyle birlikte 2002-2004 yılları arasında Türkiye’nin kredi notu yatırım yapılabilir seviyenin altında kalmaktayken diğer tüm dönemlerde yatırım yapılabilir seviye veya yatırım yapılabilir seviyenin üzerinde yer almaktadır.

Bu çalışmadaki amacımız, dünya ekonomisine yön veren üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun (Moody’s, S&P ve Fitch Ratings) ülkelere vermiş oldukları kredi notlarının, ülkelerin ekonomik ve sosyal göstergeleri ile uyumlu olup olmadığını ve KDK’lara yapılan eleştirilerin haklılık payının olup olmadığını sorgulamaktır. Bu doğrultuda, Moody’s, S&P ve Fitch Ratings tarafından derecelendirilen 64 ülkenin uzun vadeli yabancı para cinsinden kredi notları, veri seti bölümünde anlatılan değişkenler yardımıyla panel veri yöntemiyle ayrı ayrı tahmin edilmiştir. Daha sonrasında elde edilen tahmin sonuçları ile Moody’s, S&P ve Fitch Ratings tarafından ülkelere verilen kredi notları karşılaştırılmıştır.

2018 yılı özelinde model tahmin sonuçları ve üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun ülkelere vermiş olduğu kredi notları birlikte incelendiği zaman Güney Kore,

İsviçre, Lüksemburg ve Tayland ülkeleri için aynı sonuçlar elde edilmiştir. Model tahmin sonuçlarına göre 25 ülkeye (ABD, Almanya, Avustralya, Avusturya, Belçika, Brezilya, Danimarka, Filipinler, Finlandiya, Fransa, Hollanda, İngiltere, İspanya, İsrail, İsveç, İtalya, Kanada, Kolombiya, Kuveyt, Lübnan, Meksika, Mısır, Peru, Singapur, Yunanistan) Moody's, S&P ve Fitch Ratings kuruluşunun da yüksek kredi notu verdiği görülmüştür. Diğer taraftan model tahmin sonuçlarına göre 18 ülkeye (Arjantin, Bulgaristan, El Salvador, Estonya, Güney Kıbrıs, Hırvatistan, İrlanda, İzlanda, Kosta Rika, Letonya, Litvanya, Macaristan, Malezya, Malta, Panama, Romanya, Tunus, Türkiye) ise üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun da düşük kredi notu verdiği sonucuna ulaşılmıştır.

Bu bölümde son olarak, incelenen dönemler arasında bazı ülkelerin model tahmin sonuçları ve kredi derecelendirme kuruluşlarının vermiş olduğu ülke kredi notları ülkeler bazında incelenmiştir. Öncelikle Moody's örneğinde Asya Krizi'nden en fazla etkilenen ülkelerden olan Endonezya ve Tayland, S&P örneğinde 2008-2009 Küresel Krizi'ne kadar model tahmin sonuçları ile aynı seyri izleyen ABD ve Avustralya, Fitch Ratings örneğinde ise yine aynı şekilde Küresel Kriz dönemine kadar model tahmin sonuçları ile aynı seyri izleyen ülkelerden olan Danimarka ve Finlandiya ülkeleri grafiksel olarak gösterilmiştir. Ayrıca Küresel Kriz sonrası dönemde üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun da ani ve büyük not indirimi yaptığı Yunanistan ve Portekiz ve derecelendirme kuruluşlarının model tahmin sonuçlarına göre tüm dönemlerde daha düşük notlandırıdıkları Türkiye, karşılaştırma yapılabilmesi amacıyla üç kredi derecelendirme kuruluşunda da ortak olarak grafiksel olarak gösterilmiş ve tartışılmıştır.

SONUÇ

İlk olarak 1800’lü yıllarda ortaya çıkan derecelendirme kavramı, özellikle 1990’lı yıllardaki küreselleşme hareketlerinin tüm dünyayı etkisi altına almasıyla birlikte dünya ekonomisinin en önemli konularından birisi olmuştur. Küreselleşme kavramının ulaştığı hız ve derinliğin, kesintisiz ve hızlı bir şekilde devam etmesiyle birlikte fon arz ve talep edenler arasındaki ilişki giderek artmıştır. Çok sayıda aktörün rol aldığı finansal piyasalarda, tüm aktörlerin bireysel olarak yaptıkları analizler ile yatırım kararlarına yön vermeleri çok zordur. Bu nedenle yatırım kararları öncesinde finansal taahhütlerin eksiksiz ve zamanında yerine getirilip-getirilmeyeceğini değerlendirebilmek amacıyla finansal bilgilere ihtiyaç vardır. Kredi Derecelendirme Kuruluşları (KDK) bu ihtiyaçlar neticesinde ortaya çıkmış ve piyasa aktörlerine verdikleri finansal bilgiler doğrultusunda yatırım kararlarına yön vermektedirler.

KDK’lar tarafından verilen ülke kredi notları, özellikle ekonomik büyümelerini artırmak ve kalkınmalarını hızlandırmak isteyen gelişmekte olan ülkeler için büyük önem arz etmektedir. Yatırım yapılabilir seviye veya üzerinde kredi notuna sahip ülkeler, sermaye piyasalarından daha düşük maliyetle, daha hızlı ve ihtiyaç duyduğu miktarda fon sağlama imkânına kavuşmaktadır. Bu ülkeler, yatırımları finanse etmek için uzun vadeli finansman olanaklarına sahip olurken aynı zamanda uluslararası alanda ülkelerinin saygınlıklarını artırarak doğrudan yabancı yatırımları da çekmektedirler. Bu nedenle KDK’lar tarafından verilen ülke kredi notları, hem doğrudan hem de dolaylı olarak ülke ekonomilerini birçok yönden etkilemektedir.

Derecelendirme kavramı ilk olarak ABD’de ortaya çıktığı için derecelendirme şirketleri ile ilgili ilk yasal düzenlemelerde ABD’de yapılmıştır. 1975 yılında ABD’de Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (SEC) düzenleyici bir kuruluş olarak kurulmuş ve piyasalar tarafından güvenilir olarak kabul edilen derecelendirme kuruluşlarını açıklayarak bu derecelendirme kuruluşlarına “Ulusal Kabul Görmüş İstatistiki Derecelendirme Kuruluşları” (NRSRO) adını vermiştir. Avrupa’da ise Enron Skandalı ile birlikte kredi derecelendirme kuruluşlarının güvenilirliğiyle ilgili tartışmalar başlamış ve bunun üzerine Avrupa Menkul Kıymet Piyasa Düzenleyicileri Komitesi (CESR) kurulmuştur. Daha sonrasında CESR, kredi derecelendirme kuruluşlarının Avrupa Birliği sınırları içerisindeki çalışmalarına yönelik düzenleme ve denetim esaslarını belirlemiştir.

Türkiye’de ise derecelendirme faaliyetlerine ilişkin ilk yasal düzenlemeler SPK tarafından daha sonrasında ise BDDK tarafından yapılmıştır.

Yapılan birçok yasal düzenlemeye rağmen derecelendirme kavramına olan önemin giderek artmasıyla birlikte derecelendirme faaliyetini gerçekleştiren KDK’lara yönelik olarak yapılan eleştiriler de zaman içerisinde artmıştır. Bu kuruluşlara yapılan eleştiriler özellikle, metodolojilerinin yeteri kadar şeffaf olmaması, oligopol piyasa yapıları, krizleri öngörememeleri, mevcut krizleri derinleştirmeleri, çıkar çatışmaları ve bölgesel önyargılar konularında yoğunlaşmıştır.

Bu tez çalışmasının amacı, dünya ekonomisine yön veren kredi derecelendirme kuruluşlarından olan Moody’s, S&P ve Fitch Ratings’in ülkelere vermiş olduğu kredi notlarının, ülkelerin ekonomik ve sosyal göstergeleri ile uyumlu olup olmadığını ve KDK’lara yapılan eleştirilerin haklılık payının olup olmadığını sorgulamaktır. Bu amaçla kredi derecelendirme sektörünün yaklaşık olarak %96’sına sahip olan uluslararası derecelendirme kuruluşlarından Moody’s, S&P ve Fitch Ratings tarafından derecelendirilen 64 ülkenin uzun vadeli yabancı para cinsinden kredi notları 1996-2018 dönemi için 6 sosyal ve 8 makroekonomik göstergelyi içerecek şekilde panel veri yöntemi ile incelenmiştir. Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu için ayrı ayrı ekonometrik modeller kurularak analiz edilmiştir.

Yapılan analizler sonucunda Moody’s ülke kredi notunu, hukukun üstünlüğü, siyasi istikrar ve şiddet/terörizm olayları, mevzuat kalitesi, yönetim etkinliği, GSYH büyümesi, mal ve hizmet ihracatının GSYH’ye oranı, cari işlemler dengesinin GSYH’ye oranı, sabit sermaye oluşumunun GSYH’ye oranı göstergelerinin pozitif yönde etkilediği görülmüştür. Ayrıca genel devlet brüt borcunun GSYH’ye oranı değişkeninin ise beklentilere uygun olarak negatif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

S&P için yapılan analiz sonucunda, Moody’s ülke kredi notunu etkileyen göstergelerin hem istatistiki hem de işaret olarak S&P analizinde de anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca S&P için yapılan analiz sonucunda, Moody’s ülke kredi notu analizinden farklı olarak, ülke kredi notunu ekonomik büyüklük göstergesinin pozitif yönde, enflasyon oranı göstergesinin de negatif yönde etkilediği görülmüştür.

Fitch Ratings analizinde ise Moody's ve S&P analizlerinden farklı olarak cari işlemler dengesinin GSYH'ye oranı göstergesi ve S&P analizinden farklı olarak ise ekonomik büyüklük göstergesi istatistiksel olarak anlamlı bulunamamıştır.

Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları (Moody's, S&P ve Fitch Ratings) için yapılan model tahmin sonuçları incelendiği zaman KDK'lara yapılan eleştirilerin bir kısmının haklılık payının olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Özellikle 1997 Asya ve 2008 Küresel Kriz dönemi öncesinde krizleri öngörememişler ve kriz sonrası dönemde de bazı ülkelerin kredi notlarını çok sert bir şekilde düşürerek mevcut krizi daha da derinleştirmişlerdir. Örneğin çalışmada Enron ve Parmalat Skandalı'na benzediği için üç büyük derecelendirme kuruluşunun Yunanistan ve Portekiz ülkelerine verdikleri kredi notları ile model tahmin sonuçları karşılaştırılmıştır. Model tahmin sonuçlarına göre bu ülkelerin kriz öncesi dönemde kredi notları KDK'ların derecelendirdikleri kadar yüksek olmadığı ve kriz ve sonrası dönemde ise daha kademeli bir not düşüşü olması gerektiği sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca bu çalışmaya konu olan üç büyük derecelendirme kuruluşundan (Moody's, S&P ve Fitch Ratings) sadece S&P kredi derecelendirme kuruluşu 2010 yılından itibaren (bir not) ABD'nin kredi notunu düşürmüştür. Diğer KDK'lar ekonomik ve/veya sosyal göstergelerdeki değişimlere bakılmaksızın hep en üst seviyede (Aaa, AAA, 22) tutmuştur. Ancak model tahmin sonuçları özellikle 2010 yılından itibaren ABD'nin kredi notunda (3-4 not) düşüş olması gerektiğini göstermiştir.

Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun ülkelere vermiş olduğu kredi notları ile model tahmin sonuçları 2018 yılı özelinde toplu olarak değerlendirildiği zaman Güney Kore, İsviçre, Lüksemburg ve Tayland ülkeleri için aynı sonuçlar elde edilmiştir. Model tahmin sonuçlarına göre 25 ülkeye (ABD, Almanya, Avustralya, Avusturya, Belçika, Brezilya, Danimarka, Filipinler, Finlandiya, Fransa, Hollanda, İngiltere, İspanya, İsrail, İsveç, İtalya, Kanada, Kolombiya, Kuveyt, Lübnan, Meksika, Mısır, Peru, Singapur, Yunanistan) Moody's, S&P ve Fitch Ratings kuruluşları daha yüksek kredi notu vermiştir. Diğer taraftan model tahmin sonuçlarına göre 18 ülkeye (Arjantin, Bulgaristan, El Salvador, Estonya, Güney Kıbrıs, Hırvatistan, İrlanda, İzlanda, Kosta Rika, Letonya, Litvanya, Macaristan, Malezya, Malta, Panama, Romanya, Tunus, Türkiye) ise üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun daha düşük kredi notu verdiği sonucuna ulaşılmıştır.

Uluslararası derecelendirme kuruluşlarının vermiş olduğu kredi notları ve model tahmin sonuçları Türkiye özelinde değerlendirildiği zaman incelenen dönemler arasında;

Moody's, sadece 16 Mayıs 2013-23 Eylül 2016 tarihleri arasında Türkiye'yi yatırım yapılabilir seviyede (Baa3) notlandırmıştır. Model tahmin sonucuna göre ise 2001-2005 yılları arasında Türkiye'nin kredi notu yatırım yapılabilir seviyenin altında kalmaktayken diğer tüm dönemlerde yatırım yapılabilir seviye veya yatırım yapılabilir seviyenin üzerinde yer almaktadır.

Fitch Ratings, Türkiye'nin kredi notunu 26 Şubat 2013-19 Ağustos 2016 tarihleri arasında yatırım yapılabilir seviyede (Baa3) notlandırırken, model tahmin sonucuna göre 2002-2004 yılları arasında Türkiye'nin kredi notu yatırım yapılabilir seviyenin altında kalmaktayken diğer tüm dönemlerde yatırım yapılabilir seviye veya yatırım yapılabilir seviyenin üzerinde yer almaktadır.

S&P kredi derecelendirme kuruluşu ise Türkiye'yi 1996-2018 dönemi içerisinde hiç yatırım yapılabilir seviye veya üzerinde notlandırmamıştır. Model tahmin sonucuna göre ise Moody's örneğine benzer bir şekilde sadece 2002-2004 yılları arasında yatırım yapılabilir seviyenin altına düşerken diğer tüm dönemlerde bu seviyede veya üzerinde yer almaktadır.

Yapılan bu çalışmada KDK'ların ülke kredi notları ile model tahminleri arasındaki farkın en fazla olduğu ülkelerden biri Türkiye'dir. Yani derecelendirme kuruluşlarının Türkiye için vermiş oldukları kredi notları, model tahmininden elde edilen sonuçlardan tüm dönemlerde daha düşüktür.

Yaklaşık olarak %96'sının üç büyük derecelendirme kuruluşunun elinde bulunduğu sektörde, 2020 yılında Türk finans sektörünün öncü kurumlarının (Borsa İstanbul A.Ş., Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği, Türkiye Sigorta, Reasürans ve Emeklilik Şirketleri Birliği, Finansal Kiralama, Faktoring ve Finansman Şirketleri Birliği ve 17 banka) JCR Avrasya Derecelendirmenin çoğunluk hisselerini (%85.05) satın alması hem sektördeki rekabeti geliştirmek hem de Türkiye ekonomisine yapacağı katkı açısından oldukça önemli bir gelişmedir. Önemi giderek artacak olan KDK'lar ile ilgili Türkiye'de atılan bu adım, Türkiye'de yetkilendirilen derecelendirme kuruluşlarının diğer kuruluşlarla rekabet edebilecek düzeyde olmaları ve piyasalar tarafından kabul edilmeleri için yasal düzenlemeler ile desteklenmelidir. Bu kapsamda, özellikle

düzenleyici ve denetleyici kurumlar arasındaki yetki karmaşasının giderilmesi için derecelendirme faaliyetleriyle ilgili uluslararası standartlara uygun düzenleme ve denetimler geniş anlamda ele alınarak tek bir kuruma (örneğin Sermaye Piyasası Kurulu'na) bırakılması gerektiği düşünülmektedir.



KAYNAKÇA

- Afonso A. (2002). "Understanding the Determinants of Government Debt Ratings: Evidence for the Two Leading Agencies", *Department of Economics and Research Center on the Portuguese Economy (CISEP)*, 2002/2, 1-27.
- Afonso A. (2007). "What Hides Behind Sovereign Debt Ratings", *European Central Bank Working Paper Series*, No: 711, 1-66.
- Afonso A. Vd., (2009). "Ordered Response Models for Sovereign Debt Ratings?", *Applied Economics Letters*, 16/8, 769-773.
- Afsar A. ve Karacayir E. (2016). "Determinations of Sovereign Ratings: An Empirical Analysis on Turkey and EU Countries", *Journal of Economics, Finance and Accounting – (JEFA)*, ISSN: 2148-6697, 3/4, 320-329.
- Akbulak Y. (2012). "Kredi Derecelendirmesi veya Rating: Kavram ve Ölçütler", *Mali Çözüm Dergisi*, ISSN 1303/5444, 171-184.
- Akçay, M. (2013). *Belediyeler ve İyi Yönetişim*, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Akçayır, Ö. (2013). *Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Güvenirliklerinin Sorgulanması: Türkiye'nin Kredi Derecelendirme Geçmişi ve Bugünü (1992-2012)*, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta.
- Albayrak A. S. (2008). "Değişen Varyans Durumunda En Küçük Kareler Tekniğinin Alternatifli Ağırlıklı Regresyon Analizi ve Bir Uygulama", *Afyon Kocatepe Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi*, X/II, 111-134.
- Alexe S. Vd., (2003). "A Non- Recursive Regression Model For Country Risk Rating", *RUTCOR Research Report*, RRR 9-2003, New Jersey, 1-38.
- Ammer J. Ve Clinton N. (2004). "Good News is No News? The Impact of Credit Rating Changes on the Pricing of Asset-Backed Securities", https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=567743 (11.11.2019).
- Argitis G. ve Nikolaidi M. (2011). "Debt crisis, fiscal austerity and the financial fragility and instability in the Greek economy", *Conference of the Research Network Macroeconomics and Macroeconomic*
- Arslan, C. K. (2015). *Gelişmekte Olan Ülkelerde Hükümlerlik Reytinglerinin Belirleyicileri ve Hisse Senedi Piyasalarına Etkileri*, (Basılmamış Doktora Tezi), Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kayseri.
- Asteriou, D. and Hall, S. G. (2007) *Applied Econometrics*, Palgrave Macmillan, New York.
- Ayalp, G. E. (2019). *Türkiye'de ve Dünya'da Yaşanan Muhasebe Skandalları, Yapılan Düzenlemeler, Usulsüzlük Yapan Şirket ve Bankaların İncelenmesi*, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.

- Bal H. (1994). "Uluslararası Finansman, Tahvil Piyasaları, Kredi Değerliliği (Rating) ve Gelişmekte Olan Ülkeler", *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı: 103, 10-24.
- Balıkçıoğlu, E. (2013). *Ülkelerin Finansal Açısından Kredi Notlarını Etkileyen Faktörler ve Kurallı Maliye Politikasının Etkisi: 2000 Sonrası Dönem Türkiye'de Uygulanan Maliye Politikalarının Kredi Notları Üzerindeki Etkisinin Karşılaştırmalı Analizi*, (Basılmamış Doktora Tezi), Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Baltagi B. H. and Li Q. (1995). "Testing AR(1) Against MA(1) Disturbances in an Error Component Model", *Journal of Econometrics*, Volume 68, Issue 1, 133-151.
- Baltagi, B. H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data*, Third Edition, John Wiley & Sons, İngiltere.
- Bingöl, B. (2009). *Türkiye'de Kobi Niteliğinde Faaliyet Gösteren Tekstil Üretim İşletmelerinin Basel II Kriterleri Çerçevesinde Kredi Derecelendirme Metodolojisi Uygulaması*, (Basılmamış Doktora Tezi), Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Bissoondoyal-Bheenick E. vd., (2005). "Determinants of Sovereign Ratings: A Comparison of Case-Based Reasoning and Ordered Probit Approaches", *Global Finance Journal*, 17 /1, 136-154.
- Born, B. and Breitung, J. (2016), "Testing for Serial Correlation in Fixed-Effects Panel Data Models", *Econometric Reviews*, 35/7, 1290–1316.
- Boyacıoğlu, M. A. (2003). *Bankalarda Derecelendirme (Rating) ve Türk Bankacılık Sektörü Üzerine Ampirik Bir Çalışma*, (Basılmamış Doktora Tezi), Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.
- Cantor R. ve Packer F. (1994). "The Credit Rating Industry", *FRBNY Quarterly Review/Summer-Fall*, 1-26.
- Cantor R. ve Packer F. (1996). "Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings", *FRBNY Economic Policy Review*, 37-54.
- Çelik, P. (2004). *Bankaların Risk Derecelendirmesi*, (Uzmanlık Yeterlilik Tezi), Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Çeliksoy, E. (2015). *Yönetişimin Kurumsallaşma Üzerine Etkileri: AB Ülkeleri ve Türkiye Örneği*, (Basılmamış Doktora Tezi), Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Daniel N. D. vd., (2010). "Sources of financial flexibility: Evidence from cash flow shortfalls", https://www.researchgate.net/publication/228597401_Sources_of_financial_flexibility_Evidence_from_cash_flow_shortfalls (01.11.2019).

- Destraz S. ve Lahaye R. (2012). “Are Credit Ratings Trustworthy? Empirical Study on the Dependence of Corporate Defaults to Market Risk within Investment Grade and Speculative Grade Range”, *SSRN Electronic Journal*, 1-46.
- Dinek, İ. (2013). *Kredi Risk Derecelendirmesi ve İmalat Sanayi Alt Sektörlerinde Uygulanması*, (Basılmamış Doktora Tezi), İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Eren, E. (2010). *Derecelendirme Kuruluşlarının Sorumluluğu*, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Eryılmaz B. ve Biricikoğlu H. (2011). “Kamu Yönetiminde Hesap Verebilirlik ve Etik”, *İş Ahlakı Dergisi*, Cilt: 4, Sayı: 7, 19-45.
- Esener S. Ç. Vd., (2017). “Kamu Harcamaları, Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Dışa Açıklık Seviyesinin Sabit Sermaye Oluşumu Üzerindeki Etkileri”, 2. *Mediterranean International Congress on Social Sciences (MECAS II)*, 553-570.
- Ferri G. Vd., (1999). “The Procyclical Role of Rating Agencies: Evidence from the East Asian Crisis”, *Economic Notes*, vol. 28, no. 3-1999, pp. 335-355.
- Fitch Ratings, (2018, Temmuz). “Sovereign Rating Criteria”, 1-38.
- Fitch Ratings, (2019). “Rating Definitions”, 1-57, <https://www.fitchratings.com/site/definitions> (01.12.2019).
- Friedman, (1995). “Foreign Affairs; Don't Mess With Moody's”, <https://www.nytimes.com/1995/02/22/opinion/foreign-affairs-don-t-mess-with-moody-s.html> (03.11.2019).
- Frost C. A. (2007). “Credit Rating Agencies in Capital Markets: A Review of Research Evidence on Selected Criticisms of the Agencies”, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 469-492.
- Gamba A. ve Triantis A. (2008). “The Value of Financial Flexibility”, *The Journal of Finance*, Vol. LXIII, No: 5, 2263-2296.
- Geyikçi, U. B. (2013). *Basel Kriterleri Çerçevesinde Kredi Derecelendirme Model Önerisi*, (Basılmamış Doktora Tezi), Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Manisa.
- Gujarati D. N. (2012). *Temel Ekonometri*, (çev. Ümit Şenesen ve Gülay Günlük-Şenesen), Literatür Yayınları, İstanbul.
- Gülmez A. ve Gündoğan H. (2014). “Uluslararası Politik İktisat Çerçevesinde Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Türkiye Uygulaması”, *Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi*, Cilt: 2/4, 65-90.
- Günel M. (2019). “Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Rolü ve Krizlerdeki Etkileri”, *Ordu Üniversitesi Sosyal Bilimler Araştırmaları Dergisi*, 9/1, 147-155.

- Gür T. H. (2001). "A Country Risk Assessment Modeland the Asian Crisis", *Central Bank Review*, 1(2001), 49-68.
- Gür T. H. ve Öztürk H. (2011). "Ülke Riski, Derecelendirme Kuruluşları, Aksaklıklar ve Yeni Düzenlemeler", *Sosyo Ekonomi Dergisi*, 2011/2, 69-92.
- Güriş, S. (2015). *Stata ile Panel Veri Modelleri*, Der Yayınları, İstanbul.
- Haque N. UL. Vd. (1997). "Rating the Raters of Country Creditworthiness", *Finance & Development* / March 1997, 9-13.
- Harmancı, S. (2013). *Ülke Kredi Derecelendirme Notlarının Finansal Piyasalar Üzerine Etkisi ve Borsa İstanbul 100 Endeksi Üzerine Bir Uygulama*, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Harper S. (2011). "Credit Rating Agencies Deserve Credit for the 2007–2008 Financial Crisis: An Analysis of CRA Liability Following the Enactment of the Dodd-Frank Act", 68 *WASH. & LEE L. REV.* 1925, 1926-1968.
- Hasbi, D. T. (2012). *Kredi Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Yapılan Not Değerlendirmelerinin Ülke Ekonomileri Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği*, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Aydın.
- Haspolat, F. B. (2015). *Ülke Kredi Notlarının Belirleyicileri: Türkiye'nin Kredi Notunun Ülke Karşılaştırmalı Analizi*, (Uzmanlık Tezi), Kalkınma Bakanlığı Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Hazar, A. (2009). *Bankaların Risk Derecelendirmesi - Model Önerisi ve Uygulama -*, (Basılmamış Doktora Tezi), Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Hill A. C. (2009). "Why Did Anyone Listen to the Rating Agencies After Enron?", *Legal Studies Research Paper Series Research Paper* No. 09-35, 282-294.
- Hsiao C. (2005). "Why Panel Data?", *IEPR Working Paper* No. 05.33, 1-17.
- Hsiao, C. (2003). *Analysis of Panel Data*, Second Edition, Cambridge University Press, Cambridge.
- IMF (1999). World Economic and Financial Surveys, 110-152, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/icm/1999/> (15.10.2019).
- İş Bankası, (2017). Türkiye'nin Kredi Notuna İlişkin Değerlendirmeler, *İktisadi Araştırmalar Bölümü*.
- Kabadayı, B. (2012). *Ülke Kredi Notlarını Etkileyen Faktörler: Yükselen Ekonomiler ve Türkiye Örneği*, (Basılmamış Doktora Tezi), Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzurum.
- Kalaycı Ş. Vd., (2010). "Ülke Kredi Notunun Temel Makro Ekonomik Belirleyicileri: AB Ülkeleri ve Türkiye Üzerine Bir Reyting Araştırması", *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar* 2010 Cilt: 47 Sayı:544, 15-26.

- Karagöl, E. T. ve Mıhçıokur, Ü. İ. Siyaset, Ekonomi ve Toplum Araştırmaları Vakfı, (2012), "Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Alternatif Arayışları", *SETA*, No:7, Ankara, 1-35.
- Kaufmann D. vd., (2010a). "Response to 'What Do the Worldwide Governance Indicators Measure?'", *European Journal of Development Research*, 22, 55–58.
- Kaufmann D. vd., (2010b). "The Worldwide Governance Indicators: Methodology and Analytical Issues", *Hague Journal on the Rule of Law*, 3(2), 220-246.
- Kaufmann D. vd., (2011). "The Worldwide Governance Indicators: Methodology and Analytical Issues", *World Bank Policy Research Working Paper*, 5430.
- Kavak, G. (2019). *Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Vermiş Olduğu Kredi Notlarının Yatırımlar Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi*, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Aydın Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Aydın.
- Korkmaz T. (2010). "FVFM'nin İMKB Ulusal 100 Endeksindeki Geçerliliğinin Panel Veri Analizi ile Test Edilmesi", *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, 39/1, 95-105.
- Mellios C. ve Paget-Blanc E. (2006). "Which Factors Determine Sovereign Credit Ratings?", *European Journal of Finance*, 12/4, 361-377.
- Meydan, C. (2009). *Şirket Derecelendirmesi ve Bir Endüstri İşletmesinde Uygulama Örneği*, (Basılmamış Doktora Tezi), Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Moody's, (2013, Eylül). "Sovereign and Supranational", *Sovereign Ratings Methodology*, 1-36.
- Moody's, (2019, Kasım). "Sovereign and Supranational", *Sovereign Ratings Methodology*, 1-65.
- Mora N. (2006). "Sovereign Credit Ratings: Guilty Beyond Reasonable Doubt?", *Journal of Banking & Finance*, 30/2006, 2041–2062.
- Mulder C. ve Perelli R. (2001). "Foreign Currency Credit Ratings for Emerging Market Economies", *IMF Working Paper*, 01/191, 1-12.
- Nargeleçekenler, M. (2009). *Makroekonomik ve Finansal Serilerin Ekonometrik Analizi: Panel Veri Yaklaşımı*, (Basılmamış Doktora Tezi), Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bursa.
- Odabaşı C. ve Ergen H. (2017). "Bağımsız Denetimde Kamu Gözetimi ve Skandallar", *Muhasebe ve Denetim Dünyası Dergisi*, 1-11.
- Özer M. A. (2006). "Yönetişim Üzerine Notlar", *Sayıştay Dergisi*, Sayı: 63, 59-89.

- Özer-Ozer vd., (2020). “Yönetişim Göstergeleri Doğrultusunda Ülkelerin Performanslarının Değerlendirilmesi”, *Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 22/1, 25-53.
- Poon W. P. H. (2003). “Are unsolicited credit ratings biased downward?”, *Journal of Banking & Finance* 27, 593–614.
- Reinhart C. M. (2002). “Default, Currency Crises and Sovereign Credit Ratings”, *NBER Working Paper Series*, 1-35. <http://www.nber.org/papers/w8738> (20.09.2019).
- S&P, (2011, Haziran). “Ratings Direct”, Sovereign Government Rating Methodology And Assumptions, 1-43.
- S&P, (2014, Kasım). “Ratings Direct”, Standard & Poor's Ratings Definitions, 1-48.
- S&P, (2017, Aralık). “Sovereign Rating Methodology”, 1-39.
- Saygılı, Ş. Vd., -Türk Sanayiciler ve İşadamları Derneği- (2005), "Türkiye Ekonomisinde Sermaye Birikimi, Verimlilik ve Büyüme (1972-2003)", TUSAD-T/2005-12/413, İstanbul, 1-148.
- SEC, (2017). Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, ABD.
- SEC, (2018). Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, ABD.
- Sekmen, T. (2012). *Ülke Kredi Notlarının Uluslararası Sermaye Akışı Üzerindeki Etkileri*, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir.
- Setty, G. ve Dodd, R. Financial Policy Forum Derivatives Study Center, (2003). “Credit Rating Agencies: Their Impact on Capital Flows to Developing Countries”, *Special Policy Report 6*, Washington, 1-24.
- Shelby, R. (2006). "Credit Rating Agency Reform Act of 2006", Authenticated U.S. Government Information GPO, Report No. 109-326, 109th Congress, 2d Session.
- SPL, (2019). *Lisanslama Sınavları Çalışma Notları*, Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kurulu.
- Sylla R. (2001). “A Historical Primer on the Business of Credit Ratings”, *The World Bank*, Washington, DC, 1-30.
- Şirvan N. (2004). “Kredi Derecelendirme ve Türkiye Ekonomisi”, 1-17. <http://gunaycaymaz.googlepages.com/krediderecelendirme.pdf> (09.09.2019).
- Tatoğlu, F. Y. (2020). *İleri Panel Veri Analizi*, Dördüncü Baskı, Beta Yayınları, İstanbul.
- TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası), (2010). *TCMB Üç Aylık Bülten*, Sayı: 18, Ankara.

TDK, (2020). <https://sozluk.gov.tr/> (07.10.2020).

Teker D. vd., (2013). “Determination of Sovereign Rating: Factor Based Ordered Probit Models for Panel Data Analysis Modelling Framework”, *International Journal of Economics and Financial*, 3/1, pp. 122-132.

Turhan K. vd., (2017). “Ülke Kredi Notlarının Pay Getirileri Üzerindeki Etkileri: Bist 30 Endeksi Üzerinde Bir Evvent Study Analizi”, *Sosyal Bilimler Metinleri*, 2017 Temmuz ICOMEP Özel Sayısı, 171-187.

Tutar E. vd., (2011). “Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Rolü, Güvenirlik Açısından Sorgulanması ve Türkiye”, *Akademik Bakış Dergisi*, Sayı: 25, 1-24.

Ulusoy, A. (2018). *Devlet Borçlanması*, Umutepe Yayını, Kocaeli.

Ul-Haque, N. Vd., (1996). “The Economic Content of Indicators of Developing Country Creditworthines”, *Staff Papers-International Monetary Fund*, 96/9, 1-29.

White L. J. (2007). “A New Law for the Bond Rating Industry -- For Better or For Worse?”, *Law & Economics Research Paper Series Working Paper*, No:07-09, 1-12.

Wooldridge, J. M. (2002). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, MIT Press, Londra.

World Bank, WDI, <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators#> (20.11.2019).

Yazıcı M. (2009). “Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Önemi ve Denetimi”, *Maliye ve Finans Yazıları Dergisi*, Cilt 1 , Sayı 82.

Yeşilyaprak, M. (2011). *Katılım Bankalarında Kredi Derecelendirmesi ve Etkin Subjektif Kriterlerin Anket Yöntemi ile Ölçümü*, (Basılmamış Doktora Tezi), Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.

TEBLİĞLER VE YÖNETMELİKLER

“Derecelendirme Kuruluşlarının Yetkilendirilmesine ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik”, 17.04.2012 Tarih ve 28267 Sayılı Resmi Gazete.

“Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği”, 12.07.2007 Tarih ve 26580 Sayılı Resmi Gazete (Seri:VIII, No:40).

İNTERNET

BDDK, <https://www.bddk.org.tr/Mevzuat>, (15.10.2019)

CESR, <http://www.cesr-eu.org/index.php?page=cesrinshort&mac=0&id=>, (10.10.2020)

- DRC Rating, <http://www.drcrating.com/kredi-derecelendirme-not-tablolari>, (10.05.2021)
- Fitch Ratings, <https://www.fitchratings.com/site/home>, (20.05.2019)
- Fitch Ratings, <https://www.fitchratings.com/site/ratings-history-disclosure>, (20.05.2019)
- <http://www.worldgovernmentbonds.com/world-credit-ratings/>, (20.03.2020)
- <https://countryeconomy.com/ratings>, (20.01.2020)
- <https://tradingeconomics.com/turkey/rating>, (20.01.2020)
- İntegral Forex, <https://www.integralforex.com.tr/kredi-derecelendirme>, (20.06.2019)
- JCR-ER Eurasia Rating, <http://www.jcrer.com.tr/Pages.aspx?Page=firma-kredi-derecelendirme-metodolojisi>, (22.11.2019)
- JCR-ER Eurasia Rating, <http://www.jcrer.com.tr/Posts.aspx?Post=ortaklik-yapisi>, (10.05.2021)
- KOBIRATE Rating, <https://www.kobirate.com.tr/Hakkimizda>, (10.05.2021)
- Moody's, <https://www.moodys.com/>, (20.05.2019)
- Moody's, <https://www.moodys.com/Pages/amr002001.aspx>, (20.05.2019)
- S&P, <https://www.spglobal.com/en/who-we-are/our-history>, (20.06.2019)
- S&P, https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/504352, (20.05.2019)
- S&P, https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/home, (20.05.2019)
- SAHA Rating, <http://www.saharating.com/~saharati/hakkimizda/>, (10.05.2021)
- SAHA Rating, <http://www.saharating.com/~saharati/kredi-derecelendirme-notlarinin-anlami>, (21.11.2019)
- SEC, <https://www.sec.gov/ocr/ocr-current-nrsros.html>, (20.03.2019)
- SPK, <https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/6/10/2>, (20.02.2019)
- SPK, <https://www.spk.gov.tr/SiteApps/SirketIletisim/Index/dkkd>, (20.02.2019)
- TURKRATING, <https://turkrating.com/p-sirket-faliyetleri.html>, (10.05.2021)

ÖZ GEÇMİŞ

