

T.C.
AYDIN ADNAN MENDERES ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
2019-YL-117

ULUSLARARASI KREDİ DERECELENDİRME
KURULUŞLARININ VERMİŞ OLDUĞU KREDİ
NOTLARININ YATIRIMLAR ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN
İNCELENMESİ

HAZIRLAYAN
Gamze KAVAK

TEZ DANIŞMANI
Dr. Öğr. Üyesi Aziz BOSTAN

AYDIN-2019

T.C.
AYDIN ADNAN MENDERES ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE
AYDIN

İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans Programı öğrencisi Gamze KAVAK tarafından hazırlanan “Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Vermiş Olduğu Kredi Notlarının Yatırımlar Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi” başlıklı tez, 22/07/2019 tarihinde yapılan savunma sonucunda aşağıda isimleri bulunan jüri üyelerince kabul edilmiştir.

	Ünvanı, Adı Soyadı	Kurumu	İmzası
Başkan	Dr. Öğr. Üyesi Aziz BOSTAN	Aydın Adnan Menderes Üniversitesi	
Üye	Doç. Dr. Üyesi Funda ÇONDUR	Aydın Adnan Menderes Üniversitesi	
Üye	Prof. Dr. Cüneyt Yenal KESBİÇ	Manisa Celal Bayar Üniversitesi	

Jüri üyeleri tarafından kabul edilen bu Yüksek Lisans tezi, Enstitü Yönetim Kurulunun tarihsayılı kararı ile onaylanmıştır.

Prof. Dr. Ahmet Can BAKKALCI

Enstitü Müdür

T.C.
AYDIN ADNAN MENDERES ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE
AYDIN

Bu tezde sunulan tüm bilgi ve sonuçların, bilimsel yöntemlerle yürütülen gerçek deney ve gözlemler çerçevesinde tarafımdan elde edildiğini, çalışmada bana ait olmayan tüm veri, düşünce, sonuç ve bilgilere bilimsel etik kuralların gereği olarak eksiksiz bir şekilde uygun atıf yaptığımı ve kaynak göstererek belirttiğimi beyan ederim.

.../.../2019

Gamze KAVAK

ÖZET

ULUSLARARASI KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ VERMİŞ OLDUĞU KREDİ NOTLARININ YATIRIMLAR ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN İNCELENMESİ

Gamze KAVAK

Yüksek Lisans Tezi, İktisat Anabilim Dalı

Tez Danışmanı: Dr. Öğr. Üyesi Aziz BOSTAN

2019, XVIII + 104 sayfa

Küreselleşen dünyada ülkelerin birbirleri arasındaki sermaye odaklı değişimleri ve hareketlilikleri büyük ölçüde önem kazanmıştır. Dünyanın bir ucundan diğer ucuna tasarruf sahipleri, borç almak isteyen kurum veya devlete finansal araçlar yollarını kullanarak kredi verilebilmektedir. Sermayeye ihtiyaç duyan ülkeler ve şirketler yatırım yapma konusunda en büyük sıkıntıyı bilgi eksikliği ile yaşamaktadırlar. Tasarruf sahipleri her borçlanmak isteyen kurum ve devlete karşı asimetrik bilgi eksikliği yaşadıkları için hiçbir zaman tam bilgiye sahip olamazlar. Finansal piyasada işleyişin devam etmesi ve güven ortamı içinde borçlanmaya girişen kurum ve ülkelerin verdikleri vaatleri yerine getirme, var olan kapasite ölçütlerinin tasarruf sahiplerinin güven ortamında bu bilgiye ulaşması gerekir. Bu gereklilikte kredi derecelendirme kuruluşları (KDK)'nın alt yapısını oluşturmaktadır. KDK'lar bu işleyişte aldıkları görevler ile finansal birleşim ve küresel dünyada iki tarafı da yönlendiren konuma geçmiştir.

Kredi derecelendirme kuruluşları, borçlanacak kurum ve devletleri kredi risk değerlendirmesini yaparak ülkelerin ve şirketlerin risk değerlerini kredi bazında değerlendirerek not vermektedirler. Bu sistem içerisinde yer almak isteyen ve uluslararası piyasadan borçlanmak isteyen kurum, kuruluş ve devletler de KDK'ların kredi notlarını değerlendirmesini istemektedirler. Aldıkları kredi notları ile de piyasadan borçlanabilmektedirler. Bu notlar borç altına girecek kurum, kuruluş ve devletlerin üstlendikleri yükümlülüğü hangi ölçüde yerine getireceği ve güven duyulacağı hakkında fikir vermektedir.

Bu çalışmada kredi derecelendirme kuruluşları, Türkiye'nin kredi derecelendirme notu geçmişi, ekonomik veriler çerçevesinde ülkelerin kredi notu geçmişleri ve yatırımlar

konusunda etkilenme ve gelişmişlik düzeyleri arasındaki ilişki, kredi derecelendirme kuruluşlarının tanımı, geçmişi ve gelecek yüzyıllarda var olacak yapısı ve dünya ekonomisindeki üstlendiği rol ele alınmıştır.

ANAHTAR SÖZCÜKLER: Kredi Derecelendirme Kuruluşları, Kredi Derecelendirme Notu, Türkiye, Yatırımlar.



ABSTRACT

INVESTIGATION OF THE EFFECTS OF CREDIT LEVELS OF SELECTED COUNTRIES BY INTERNATIONAL RATING AGENCIES ON COUNTRIES INVESTMENTS

Gamze KAVAK

MSc Thesis at Economics

Supervisor: Dr. Lecturer. Member of Aziz BOSTAN

2019, XVIII + 104 pages

In a globalizing world, the capital-oriented changes and mobilities of countries have gained importance. Creditors from one end of the world to the other can be given credit by using financial means to the institution or state that wants to borrow. Countries and companies that need capital live with the lack of information on the biggest problem in making investment. Savers can never have complete information because they have a lack of asymmetric information against the institution and the state that wants to borrow. The continuation of the operation in the financial market and the fulfillment of the promises of the institutions and countries that are trying to borrow in the environment of trust, the existing capacity criteria should reach this information in the trust environment of the savings owners. In this requirement, the credit rating agencies (CRA) are the infrastructure of the institution. The OICs have been in a position to lead the financial unity and the tasks they have taken in this process and the two sides in the global world.

Credit rating agencies make the credit risk assessment of the institutions and states to be borrowed and evaluate the risk values of countries and companies on a credit basis. The institutions, organizations and states that want to take part in this system and want to borrow from the international market also want the CRAs to evaluate their credit ratings. They can also borrow from the market with their credit ratings. These notes give an idea about the extent to which the institutions, institutions and states that are going to be under debt will fulfill their obligations and to trust them.

In this study, credit rating agencies, Turkey's credit rating history, the relationship between economic data influenced on credit history and investments in the country within

the scope and level of development, the definition of credit rating agencies, the building will be there in the past and future centuries and is considered its role in the world economy

KEYWORDS: Credit Rating Agencies, Credit Rating, Turkey, Investments



ÖNSÖZ

Teknolojinin ilerlemiş olduğu 2000’li yıllarda artık ülkeler sadece kendi ülkelerinde değil kazançlı gördükleri başka ülkelere de yatırımlarını taşımışlardır. Fakat bu süreçte yaşamış oldukları sorun, bilgi yetersizliğinden kaynaklı kredi derecelendirme kuruluşlarına ihtiyaç duyulmuştur. Kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notların yatırımlara etkisi gerekli incelemeler ve yapılan ekonometrik modelleme ile sunulacak bu çalışmada kıymetli fikirlerinden ve tecrübesinden istifade ettiğim, gösterdiği pozitif yaklaşımı ve yönlendirmesi ile bana desteğini sunan tez danışmanım Dr. Öğr. Üyesi Aziz BOSTAN’a saygılarımı ve sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

Ayrıca bana bu süreçte sabır gösteren ve her zaman yanımda olan annem Feriha KAVAK’a, desteğini hiçbir zaman esirgemeyen ve dert ortağım olan babam Abdullah KAVAK’a bir de yüksek lisans eğitimimde ve sonrasında arkadaşlığı ve güzel düşünceleriyle değer verdiğim Ela BULUT’a teşekkürü bir borç bilirim.

Gamze KAVAK

İÇİNDEKİLER

KABUL VE ONAY SAYFASI.....	iii
BİLİMSEL ETİK BİLDİRİM SAYFASI.....	iv
ÖZET	v
ABSTRACT	vii
ÖNSÖZ.....	ix
TABLolar DİZİNİ.....	xiv
GRAFİKLER DİZİNİ	xvi
EKLER DİZİNİ	xvii
KISALTMALAR DİZİNİ	xviii
GİRİŞ.....	1
1. BÖLÜM	4
1. KREDİ DERECELENDİRME KAVRAMI TARİHÇESİ VE GELİŞİMİ.....	4
1.1. Kredi Derecelendirmenin Tanımı	4
1.2. Kredi Notunun Tarihçesi	6
1.3. Derecelendirmenin Önemi	8
1.4. Derecelendirme Türleri.....	12
1.4.1. Vadesine Göre Derecelendirme (Uzun-Kısa)	13
1.4.2. Para Cinsine Göre Derecelendirme	13
1.4.3. Derecelendirmeyi Yapan Kuruma Göre	14
1.4.4. Derecelendirme Yapılan Kuruma Göre	14
1.4.4.1. Ülke derecelendirme yöntemi	14
1.4.4.2. Kurumsal derecelendirme yöntemi	15
1.4.4.3. İhraç ve proje değerlendirme yöntemi	15
1.5. Kredi Derecelendirmenin Değerlendirme Esasları	16
1.5.1. Ülke Ekonomisinin Gelir Yaratma Kapasitesi	16
1.5.2. Likitide Göstergeleri.....	16

1.5.3. Dış Borç Birikimi	16
1.5.4. Siyasi Risk	17
1.6. Derecelendirmede Kullanılan Ölçütler	18
1.6.1. Ülke Riski (Ülke Kredi Notu).....	18
1.6.1.1. Politik risk	18
1.6.1.2. Ekonomik risk	19
1.6.1.3. Finansal risk.....	19
1.6.2. Endüstri Riski	20
1.6.3. Firma Riski	20
2. BÖLÜM	21
2. BAŞLICA KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI VE ÜÇ BÜYÜK KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞU	21
2.1. Başlıca Kredi Derecelendirme Kuruluşları.....	21
2.1.1. Moody's Kredi Derecelendirme Kuruluşu	22
2.1.1.1. Moody's kredi derecelendirme kuruluşu uzun dönem derece notları .	25
2.1.1.2. Moody's kredi derecelendirme kuruluşunun kısa dönem kredi derecelendirme notları	27
2.1.2. Standard & Poor's Rating Services (S&P) Kredi Derecelendirme Kuruluşu..	27
2.1.2.1. S&P kredi derecelendirme kuruluşu uzun dönem derece notları	29
2.1.2.2. S&P kredi derecelendirme kuruluşunun kısa dönem kredi derecelendirme notları	31
2.1.3. Fitch Ratings Inc. Kredi Derecelendirme Kuruluşu	32
2.1.3.1. Fitch kredi derecelendirme kuruluşu uzun dönem derece notları	33
2.1.3.2. Fitch ratings kredi derecelendirme kuruluşunun kısa dönem kredi derecelendirme notları	35
2.2. Üç Büyük Kredi Derecelendirme Kuruluşu ve Dünya Üzerindeki Pazar Payı	37
2.3. Ülke Notu Belirlemede Etkin Olan Göstergeler ve Oranları	39
2.4. Kredi Notunun Değerlerinin Genel Olarak Değerlendirilmesi.....	41
3. BÖLÜM	42

3. TÜRKİYE’NİN KREDİ NOTU ANALİZİ VE İLERİYE DÖNÜK TAHMİNLER.....	42
3.1. Ülke Kredi Notunun Türkiye’de ki Gelişimi	42
3.2. Türkiye’nin Dönemlere Göre Aldığı Notlar	45
3.3. Türkiye’yi Etkileyen Olumsuz Durumlar ve Krizler	47
3.3.1. 1994 Krizi	48
3.3.2. 2001 Krizi	48
3.3.3. 2008 Krizi	49
3.4. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına Güvenin Azalmasında Neden Olan Ekonomik Krizler ve Yaşanan Skandallar	51
3.4.1. Enron Skandalı (2001).....	52
3.4.2. Parmalat Skandalı (2003)	53
3.4.3. Worldcom Skandalı (2002).....	54
3.4.4. Lehman Brothers Skandalı (2008).....	54
3.4.5. Türkiye’de Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Yaşattığı Skandallar	55
3.4.6. Meksika Krizi	57
3.4.7. Kanada Krizi.....	57
3.4.8. Asya Krizi.....	58
3.4.9. Rusya Krizi	59
4. BÖLÜM	61
4. KREDİ NOTLARININ YATIRIMLARLA OLAN İLİŞKİSİ VE TÜRKİYE’NİN KREDİ NOTUNUN EKONOMİK GÖSTERGELER ÇERÇEVESİNDE YORUMLANMASI.....	61
4.1. Kredi Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Verilen Notların Yerli Yatırıma Etkisi.....	62
4.2. Kredi Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Verilen Notların Dolaylı Yabancı (Portföy) Yatırımlara Etkisi.....	64
4.3. Kredi Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Verilen Notların Uluslararası Doğrudan Yatırımlara Etkisi	67
4.3.1. Doğrudan Yabancı Yatırımın Türleri	68

4.3.2. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Kredi Derecelendirme Kuruluşları.....	69
4.4. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Notlarının Yatırımlar Üzerinde Etkisinin Ülkelerle İncelenmesi ve Panel Veri Modeli	72
4.4.1. Dengesiz Panel Veri Analizi.....	72
4.4.2. Literatür	73
4.4.3. Model ve Tahmin Yöntemi.....	75
4.4.4. Panel Veri Yöntemi	76
4.4.5. Veri Seti ve Yöntem	78
4.4.6. Hausman Testi	81
4.4.7. Yatırımlar Bağımlı Değişken Üzerine Kurulan Dengesiz Panel Veri Analizi	82
4.4.8. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Ülkelerinin Gelişmişlik Seviyesine Göre Etkisi.....	85
4.4.9. Regresyon Sonuçlarının Yorumlanması	91
5. TARTIŞMA VE SONUÇ	93
6. KAYNAKLAR.....	97
7. EKLER	103
ÖZGEÇMİŞ	104

TABLolar DİZİNİ

Tablo 1.1. Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Notları.....	12
Tablo 1.2. Derecelendirme Çeşitleri.....	13
Tablo 1.3. Derecelendirmenin Sınıflandırılması	14
Tablo 2.1. Moody’s Derecelendirme Sembolleri ve Tanımlar Skalası	25
Tablo 2.2. Standard and Poor’s Derecelendirme Sembolleri ve Tanımlar Skalası	29
Tablo 2.3. Fitch Ratings Derecelendirme Sembolleri ve Tanımlar Skalası	33
Tablo 2.4. Derecelendirme Notlarının Üç KDK Görünümü ve Risk Değerleri.....	36
Tablo 2.5. Üç Büyük Kredi Derecelendirme Kuruluşunun Piyasa Payı (2017).....	38
Tablo 3.1. Türkiye’de Derecelendirme Yapan Kurumlar.....	43
Tablo 3.2. Türkiye Kredi Notu İzleme Tablosu	45
Tablo 3.3. Türkiye Kredi Notu İzleme Tablosu (2000-2016 yılları arası)	46
Tablo 3.4. Finansal Krizden Etkilenen Asya Ülkelerine S&P Tarafından Verilen Kredi Derecelendirme Notları (1997’den 1998’e).....	58
Tablo 3.5. Rusya Krizinden Önce Ve Sonra S&P Ve Fitch Kuruluşlarının Vermiş Olduğu Notlar	59
Tablo 4.1. Türkiye’de Yabancı Portföy Yatırımları ve Kredi Notları (2005-2014).....	66
Tablo 4.2. Türkiye’ye UDY Girişleri ve Türkiye’nin Kredi Notları(2004-2014).....	70
Tablo 4.3. Avrupa Ülkeleri ve Türkiye’nin Kredi Derecelendirme Notları.....	71
Tablo 4.4. Literatür Taraması	74
Tablo 4.5. Hausman Test İstatistikleri Sonuçları	81
Tablo 4.6. İNV Bağımlı Değişken Alınarak Kurulan Dengesiz Panel Regresyon Analizi ...	83
Tablo 4.7. İNV Bağımlı Değişkeni Üzerine KDK Etkileri Dengesiz Panel Regresyon Analizi.....	84
Tablo 4.8. İNV Bağımlı Değişken Üzerinde Moody’s Etkisi Regresyon Analizi	84
Tablo 4.9. İNV Bağımlı Değişken Üzerinde S&P Etkisi Regresyon Analizi	84
Tablo 4.10. İNV Bağımlı Değişken Üzerinde Fitch Etkisi Regresyon Analizi.....	85
Tablo 4.11. Fitch Derecelendirme Kuruluşu ve Gelişmişlik Seviyeleri Göre Regresyon Sonuçları	86

Tablo 4.12. S&P Derecelendirme Kuruluşu ve Gelişmişlik Seviyelerine göre regresyon sonuçları.....	88
Tablo 4.13. Moody's Derecelendirme Kuruluşu Ve Gelişmişlik Seviyeleri Göre Regresyon Sonuçları.....	90



GRAFİKLER DİZİNİ

Grafik 2.1. Derecelendirme Kuruluşlarının Piyasa Oranı	38
Grafik 2.2. S&P Ülke Kredi Notu Belirleyici Göstergeleri.....	39
Grafik 2.3. Moody's Ülke Kredi Notu Belirleyici Göstergeleri.....	40
Grafik 2.4. Fitch Ülke Kredi Notu Belirleyici Göstergeleri	40
Grafik 4.1. 2014 Yılı UDY Girişlerinde Bölgesel Paylar	71



EKLER DİZİNİ

Ek 1. Kredi Derecelendirme Notlarının Kurumlara Göre Eşitleme Yöntemi	103
---	-----



KISALTMALAR DİZİNİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
CBRS	: Tahvil Derecelendirme Şirketi
ÇUS	: Çok Uluslu Şirket
DYY	: Doğrudan Yabancı Yatırım
GSMH	: Gayrisafi Milli Hasıla
GSYİH	: Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
IMF	: Uluslararası Para Fonu
İNV	: Yatırım
KDK	: Kredi Derecelendirme Kuruluşu
MB	: Merkez Bankası
MCO	: Moody's Şirketi
NRSRO	: Ulusal Kabul Görmüş İstatistiki Derecelendirme Kuruluşlar (Nationally Recognized Statistical Rating Organizations)
NYSE	: New York Borsası
S&P	: Standart And Poor's
SEC	: ABD Güvenlik ve Değişim Komisyonu
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TAX	: Vergi Oranı
TDK	: Türk Dil Kurumu
UDY	: Uluslararası Doğrudan Yatırım
WB	: Dünya Bankası

GİRİŞ

Kredi derecelendirme konusunda piyasada var olan kuruluşların tarihi ilk etapta ABD’de demiryolları tahvilleri ile başlamıştır.19’ncü yüzyılda Amerika Birleşik Devletlerinde uzak mesafeleri ortadan kolayca kaldırmak ve bağlamak adına demiryolları kurulmak istenmiş ve bu demiryollarının yapımı birden fazla şirket arasında ihaleye sunulularak yaptırılmıştır. Büyük miktarda karların elde edildiğini gören özel girişimciler bir araya gelerek büyük şirketlere dönüşmüştür. ABD’de bulunan tahvilleri değerlendirme ile başlayan bu durum 19’ncü yüzyıl sonu 20’nci yüzyıl başlarında kredi derecelendirme kavramı ile birlikte dünya genelinde gerek küresel gerek yerel sayısı çok fazla bu işi yapmak için kurulmuş çok sayıda derecelendirme kuruluşları ortaya çıkmıştır. Dünya genelinde daha fazla dikkatleri üzerine çeken ve verdiği notlar piyasadaki değişimleri kontrol altına alan üç büyük şirket baş göstermiştir. Moody’s, S&P ve Fitch bu üç şirket piyasada oligopol yapıyı ele geçirmiş yönetmektedir. Kuruluşundan sonra belirledikleri politikalar ile büyüme göstermiş, genişleyerek yol almış, rakiplerini satın alıp eriterek büyük şirket haline gelmişlerdir. Piyasa da hala var olan kuruluşlar mevcuttur yalnız piyasada %5 i bile pay sahibi olamayan bu kuruluşlar verdikleri notlar ile değişikliklere sebep olacak bir güçte değillerdir.

Üç büyük şirket olan bu kuruluşların da vermiş olduğu notların ne kadar doğru olduğu tartışılan bir konu olmaktadır. Diğer pazar payına sahip olmayan kuruluşlarında ne aşamalardan geçerek bu seviyeye ulaşacağını ileride tartışılacak konular arasındadır. Çok derin geçmişe sahip olmayan KDK’lar legal değişimlerini tam bir şekilde gerçekleştirememişlerdir(Akçayır ve Yıldız, 2014: 20). Vermiş oldukları notlar ve akabinde yaşanan çöküşler ya da yükselişler de oligopol piyasayı ele geçiren üç büyük kuruluşa duyulan güveni kırmıştır. 2008 krizi ve ABD (Amerika Birleşik Devletleri) merkezinde yönetilen şirketlerin batması da buna örnek olarak gösterilecek olaylar arasında sayılabilecek durumlara arasındadır.

Kredi derecelendirme kuruluşları şirketler, kuruluşlar veya devletler ile ilgili değerlendirmelerini aynı anda küresel dünyaya ilan etmektedir. Bu sayede alacakları riskleri piyasadakiler bu sayede görebilmektedir. Ekonomik konularda karar alırken çok önemli etkiye sahip olan bu yapılanma ülkelerin arasındaki çizgileri kaldırmış, kendisini finansal piyasalarda da hissettirmiş ve finansal piyasaları küresel bir pazar haline getirmiştir (Yıldız, 2014: 1).

KDK'lar ülke devletlerinin veya Şirketlerin faiz ödemelerini zamanında yapıp yapmadığını kontrol ederek buna göre not verirler. Bu Şekilde yatırım yapmak isteyen tasarruf sahiplerinin bilgi açığını gidermiŐ olup dünyada dönen sermayenin yönünü belirlemektedir.

Sermayesi var olan tasarruf sahipleri yani yatırım yapmaya niyetli olanlar yüksek kredibilitesi olan tarafa doğru yönelerek daha güvenli, riski düşük bir Şekilde sermayelerini arttırmayı hedeflemektedirler. Çünkü yüksek kredi notu olan ülkelerde ya da Őirketlerde daha düşük maliyetler karŐılıėında borçlanmaya gidilebilirken; düşük kredi notu olanlar var olan sermayeyi piyasadan kendilerine çekebilmek için daha fazla maliyete maruz kalmaktadırlar. Bu yüzden düşük maliyet ile daha fazla sermaye çekmek isteyen kurumlar ya da devletler KDK'lardan daha yüksek not almak için çabalamaktadır. Yüksek not alabilmek sergiledikleri güven ortamı, idari ortamdaki verimli politikalar, ekonomideki istikrar, finansal iyileşme gibi alanlarda iyi durumda olmak gerekmektedir. KDK'larda bu gibi öncüllere bakarak karar vericilerin karar alma konusunda piyasanın iŐlevselliėine not vermektedir

Tasarruf sahipleri ve borlanıcıların karşı karşıya kalmaları ve bilgi eksikliklerini giderme ve ortaya çıkabilecek riskleri nleme adına değerlendirme aşaması ortaya çıkmıŐ ve bu işi yapacak Şirketleri doėurmuŐtur. Derecelendirme; bir Şirket, kuruluş veya devletlerin yükümlü olduğu sorumlulukları zamanında ve eksiksiz yapmasına yönelik görüş olarak tanımlanır. Derecelendirmenin evrensel ve rahat anlaŐılması adına bir takım harf ve semboller kullanılmaya baŐlanmış böylelikle daha kolay bir Şekilde herkes tarafından bu değer ortaya konulmuştur. Bu tanımlama Şekil olarak AAA ve AA derecesine sahip anapara ve faiz ödemelerinde “ok güçlü” bir yere sahip olduğunu belirtip, alınabilecek st düzey nottur, Şirketler adına yüksek kaliteli tahvillere verilir. A ve BBB derecesi “orta” düzeyde bir yere sahip olup, olumsuz ekonomik durumlar karşısında dikkatli olunmasını anlamına gelir. BB ve B derecesi, ülke veya Şirket için “spekülatif/vurgunsal” hareketlere açık olunduğunu ve ödeme gücünün zayıflığını gösterir. CCC, CC, C ve D notlarıysa ülkenin veya Şirketin “ok yüksek risk” altında olduğunu, ödeme gücünün bütünüyle zayıf olduğunu, ödeme yapılmasının mümkün olmayacağını ifade etmekte olup, alınabilecek en kötü nottur. (Akbulak, 2012: 173). Derecelendirme piyasasını domine eden söz konusu üç küresel oyuncudan, Fitch %15'lik bir paya sahipken, S&P ve Moody's piyasanın yaklaşık %80'ini elinde bulundurmaktadır (Alsakka ve Gwilym aktaran Yıldız, 2014: 1).

Ülkeler adına yapılan kredi derecelendirme kavramının alt basamaklarından birini oluşturmaktadır. Yatırımcılar tarafından en çok takip edilip, önemsenen ve yakından ilgilenilen konu olmuştur. Kuruluşlar güvenilir kriterler ve doğru verilen notlar ortaya koyduklarını söyleseler de yaşanan bir takım gelişmeler, krizler, iflaslar bunun böyle olmadığına gözler önüne sermiştir. 2001 yılında yaşanan ABD'nin büyük şirketlerinden biri olan Enron Şirketi'ne geçerli not vermesine rağmen iflası etmesi kredi derecelendirme kuruluşlarına olan güveni kırmıştır. Daha sonra 2008 yılında Amerika Birleşik Devletleri'nde yaşanan kriz ve bunun tüm dünyayı etkilemesi kredi derecelendirme kuruluşlarının da ABD'ye tam notlar veriyor olması daha da skandal yaratan olaylar arasına girmiştir. Hem Enron Şirketine hem de Amerika Birleşik Devletlerine en yüksek düzeyde yatırım yapılabilir notu verdiği kurumların doğruluğunun olmaması üzerine şüpheler kafaları karıştırmıştır.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının finansal fonlanması derecelendirme yaptıkları şirket veya devletler tarafından yapılıyor olması, kuruluşun objektif bir değerlendirme yapmaması sonucunun çıkarılmasına sebep olmuştur. Daha sonra yaşanan buna benzer olaylar ülkeler ve yatırım yapılması adına sermaye piyasasında önemli yeri olan kredi derecelendirme ve bunu yapan KDK olan eleştirilerin artmasına neden olmuştur. Krizin ortaya çıkması ve genele yayılmaya başlamasıyla not düşürme yoluna giden kredi derecelendirme kuruluşları olan durumu daha da kötüye sokmaktan başka bir işe yaramamış bu sebepten dolayı eleştiriler daha da artmıştır. Şeffaf olmamaları kuruluşların politik sebeplerle siyasi amaçlara hizmet ettiği düşüncelerine neden olmuştur. Kredi derecelendirme kuruluşlarının kullanmış oldukları notlar, tavsiye olarak değer taşınamaması, meydana gelen zararın “sebebi” olmasının kesin olarak ispat edilebilecek bir durum olmamasından dolayı haklarına açılan mahkemelerden zarar görmemişlerdir (Tekin, 2016: 183).

1. BÖLÜM

1. KREDİ DERECELENDİRME KAVRAMI TARİHÇESİ VE GELİŞİMİ

1.1. Kredi Derecelendirmenin Tanımı

Derece kavramı; Bir zaman dilimi içindeki durumlardan her biri, basamak, aşama, seviye, rütbe, mertebe şeklinde tanımlanabilir. Derecelendirme ise TDK göre şöyle tanımlanmaktadır ‘*Şirketlerin, taşınır değerlerinin ticari riskine, ülkelerin de siyasi risklerine göre güvenilirliğinin derecelendirme kuruluşları tarafından belirlenip sıralanması*’ şeklindedir (TDK, 2019). SEC tarafından yayınlanmış olan “Securities Exchange Act of 1934” yasasının 60. maddesinde kredi derecelendirme kavramı; “Bir borçlunun para piyasası aracılığı veya spesifik bir araca yönelik kredi değerliliğinin değerlendirilmesi” şeklinde tanımlanmıştır (Kedikli, 2015:4). Genel ifadeyle derecelendirme ‘borçlunun borcunu tasarruf sahibine ana parası ve faiz yükümlülüğünü zamanında ödeyip ödeyemeyeceğini değerlendirme yapan bir araç’ olarak tanımlanmaktadır.

Kredi derecelendirme kavramı küresel dünyada son zamanlarda fazla duyduğumuz bir kavram olarak karşımıza çıkmaktadır. Literatürde yer buluşu 1837 yılı olup 1980 yıllarına gelindiğinde özgürleşme(liberalleşme) ile ülkemizde ve dünyada çok sık karşılaşır hale geldiğimiz kavramdır. Her gün daha da kapsam olarak genişlemiş olan bu kavram ekonomik ilişkilerin olması kredi derecelendirme kavramının da fazlasıyla bu ekonomik faaliyete etki edecek yönlendirme yapacak kadar geniş bir yelpazeye dönüşmüştür. Kredi derecelendirme işletmelerin ve ülkelerin ekonomik yönden süren faaliyetlerinin belirlenmesinde etkili bir süreç olmuştur. İlk meydana geldiğinde böyle bir etkisi görülmeyen bu kavram dünya çapında gerçekleşen küreselleşme ve dünya çemberinin daralması ve hatta ortadan kalkması, bir tek tuşla gerek fon akışının gerekse transferlerin tek tuşla yapılabilir olmasından sonra sahip olduğu tanımın kapsamı genişleyerek ve günümüzdeki şekline ulaşmıştır.

Derecelendirme sözcüğü literatüre bakıldığında İngilizce’de “rating” olarak yerini bulmuş Cambridge Dictionaries “bir şeyin kalitesi ve başarısının ölçüsü veya benzerlik gösteren kavramların karşılaştırıldığındaki belirli özellikleri” olarak tanımlamıştır (Tekin , 2016: 184).Finans yazınında, bir yükümlü veya borçlunun anapara, faiz ve diğer yapmakla

yükümlü olduklarını zamanında ve eksiksiz olarak ödeme gücünün olup olmadığını ve ödeme gücünün seviyesini zamanından önce belirlenmiş ölçütlere göre belirleyen bir işlem olarak tanımlanmakta ve bu işlem ödenmeme (temerrüde düşme / default) riskinin de bir göstergesi şeklinde analitik ve öznel bir süreçten meydana gelmektedir (Akbulak, 2012: 172). Derecelendirme üç büyük şirket olan Moody's Investor Service (Moody's), Standard & Poor's (S&P) ve Fitch Ratings kendilerine göre farklı yorumlayarak, kalıplar oluşturmuşlar olsalar da üç şirkette verilen notun görüş, düşünce olduğu konusunda nettir.

Moody's derecelendirmeyi, "menkul kıymet ihraç eden firmaların ihraç ettikleri menkul kıymetlerin yerine getirilme süresi boyunca anapara ve faiz ödemelerini zamanında yerine getirebilme kabiliyetlerine ölçen yargı" şeklinde tanımlar. S&P ise derecelendirmeyi "Derecelendirme, borçlunun belirli bir finansal yükümlülüğünden ya da finansal programdan (orta vadeli borç senedi ve finansman bonusu programları gibi) kaynaklanan kredibilitesine ait düşünce olduğunu söyler. " Fitch Ratings'in tanımına göre ise "Derecelendirme en genel tanımı ile bir kuruluşun finansal yükümlülüklerini zamanı geldiğinde yerine getirdiği konusunda oluşan bir yere bağlı olmayan bir görüş diyerek tanımlamıştır (Stimpson'dan aktaran Eren, 2010: 113). Kredi derecelendirme kuruluşları borç altında olan kurum, şirket ve ülkeleri değerlendirirken borcu ödeyecek gücün olup olmamasına dikkat ederken aynı zamanda bu borcu ödemek için istekli ve azimli tavırlar sergileyip sergilemediğine de dikkat ederler. Menkul kıymet değerlerine verilen kredi değerleri menkul kıymetin risk değeri taşıdığını göstermektedir. Bu da şirketler, bankalar, hükümetler için karşı karşıya kalacakları faiz oranlarının belirlenmesinde önemli yere sahiptir. Yani daha yüksek bir derece nota sahip olmanın, yükümlülük durumlarını zamanında ifa edeceğini hakkındaki tezi güçlendirir, düşük faiz oranı ile borçlanma imkânı sağlar (Tekin, 2016: 184).

SPK kuruluşunun yayımladığı "Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği" kuralları arasındaki 5. Maddesinde kredi derecelendirme şöyle tanımlanır. İşletmelerin risk durumları ve ödeme durumlarının veya borçluluğu temsil eden sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz ve benzeri yükümlülüklerinin vadelerinde karşılanarak derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılmasıdır.

Doktrinde farklı birçok tanımı bulunan derecelendirme, borcu olan borçlu kişinin borcunun anapara ve faiz yükümlülüklerini ödeme konusunda yeterliliğini, borcu zamanında ve tam olarak ödeyip ödemediğini ölçen araç olarak tanımlamak en kısa ve özet halidir.

Risk kavramı da derecelendirme de önemli ve odak noktası olabilecek bir kavramdır. Derecelendirme yatırım yapan kurum, şirket ve devletlerin yapacağı yatırımda almış oldukları riski ifade etmektedir. Kredi vermek isteyen kuruluşlar verecekleri kredinin karşılanmasından kaynaklı alacakları riskleri hesaplayabilmek adına talep eden ülke, şirket veya kuruluşların kredi değerliliğini ölçüp ortaya koymaya çalışır. Yüksek notlar, yükümlünün borcu ifa konusunda zamanında ödeyeceği konusunda daha güçlü sonuç iken, düşük notlar daha fazla risk alarak beklentilerin çıkamayacağı zamanında olmayacağı ya da net olmayan sonuçlarla karşılaşılacağı konusunda sonuçları ifade etmektedir. Kredi notu yükseldikçe riskler düşük, kredi notu azaldıkça riskler fazladır. Aralarında ters orantı olduğu gözlenmektedir.

1.2. Kredi Notunun Tarihçesi

Derecelendirme işlemi, ilk olarak 1829'da "Baring Brothers & Company" şirketinin kredi riskini merak etmesi ve bunun hakkında araştırma yapmasıyla, Boston'lu Thomas Wren Ward ismini taşıyan emekli bir tüccarı gezici muhabir olarak işe almasıyla başlamıştır. Amerika Birleşik Devletleri'nden borç talep edenler ile bu kişilere fon sağlayanlar arasındaki ilişkilerin resmi şekilde gelişmesini sağlamak amacıyla ortaya konulan bir enstrüman olan derecelendirme, ulusal piyasaların gelişmesine ve zamanla uluslararası alanda da sermaye piyasalarının hızlı bir büyüme sürecine girmesine imkân tanımıştır. Sermaye piyasaları araçlarının zaman içerisinde çeşitlerinin atması ile birlikte, derecelendirme işleminden sık sık faydalanılmaya başlanmıştır (Şirvan, 2004: 3).

Kredi notu 1900'lü yıllarda kullanılmasıyla zaman içerisinde değerlendirme ile birlikte yazılı halde yayınlanmaya başlamıştır. Geniş alana yayılması da bu gelişmenin akabinde yaşanmıştır (Demir, 2014: 10-11).

1860- Henry Varnum Poor's 1849'dan 1862'ye kadar yayını yapılan "Amerikan Demiryolu Bülteni" yayını 1860'da devralarak "Amerikan'ın Kanal ve Demiryollarının Tarihi" "History of Railroads and Canals of the United States" adıyla devam ettirdi. Bu çalışma, Amerikanın demiryolları ve kanallarının harcamalarını ve finansal şartlarını sürecin maliyetini ve hâsılatını kapsamlı bir şekilde ifade edecek şekilde düzenlenmiştir. Uzun süredir ihtiyaç duyulan bu tarz bir çalışmayla, bugünkü adıyla Standard & Poor's şirketinin tarihindeki ilk yayını yapılmıştır.

1909- “ABC” notasyonlarıyla alfanümerik (harf ve sayılardan oluşan) bir derecelendirme yapılmıştır. (A-En yüksek kalitedeki borç, B-Orta kalitedeki borç, C-Düşük kalitedeki borç)

1913- Fitch Publishing Company şirketini John Knowles Fitch New York’ta kurmuş şirketlerin performansını değerlendirmeye ve sonuçları yayınlamaya başlamıştır.

1930- Wall Street’in çöküşü ile yapılan derecelendirmelerin resmi hale gelmesi

- Zaman içerisinde uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının ortaya çıkması
- Kredi derecelendirme kuruluşlarının banka ve ihracat yapan kurumları da incelemeye başlaması ve 1950 yılında kuruluşların varlığı anlamını arttırmıştır. Küreselleşmenin daha etkin olması kredi notunun tarihsel gelişmeleri arttırmış ve gelişimi açısından hız kazandırmıştır.

Derecelendirme sisteminin gelişmesi ve hızlıca işleyişinin devam etmesi 1980’li yıllarının ortasına denk gelmektedir. 1970 yılında borç krizleri ve 1982 yılında Meksika olayı, uluslararası para piyasalarında hızlı, etkin bir sistemin ihtiyacını ortaya koymuştur. Finans sistemindeki farklı ve hızlı büyüme trendi derecelendirme kavramın ve sistemsal kuruluşlara olan ihtiyacı meydana getirmiştir.

Kredi notu ihtiyacının eksik olduğunun görülmesine yönelik etkisi olan temel hususlar şu şekilde sıralanabilmektedir (Erçel, 1997).

- Küresel dünyada sermaye değiş tokuşundaki ilerleme yeni yatırımlara fırsat yaratmış,
- Sermaye hareketliliğinin finansal sistemde alım satım konusunda yer edinmesi,
- Finansal sistemde alım satım işlemleri konusuna giren hareketlerde değişikliklerin ortaya çıkması,
- Mali piyasaların kitlesinin daha geniş bir yelpaze alanına dönüşmesi ve katılımcıların gün geçtikçe daha ilgili, bilinçli araştırmaya yönelik hareketlerle piyasa içinde yer alması

- IMF(Uluslararası Para Fonu) ve Dünya Bankası(WB) gibi bu alanda bulunan kurumların faaliyete konu olan taraf kişiler için son ödeme rolünde garanti vermemesi

Bu maddeler kapsamında piyasa değişiklikleri kredi notuna olan gerekliliği ortaya koymuştur. Dünyada yaşanan gelişim diğer birçok sistemdeki değişikliği tetiklemiş bu değişim finansal piyasada da etkili olmuştur. Bu şekilde kredi derecelendirme kavramına duyulan gereklilikte ortaya çıkmıştır.

Kredi notu sadece yaşanan gelişmelerin ihtiyaç duymasının dışında politik risk unsuru ve ekonomik risk unsuru da etki etmiştir. Ekonomik ve politik riskleri ve bu risklerin sonuçlarını etkileyen unsurların zaman geçtikçe artış göstermesi ve etkilerinin geniş çevrelerce hissedilir olmaya başlaması kredi derecelendirme kavramının gerekliliğini de ortaya koymuştur.

1.3. Derecelendirmenin Önemi

Yatırım yapma niyetindeki yatırım sahibinin en önemli problemi bilgi eksikliğinden kaynaklanmaktadır. Yatırım yapmak için elindekini kullanmak ister fakat karşı taraftaki şirket, ülke ya da kurumu ekonomik, politik, finansal, siyasi, yapısal, idari anlamda bilmediği için bu konuda zorlanır ve alacağı riskleri kestiremez. Yaşadığı bu bilgi eksikliği etkisi altında bazen yatırım yapmaktan dahi kaçır. Yatırımcı gerekli bilgileri toplayıp elde etmiş olsa da ülkedeki yaşanacak olan gerek ekonomik dalgalanma, gerek siyasal gelişmeleri öngöremediği için her zaman doğru sonuçla karşılaşamaz. Bu yüzden piyasadaki yatırımcıya doğru, güvenilir ve herkes için anlaşılacak bilgilerin olması gerekmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşları ve kredi derecelendirme kavramına duyulan gereksinim bu bilgileri elde edememek ulaşamamak ya da mevcut bilgilerin kaynağına gidememek değildir. Aslında derecelendirilen finansal varlıkların, yatırım yapılması planlanan şirketin ya da ülkelerin gelecekte meydana gelecek durumları, pozisyonları ve öngörülebilir bilgilerin gerçekçi olmasıyla ilgilidir.

Birçok bilgiye hızlıca ulaşma çabası kredi derecelendirme kuruluşlarına ait beklentiyi artırmıştır. Piyasa aktörlerinin bu ihtiyacına bakılarak kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkelerin ya da firmaların mevcut ekonomik görüntüsünü piyasaya bildirmeleri beklenmektedir. Bu anlamda kredi derecelendirme kuruluşlarının hazırlamış oldukları raporların doğru bilgiyi yansıtır olması hem derecelendirme kuruluşu hem de

derecelendirilen ülke ve firma açısından çok önemlidir (Karagöl ve Mıhçıokur, 2012: 14). Bilgi çağını yaşadığımız bu zaman diliminde, sayısız kaynaktan sayısız bilgi elde edilebilme avantajımız olduğu kadar, sayısız bilgi yığını içinde doğru ve güvenilir bilgiyi elde edebilmenin zorlaşması büyük bir dezavantaj olarak karşımıza çıkmaktadır. Bilgi kirliliği olarak da ifade edilebilecek böyle bir ortamda finansal istikrar ve doğru yatırım için KDK'ların rolü son derece elzemdir (Akçayır, 2013: 9-10).

Öte yandan, kredi derecelendirmenin verdiği bilgiler ispat niteliğinde olan bilgi yüklemesi değildir. Sadece görüş bildirmektedir. Derecelendirme notu verilmesi yatırım yapmak isteyen yatırımcıya alım satım yaptırmak ya da yatırım tavsiyesi vermek değildir. Kredi derecelendirme notları verilen kurumun sadece görünüşünü belirten bir değerdir. Bu görüş ile gelecekte olan durum arasında gerçekleşme olursa derecelendirme kuruluşlarının kredibilitesini artırır. Aynı zamanda ortaya sunulun bilgilerin ya da görüşlerin güvenilirliğini de arttırmaktadır. Her ne kadar görüş niteliği taşısa da verilen notlar yatırım yapmak isteyen yatırımcının yatırım yapma kararını etkilemektedir. En başta ABD olmak üzere dünyanın birçok farklı ülkesindeki fonlar bu notlara göre değerlendirilerek, yararlanmak isteyen tasarruf sahiplerine ve kamuoyuna sunulmaktadır. Bu nedenle kredi derecelendirme kavramı, dünya üzerinde yaşanan gerçek savaş olmayan ama öte yandan var olan ülkeler arası siyasi ve politik savaşın silahı haline gelebilmektedir. Avrupa ve ABD'deki fonların içtüzüğünde belirtilen yatırım yapılabilir seviyesinde notlar, ülkeye yatırım yapılabilmesi, fon arz ve talep edenleri derecelendirmeye bağımlı olarak yaşaması anlamına gelmektedir (Karagöl ve Mıhçıokur, 2012: 14).

Küresel piyasaya uyum sağlamak isteyen kuruluşlar kredi derecelendirme kavramına bağlanmışlardır. Derecelendirme kurum ve kuruluşlara yatırımcı kitlesini genişletme ve finansal alanda elde ettiği güven ve itibarı ile borçlanma maliyetini en aza indirmeyi hedeflemektedir. Küreselleşmenin bir sonucu olarak, sermaye yönünü “kredi değerliliği” kavramıyla belirlemektedir. Aynı zamanda, kredi maliyetlerini azaltabilmenin bir yolu da borçlanmanın maliyetinin (faiz ve diğer masraflar) düşürülmesidir (Akçayır, 2012: 10). KDK'ların vermiş olduğu derece notları ihracın ve yapan ihraççının anaparayı ve faizi ödemesinden meydana gelecek yükümlü oldukları sorumlulukları vadesine uygun yerine getirebilme kapasitesini ortaya koyar ve ona göre kategorilere ayrılır. Bu kategoriler derecelendirme ile derecelendirilir kolay bir şekilde herkes tarafından anlaşılacak notlar yani semboller(harfler) ile belirtilerek meydana gelir. Ortaya konulan çıktı ile yatırımcının

tercihi bu semboller ile değişir. Yatırımcı alacağı riskleri ve gelecekteki öngörülerini bu semboller vasıtasıyla daha kolay bir şekilde yapma fırsatını elde eder. Kredi derecelendirme notları, yatırım yapmak isteyenlerin elde edemeyeceği bilgi havuzuna erişme hakkını yatırımcıya tanıtmış olur.

Yalnızca yatırımcı açısından değil sermaye piyasası, finansal kurumlar ve ülkeler adına da kredi derecelendirme olgusu önem verilen bir kavramdır. Sermaye piyasasında derinlik kazanımı ve gelişimi açısından önemlidir. Kredi derecelendirmenin sermaye piyasaları açısından önemini şu şekilde sıralayabiliriz (Kab, 2015: 12-13):

- Kurumsal alana yapılacak yatırımları çekerek piyasayı derinlik katar,
- Yabancı yatırımların piyasaya girmesini teşvik oluşturur ve piyasaların iletişimi kolay hale getirir,
- Bilgileri geniş tabana sahip yatırımcı kitlesiyle paylaşarak, borçluların girebileceği sermaye piyasalarını artırmaktır. Bu sayede finansman kaynaklarında da artış gösterir.
- Risk faktörünün değerlendirmesini kolaylaştırdığı ve hızlı şekilde yapılmasını sağladığı için kararların alınmasında bir referans özelliği gösterir.

Kredi derecelendirme sermaye piyasaları ve bu piyasaların aktörleri konumundaki şirketler için önemlidir. Derecelendirmenin işletme sahipleri ve yöneticileri için önemi aşağıdaki gibidir (Taş, 2001: 109):

- Bağımsız bir kuruluşun belirlemiş olduğu işlemeye ait konum objektif olarak belirlenir,
- Derecelendirme çalışmasından önce işletme, iyileştirme sürecine girer,
- Derecelendirmenin sonuna gelindiğinde elde edilen notlar karşılaştırılabilir,
- Derecelendirme şartları oluşturulmasında benzer işletmelere verilen derecelendirme rakamlarına uyum sağlanır,
- Şirketin kalitesi ve işletme yapısı hakkında bilgiler dışarıya duyurulur.

Ülkenin ekonomik yönden ihtiyacı olan borcunun alınmasında önemli bir kavram haline gelmiştir. Kredibilitesi ve verilen notu yüksek seviyede olan ülke, kurum ve şirketler

piyasadan daha uygun şartlarda yararlanma fırsatı bulmaktadır. Bu konuda da duyulan güvenin kaybedilmemesi kredi derecelendirme kuruluşları tarafından önem arz etmektedir. Değerlendirmelerinin dikkate alınması verdikleri notların güvenilirliğinin ve eksiksiz bir şekilde yapılması doğrultusunda alınan notlar dikkate değer kılınacaktır.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının vermiş olduğu kredi notları, yatırım yapılacak kredinin yönünü belirlemektedir. Kredi, ekonomide ortaya çıkarılan tasarrufların finansal sistem aracılığı ile paranın yatırımcılara ulaştırılan ve yatırımcılarında istedikleri sektörde kullandıkları yatırım döngüsünü oluşturmaktadır. Bu sistem büyümenin temelini oluşturmaktadır. Verilen kredilerde güven kavramıyla doğru orantılı şekilde çalışmaktadır. Elinde fon bulunan kişinin bu döngü ile yatırımcıya geçmesi bu güven doğrultusunda şekillenir. Yatırımcıların bu güven ortamını görebilecekleri nokta ise ekonomi konularında yüksek seviyede bilgiye ulaşmaları ile mümkün olacaktır. Söz konusu olan durum uluslararası yatırımlar olduğunda, yatırım yapılacak ekonomi hakkında bilgiye verilen önem artmaktadır (Kargı, 2014: 354). Ülkelerdeki büyüme ve kalkınma için gerekli olan tasarruf kaynaklarında yetersizlik olması durumunda dışarıdan gelecek sermayeye ihtiyaç doğar. Gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerine bakıldığında engellerin olmasında en önemli sorunlardan biri olan sermaye yetersizliğine ek olarak, dış finansman eksikliği de kalkınma programlarına sekte vurmakta ve bu sorunun uzun dönemli yapısal temeli bulunmaktadır (Çalışkan, 2002: 53).

Dünya genelinde Uluslararası kredi mekanizmasının işlemesi için ülkeler hakkında bilgi verecek ve bu bilgilerin güvenilir olacağı, kısa ve etkin yoldan kullanılabileceği kaynaklara ihtiyaç duyulmaktadır. Uluslararası platformda ülkelerin ekonomilerini inceleyen ve göstergeleri herkesin anlayabileceği şekilde kullanıcılara sunan ABD temelinde kurulmuş üç kuruluş bulunmaktadır. Moody's, S&P (Standart&Poors) ve Fitch kuruluşunun vermiş olduğu notlar esas alınmaktadır.

Kredi derecelendirme; bir gerçek veya tüzel kişinin tüm finansal, ekonomik ve mali yükümlülüklerini zamanında ve eksiksiz yerine getirme kabiliyet ve kapasitesinin, finansal enformasyon sisteminden temin edilen nicel ve nitel veri ve bilgilere göre ölçülmesi ve tahmin edilmesi çalışmasıdır (Geçer, 2012: 218). Bu fon ülkeye iki şekilde sokulabilir, doğrudan yabancı sermaye ve Kargı (2014) çalışmasında bahsettiği yabancı sermaye türü olan fon/finansal yatırım biçimindeki girişleri ele alınmaktadır (Kargı, 2014: 355). Yabancı fon girişleri ülke büyümeleri etkiler. Bu yüzden verilen kredi notu ile büyüme zamansal

olarak bakıldığında bağlantılı olarak çalışmaktadır. Kredi derecelendirme ülke ve firmalar için yapılabilmektedir. Bunlarda bağımsız kredi derecelendirme ve içsel kredi derecelendirme olarak iki şekilde yapılmaktadır.

Bağımsız kredi derecelendirme kuruluşları (rating agencies) tarafından, tüzel kişilerin para ve sermaye piyasalarından borç talebinde bulunabilmesi veya finansal kuruluşlardan kredi alabilmeleri amacıyla yapılan değerlendirme sürecidir. Aşağıda Tablo 1.1.'de verilmiş olan notlar kredi derecelendirme kuruluşu olan üç büyükler tarafından kullanılan ülkelere ve firmalara verilen sembolik tanımlamalardır. Ortak bir ifadenin kullanılması yanlış anlamalara sebep olmamak adına bu şekilde bir sistem içerisinde sürecin devam etmesi anlamına gelmektedir.

Tablo 1.1. Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Notları

Standart & Poor's	Moody's	Fitch
AAA	Aaa	AAA
AA	Aa	AA
A	A	A
BBB	Baa	BBB
BB	Ba	BB
B	B	B
CCC	Caa	CCC
CC	Ca	CC
C	C	C
D		D

İçsel Kredi Derecelendirme kavramı, finansal kuruluşlarının gerçek ve tüzel kişiliğe sahip müşterilerine kendi içsel değerlendirme yapılarına uygun verdikleri kredi notlarının bütünüdür. Finansal kuruluşlar içsel derecelendirme yaparken kullanmak adına müşterilerinden finansal tablo ve belgelerini, niteliksel ve niceliksel tüm değerleri referans kaynağı olarak talep ederler (Geçer, 2012: 219).

1.4. Derecelendirme Türleri

Tablo 1.2 'de derecelendirme çeşitleri; vadesine, para cinsine göre farklı başlıklar altında toplanmaktadır. Derecelendirilen kuruma ve dereceyi yapan kuruma göre de farklı çeşitleri vardır. Vadesine göre olanda notlar ileri görüşlü fikirlerle ve beklenen risklerle, riskin uzunluğuna ya da kısalığına göre uzun vadeli ve kısa vadeli olarak derecelendirilmektedir. Verilen başlıklara ilerleyen bölümlerde ayrıntılı şekilde değinilmiştir.

Tablo 1.2. Derecelendirme Çeşitleri

Vadesine Göre	Para Cinsine Göre	Derecelendirmeyi Yapan Kuruma Göre	Derecelendirme Yapılan Kuruma Göre
Uzun vadeli	Uluslararası Döviz Cinsi	İçsel Derecelendirme	Ülke derecelendirme
	Uluslararası yerel para cinsi		Kurumsal derecelendirme
Kısa vadeli	Ulusal yerel para cinsi	Dışsal Derecelendirme	İhraç derecelendirme
			Proje Derecelendirme

Kaynak: Şirvan, 2004: 4 ve Kedikli, 2015: 11 düzenlenmiştir.

1.4.1. Vadesine Göre Derecelendirme (Uzun-Kısa)

Kredi derecelendirme kuruluşları derecelendirme yaparken sektördeki kurum ve kuruluşların finansal yapısına ve ekonomik özelliklerine bakarak borcun vadesini dikkate alır. Borcun ödeme zamanı on üç aydan daha az olan borçları kısa vadeli olarak değerlendirmektedir. Borcun zamanı on üç ay ya da üzerinde bir zaman aralığında ise uzun vadeli derecelendirme olarak değerlendirir. Bu durumu göz önüne alırken uzun dönemde ekonomik dalgalanmalar, meydana gelecek riskler, içerisinde bulundukları rekabet ortamı, ülkelerin mali koşulları, diğerleriyle baş etmek zorunda oldukları rekabet ortamı, zaman içerisindeki talebe bağlı değişiklikler, teknolojik değişimler dikkate alınır. On üç yıl altı olan vade türünde ise borçlunun likidite ve sermaye kaynaklarına erişime kabiliyeti değerlendirilir.

1.4.2. Para Cinsine Göre Derecelendirme

- Uluslararası döviz cinsine göre; kurumların döviz cinsi şeklinde yükümlü oldukları borçlarını döviz yaratma ve yaratılan döviz ile yükümlülüklerini yerine getirebilme kabiliyeti değerlendirilir. Konvertibilite dahil tüm ülke riskleri göz önüne alınarak yapılır.
- Uluslararası yerel para cinsine göre; kurumun girmiş olduğu yerel para cinsi türünde oluşan yükümlülükleri yerel para ile ödeyebilme kabiliyeti uluslararası ölçütlere göre değerlendirilir. Konvertibilite riski hariç tüm ülke riskleri göz önüne alınır.
- Ulusal yerel para cinsine göre ise; kurumun yerel para cinsi şeklinde yükümlü olduğu durumları yerel para yaratarak ödeyebilme kabiliyeti ulusal ölçütlere göre değerlendirilir (Akbulak, 2012: 175). Ülke risklerinin varlığı göz önünde bulunan bir durum değildir.

1.4.3. Derecelendirmeyi Yapan Kuruma Göre

Dışsal derecelendirme; KDK'lar tarafından firmalar sermaye piyasasından borçlanabilmeleri adına yapılan derecelendirme ve buna karşılık verilen kredi notudur.

İçsel Derecelendirme; Kendisinden borç talep eden müşterine bankaların yapmış oldukları kendi içsel derecelendirme kurallarına göre vermiş oldukları kredi notlarıdır. Bankalar müşterilerinden, mali tablolarını, resmi belgelerini ve içsel ve dışsal onlara kaynaklık eden referanslarını onlardan talep ederler. Sistemin sağlıklı çalışabilmesi için verilere kolay ve standart biçimde ulaşılabilmesi ayrıca bu verilerin tarihsel olarak depolanması, işlenebilir hale getirilebilmesidir (Yazıcı, 2009:3). Bankaların içsel derecelendirme için ellerinde kullandıkları ve temin ettikleri bilgiler, yöntemler değişiklikler gösterebilir.

1.4.4. Derecelendirme Yapılan Kuruma Göre

Dört ana başlık altında yapılan kuruma göre derecelendirme aşağıda Tablo 1.3'de gösterilmiştir. Ülke derecelendirme, kurumsal derecelendirme, ihraç derecelendirme ve proje derecelendirme sınıflarının alt başlıkları açıklanmıştır.

Tablo 1.3. Derecelendirmenin Sınıflandırılması

Ülke Derecelendirme	Kurumsal Derecelendirme	İhraç Derecelendirme	Proje Derecelendirmesi
	Bankalar Finans Kurumları	Hisse Senedi Tahvil	
	Sigorta Şirketleri	Yapılandırılmış Finansman Araçları	
	Belediyeler		
	Kamu Kurumları		
	Sınai ve Ticari Şirketler		

Kaynak: Şirvan, 2004: 5

1.4.4.1. Ülke derecelendirme yöntemi

Ülkelerin politik, ekonomik ve sosyal yapılarının belirlenmesinde ülkelere verilen derecelendirme notları etkilidir. Yatırımcılar, yatırım yapmak istiyorlarsa bunu yapacakları ülkelerin güvenilirliklerini sürekli takip edip, ufak değişikliklerden haberdarlardır. Ama ekonomik, politik ve sosyal yapıların takibi kolay olmadığı için bu işin yapılabilmesi ciddi bir çaba ve profesyonellik gerektirir (Akçayır, 2013: 15).

Ülke notu ülkelerin geleceği hakkında önemli değişikliklere sebep olacak kadar değerlidir. Yatırımcıların, çekinmeden o ülkeye yatırım yapmak ve gerekli sermayeyi o ülkeye güven duygusuyla sokmaları adına ülkelerin almış oldukları notlar önemlidir. Faiz oranlarının düşmesi ve ardından kamu ve özel yatırımlarda buna bağlı yatırım artışı yaşanması da bunun olası sonuçları arasındadır. Sadece ülke ekonomileri için değil, ülke içerisinde bulunan şirketler için de bu durum pozitif yönde katkı sağlayacaktır. Her bir durum değerlendirildiğinde ülkelere ait notlar ve bu notları belirleyen kredi derecelendirme kuruluşlarının ne kadar önemli bir yere sahip olduğunu görmemek içten bile değil.

1.4.4.2. Kurumsal derecelendirme yöntemi

Sigorta şirketlerinin, bankaların, finans kurumlarının, kamu kurumlarının, sınai ve ticari şirketlerin yapıları incelenerek yapılan derecelendirmedir (Akçayır, 2013: 14). Tabloda yer alan kurum ve kuruluşların faaliyet alanları, pazar ortaklıkları, muhasebe kayıtları, finans kaynaklı sundukları raporların bağımsız bir şekilde denetime tabi tutulup çeşitli analizlerden sonra derecelendirme işlemi ile değerlendirilir.

1.4.4.3. İhraç ve proje değerlendirme yöntemi

Kurumların sunmuş oldukları tahvil, bono ve senetlere uygulanan derecelendirme ile kurumlar faiz yükümlülüklerini indirebilmektedir ve fon kaynağını arttırabilmektedir. Bu şekilde mali yapılarında iyileşme sağlanabilmektedir. Derecelendirme, sadece borçlanma senetlerinin değil, ülkelerin, kurumların, menkul kıymetlerin ve projelerin de güvenilirliğinin (kredibilitesinin) ölçülmesini ifade eder. Derecelendirmenin üzerinde durduğu temel kavram “geri ödeyebilme” kavramıdır. Derecelendirme, bir ülkeye, kuruma, menkul kıymete veya projeye yatırım yapıldığı veya borç verildiği takdirde bu yatırımın veya borcun zamanında ve tam olarak anapara ve faiziyle birlikte geri ödenebilmesini de ifade eder (Akçayır, 2013: 14).

Projeler kabul edilmeden önce çeşitli kıstaslar ile değerlendirilmeye tabi tutulurlar. Kamu ve özel sektörün ihtiyaçlarını karşılayabilme yetisinin var olup olmaması ve mevcut durumda politik ve çevre şartlarına bağlı olarak hayata geçirilmesi konusunda yeterlilik ve belirlenen proje süresinin tamamlanma sürecinde doğru ve zamanında yerine getirilmesi önemlidir. Projenin niteliklerinin olumlu olması sonucunda alınan kredi notu projeye aktarılan fon kaynağı ve yeni projelerin yapılması adına önemlidir.

1.5. Kredi Derecelendirmenin Değerlendirme Esasları

Kredi derecelendirme kuruluşları işletmeye ya da ülkelere vereceği notlarda bazı göstergelere dikkat eder. Verilen notlar gerek şirketler gerekse ülkelerde önemli sonuçlar doğuracağı için taraf tutulmadan notlar adil verilmelidir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının notları tabi ki dönemin şartları ve bulunulan ortam çok önemlidir. Kuruluşlar meydana gelen değişikliklere göre verdikleri notları revize etmesi gerekmektedir. Dünya genelinde küresel çapta gerçekleşen bir kriz bu esasların elden geçirilmesi olması gereken bir durumdur. Bu esaslar kısa süreli bir geçmişe dayanmazlar geçmişe dönük uzun bir dönemi kapsayan esaslardan oluşmaktadır.

Ülke sınırları içerisinde kalan rekabet piyasasından, ekonomik şartlara, siyasi istikrardan, ülkede açığa çıkan sosyal olaylara kadar birçok duruma göre değişim gösterebilmektedir (Demir, 2014: 12). Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından yapılan değerlendirmelerde başlıca göstergeler vardır (Çalışkan, 2002: 61).

1.5.1. Ülke Ekonomisinin Gelir Yaratma Kapasitesi

Ülkelerdeki gayrisafi milli hasıla (GSMH) kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi derecelendirme yapabilmesi adına bakılan önemli bir kavramdır. GSMH kapsamına giren büyüme trendi, yatırım oranı ve dönemsel olarak hangi yönde genişlediği kredi derecelendirmenin kapsamına giren konulardır. İhracata konu olan malların hangi sektörlerden olduğu, gelirleri ve hangi yönde gelişim gösterdiği de kuruluşların dikkate değer gördüğü konulardır.

1.5.2. Likitide Göstergeleri

Ülkelerdeki fiyatlar genel seviyesindeki sürekli artış(enflasyon), merkez bankasının para piyasası etkinliği, döviz ve para arzı yer alır. Altın rezervleri dışındaki uluslararası resmi rezervlerin toplamıdır.

1.5.3. Dış Borç Birikimi

Ülkeler için önemli bir gösterge olan dış ticaret hacmi, dışarıya dönüklükleri ve bağılılıkları hesaplanması açısından önemli bir kavramdır. İhracat ve ithalatın büyüklüğü, dışa dönük dış borç oranının toplam borca göre oranı, anapara ve faizin ülke içindeki değere

oranı, ülkenin yaşayabileceği finansal kriz olasılıkları bizler için dış borç birikimi noktasında önemli göstergelerdir. Dış borç rakamlarından oluşan değerlere bakılarak ülkenin risk şeması ortaya koyulabilir. Kredi derecelendirme kuruluşları da öngörüler belirleme noktasında bu verilere bakacak ve verilecek olan tahminde negatif ve pozitif duruma göre bu veriye bakacaktır.

1.5.4. Siyasi Risk

Ülkeler kuruluşlarla en fazla görüş ayrılığı yaşadığı, itirazda bulunduğu kriter siyasi risk kavramıdır. Daha önce verilen göstergeler somut ve net bilgilere daha çok dayanırken siyasi risk daha soyut ve nesnel olmayan bir durumdur. Bu kavramda daha fazla tahmin hatasında bulunabilir, bu da fazla tartışılan duruma neden olmaktadır. Siyasi risk farklı kuruluşların farklı ölçüde pay olarak ele aldıkları unsurdur bu yüzden de verilen değerlerde en fazla görüş ayrılığı bu kavram üzerinden yaşanmaktadır. Bazı kuruluşlarda yüzde 30 bazılarında yüzde 50 paya kadar yükselmektedir(Çalışkan, 2002: 62). Kuruluşlar ülkelerdeki riskleri değerlendirmek adına görevlendirdikleri uzmanlar tarafından yapılması ve bu uzmanların aynı zamanda kuruluşların verdiği notlar üzerinde fazla bir paya sahip olan bu kanalda etkin rol oynaması bu gibi önemli bir kavramı bağlamak ve ülkelerin geleceğinin bu kişilere bağlı olması çok tartışılan bir durumdur.

Siyasi risk ticari risk barındırmayan yatırımcının yatırım için hedef ülke olarak belirlediği ülkedeki hükümet politikaları ile doğrudan ilgilidir. İş yapısı, ülkedeki iklimsel değişiklikler, hükümet kişileri arasındaki olaylar dahi yatırımcının kazancının kısmen ya da tamamen düşmesine neden olacak olaylar arasındadır. Bu risk eğer çok yüksek seviyelere taşındı ise ülkede yatırım yapan yatırımcı için karında azalma hatta zarara uğraması olası sonuçlar arasındadır. Sadece yatırımcı olarak değil endüstri riski de kredi derecelendirme esaslarında bakılması gereken kavramdır. Ülkelerin sürdürdüğü faaliyetler, sürekli irtibat halinde bulundukları kurumlar da dikkate alınmalı ve onların riskleri en iyi şekilde yapılmalıdır. Bunun yapılması kolay olmamakla birlikte daha fazla zaman alacak ve uzun soluklu bir süreçtir. Her bir endüstri ayrı bir değerlendirme demektir.

Derecelendirmede kaynaklık eden esaslar zaman içerisinde gerek teknolojik ilerlemeler gerekse dünya üzerindeki değişimlere bağlı olarak değişkenlik gösterebilir. Bugün çağımızda insanlar arası yasal düzenlemeler bu esaslar arasına girer iken yarın olmayabilir, bugün söz konusu dahi olmayan kavramlarda zamana bağlı olarak

değişkenlikleri belirleyen kriterler içerisinde yer alabilirler. Neticede bu esasların oluşturulmasında ki en temel noktanın zaman kavramı olduğu unutulmamalıdır. Tabi ki özelleşme, ülke sınırlarının değişebilmesi, küresel sistemdeki düzen bunların hepsi zaman kavramına bağlı olarak değişebilecek ve etkisi artıp azalabilecek kavramlardır.

1.6. Derecelendirmede Kullanılan Ölçütler

Derecelendirme yapılırken çeşitli kriter değerleri ile bu kredi derecelendirme hesaplamasında kullanılan puanlar değişebilir. Her kuruma, ülkeye ya da değerlendirme yapılacak farklı sektörler aynı derecelendirme notu verilmez. Bu yüzden de verilecek notların bir sisteme bağlanması adına çeşitli ölçütler belirlenerek bu ölçütler yardımı ile derecelendirme farklılaştırılmaktadır.

1.6.1. Ülke Riski (Ülke Kredi Notu)

Yatırımcıların ihtiyaçlarından sonra ortaya çıkan derecelendirme ile KDK yatırımcıya yönelik şirketlerin borçlarını ödeyebilme güçlerini ölçme adına derecelendirme unsuruna başlamıştır. Finansal piyasalarda genişleme ile derecelendirmeye bankalar, sigorta şirketleri ve ülkeleri de kapsamış ve akabinde genişlemiştir. Derecelendirmenin ilk etaplarında şirketler kurulmuş oldukları ülkelerdeki durumdan etkilenmez ve bağımsız şekilde düşünülürdü. 1980ler ile başlayan liberal ve uluslararası finansman kavramı ile ülke riskleri de dikkat edilmesi gereken kavram haline gelmiştir. Şirketlerin ya da kuruluşların borçlandığı takdirde borcu zamanında ödeyebilme kapasite bakarken ülkelerin içinde bulunduğu politik ve ekonomik durumdan ne kadar etkilendiğini ortaya koyan duruma ülke riski diyoruz. ‘Çok sade anlatımla söyle tanımlanır; belirli bir oranda da olsa ülke yönetiminin kontrol edilmesinde ortaya çıkacak durumlar sebebiyle uğranabilecek zararın ihtimalidir’ der (Babuşçu, 1997: 40). Ülke riskleri belirlenirken göz önünde bulundurulacak unsurlar; sosyal, ekonomik ve politik durumlardır.

1.6.1.1. Politik risk

Dışa olan borçların ödeme durumunda ortaya koydukları isteklilik ve ödemede yapmada etkisi olan sosyal ve politik olayların değerlendirilmesidir. Politik şartlardaki değişimlerle ile finansal varlıkların getirisindeki değişim olarak da tanımlanabilir. Ekonomik yapının dışında, ülke yönetim biçimi, siyasi partiler ve yaşanan siyasi krizler, sosyal yapı ve demografik özellikler, ülkenin diğer ülkelerle olan ilişkileri bu başlık altında

incelenen değişkenlerdir. Ülke politikasında yaşanan olumsuzluk sermaye sahiplerine negatif etki edecektir.

1.6.1.2. Ekonomik risk

Ekonomik risk belirlenmesinde en dikkat edilen kavram ülke ekonomisinin gelir yaratma potansiyelidir. Ülkede ki GSMH oranları başlıca göstergedir. GSMH değişme, GSMH yatırıma ayrılan pay önemli göstergelerdir. Dikkat edilen diğer ayrıntıda dış borç yüküdür. Dış borç servis oranı olarak tanımlanan bu oran faiz, anapara taksitleri ve temettü gibi dış borç ödemeleri yıllık toplamının, o yılın ihracat gelirlerine oranlanmasını ifade eder (Babuşcu, 1997: 43). Bu oranın yüksek çıkması o ülkenin borcunu geri ödeme zayıflığını ortaya koyan değer olarak nitelendirilir. Dışarıya borcu yüksek olan ülke bu borcu GSMH'yı yükseltecek yatırım odaklı sektörlerde değerlendirmez ise borç ödemesi, faiz ödemesi şeklinde kullanırsa yani cari harcamalara yönelik bunu değerlendirerek GSMH'yı arttırıcı değerlendirmemesi devlet harcamalarındaki etkisizliğe sebep olacağı gibi ülkeye yönelik risklerin artmasına neden olur. Ekonomik risk belirlenirken eldeki kaynakların etkin bir şekilde kullanılmaması ekonomik yönde riski arttırıcı etkiye kaynaklık eder.

1.6.1.3. Finansal risk

Ülkelerin ülke içinde ki ve ülkeler arasındaki ticari faaliyetlerini, üstünde var olan borç yükünü gösteren risk türüdür. Dış ticaret hacmi yani ülkelerin ihracat ve ithalat rakamları yıl ve ay takibi ve karşılaştırılması, döviz kurunun istikrara kavuşup kavuşmadığı, iniş ve çıkışlarındaki görüntüsü ülkedeki finansal göstergeler ve yapısındaki durumu ifade etmektedir. Enflasyon, döviz kuru gibi önemli göstergelerde istikrarı yakalayamamış ülkelerde en az riski almak isteyen yatırımcılar için tehdit unsurudur ve yatırımcı kaybedilecek bir durumdur. İşletmelerin yükümlü olduğu durumları pozitif bir şekilde tamamlayamaması hatta negatif durum olan iflası görmesi halinde sermayesini kaybetmesi olarak da tanımlanabilir. Ülkelerin yüklendikleri borç yükünü o dönemdeki ihracat gelirleri ve ithalat için ödenen borç arasındaki bağ ile açıklanabilir. Eğer borç fazla ise o dönemde açık verilirken eğer ihracat gelirleri fazla ise o dönem fazla verilmiş demektir.

1.6.2. Endüstri Riski

Derecelendirme yapılacak olan şirketin faaliyet kapsamında bulunan sektörde incelenmek üzere üstüne düşölerek yapılan analizler bütünüdür. Bu inceleme sürecindeki unsurlarda endüstri riskini ifade eder.

1.6.3. Firma Riski

Derecelendirilen şirket ve kuruluşun, gelecek stratejileri, küresel piyasadaki Pazar payı hacmi, büyüme trendi ve büyümeye karşı olan eğilim gibi göstergelerin analiz edilmesidir.



2. BÖLÜM

2. BAŞLICA KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI VE ÜÇ BÜYÜK KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞU

Dünya üzerinde hem uluslararası hem de yerel düzeyde birçok kredi derecelendirme kuruluşu yer almaktadır. Bu kuruluşlardan büyük payı oluşturan ve yabancı ve yerel yatırımcının en fazla bilgi sahibi olduğu, bilinen üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu yer almaktadır. Bu kuruluşlara da aşağıda detaylı şekilde değinilecek ve hakkındaki bilgiler ile ilgilenenlere ışık tutulacaktır.

2.1. Başlıca Kredi Derecelendirme Kuruluşları

Derecelendirme tarihine baktığımızda 1830'lu yıllara kadar geri gidilmektedir. Özel sektör, kamu sektörünün içinde barındırdığı menkul kıymetlerin risklerini ölçerek aralıklar itibariyle gerekli gördükleri ve önemli gelişmelerin yaşandığı zamanlarda kredi derecelendirme kuruluşları görüşlerini yayınlamaktadır.

Moody's, Standard and Poor's ve Fitch firmaları uluslararası düzeyde çok sayıda menkul kıymet çeşidi, ülke riski notu ve verdikleri ülkelerin sayısı, kullandıkları ölçütlerin çokluğu ve gösterge sayılarındaki fazlalık, istikrarlı bir şekilde aralıklarla notlarını yayınlama , piyasayı etkileme ve yönlendirme piyasa gücünü elinde bulundurma gibi birçok sebep ile ABD'de ve dünya genelinde en bilinen üç büyük derecelendirme kuruluşlarıdır.

Moody's 1909 yılında yayınladığı el kitabıyla derecelendirme sektöründe yerini almıştır. Ardından 1913-1914 yıllarında Fitch,1941 yılında ise Standard & Poor's bu sektörde yerini alarak derecelendirme faaliyetlerine başlamışlardır. Sermaye piyasasının küresel düzeyde işlem yapmaya başlaması derecelendirmeye olan talebi arttırmış ve kuruluşlara olan ilgi zamanla hız kazanarak yaygınlaşmıştır. Artan bu talep karşısında piyasada var olan üç büyük kuruluş rakiplerini satın alarak ve ya ortaklıklar sağlayarak piyasada derinliğini arttırmış ve piyasanın büyük bir kısmını ele geçirmiştir.

Dünya genelinde gerek ulusal gerekse uluslararası yayın yapan kuruluş bulunsa da dünya piyasasında %95, ABD piyasasında %96 pay ile bu üç büyük kuruluş işlem hacmin, elinde barındırmaktadır (Akçayır ve Yıldız, 2014: 7).

2.1.1. Moody's Kredi Derecelendirme Kuruluşu

Dünyada tarihi en eskiye dayanan kuruluşları arasındaki Moody's kredi notları kuruluşları piyasadaki etkinliği ile önemli risk analizcilerinden biridir. Dünya çapındaki işlerliği sayesinde firmalara ait önemin ortaya konması adına tercih edilen bir kuruluştur (Karagöl ve Mıhçıokur, 2012: 11).

Kredi derecelendirme kavramını her kuruluş kendine göre açıklamıştır. Bu bağlamda Moody's "menkul kıymet ihraç eden firmaların ihraç ettikleri menkul kıymetin itfa süresince anapara ve faiz ödemelerini zamanında yerine getirebilme kabiliyetleri hakkında verilen bir yargı olarak ifade eder (Kargı, 2014: 357).

Dünyanın en büyük ve birçok farklı ülkesinde ofisi var olan bu kuruluş en eski kredi derecelendirme kuruluşlarından. Dünyanın en eski derecelendirme kuruluşu olarak Moody's Investors Service kredi notları, araştırmalar ve risk analizlerinin önde gelen sağlayıcısıdır. Moody's'in taahhüdü ve uzmanlığı mali piyasaların şeffaf ve güvenilir çalışmasına katkıda bulunmaktadır. Şirketin kredi notları ve analizleri 110 ülke, 12.000 ihraççı şirket, 25.000 kamu finansmanı ihraççısı ve 106.000 yapılandırılmış finansman tahvilinden fazlasını kapsayan borçları izlemektedir (Moody's, 2019).

1900 yılında John Moody tarafından demiryolları analizi yapmak adına kurulmuş şirkettir. Finansal kurum, resmi daireler, imalat sanayi, madencilik, altyapı, gıda şirketlerinin istatistiklerini içeren bir el kitabı (kılavuz) yayınlamıştır. İki ay içerisinde satılmış ve büyük ilgi görmüştür. 1903 yılında itibar ve değer kazanmış ve talep edilmiştir. 1907 yılında borsada çöküş yaşanınca, elinde yeterli sermayeyi barındırmayan Moody's elindeki kılavuzu satmak zorunda kalmıştır.

1909 yılına gelindiğinde John Moody yeni bir fikir geliştirerek ABD'deki demiryollarının hisselerinin analizi işine girmiş ve menkul kıymet sektöründe ilk defa bu şekilde bir sistem uygulanmıştır. Şirketin borçlarına farklı harfler vererek derecelendirmiştir. Bunlara da "A", "B" VE "C" gibi simgeler vererek derecelendirme yöntemine gitmiştir (Kargı, 2014: 356). Faaliyet alanında sürekli genişleme göstermiş 1913 yılında sanayi şirketleri ve yan kuruluşlarının analizlerini, 1914'te ABD'nin diğer kentlerinin ve belediyelerinin tahvillerini değerlendirmeye başlamıştır (Akçayır, 2013: 30-31).

1924 yılına gelindiğinde Moody's'in derecelendirmeleri, ABD tahvil piyasasının tamamına yakınına derecelendirmekteydi. 1929 Buhranının yaşandığı yıllarda bile Moody's derecelendirmesini kesmemiş ülkelerin durumlarını gözlemlemeye devam etmiş ve derecelendirme de bulunmuştur. Moody's ve beraberindeki üç büyük kuruluşta derecelendirme işleminde ihracatçıların yanına ek olarak yatırımcıların da izlenmesi ve dahil edilmesi için çalışmalara başlamıştır (Karagöl ve Mihçioğur, 2012: 11).

Moody's uzman olarak iki farklı bölümden hizmetlerini vermeye devam etmektedir. Bunlardan ilki 'Moody's Investot Service (MIS)'dir. Geleneksel yolunu sürdüren ve geçmişe bağlı isminin anlamını koruyan şekilde devam eden; pazardaki hisse senetlerini, kamu piyasası, tahvil piyasası, hükümet belediye ve şirket tahvillerine olan yatırımları, bankalar ve banka dışı finansman şirketlerini kapsayan ilk bölümü MIS' dir. Yani 'Moody's Yatırımcı Servisi'dir.

Moody's Investors Service, kredi derecelendirme, araştırma ve risk analizi konusunda lider bir tedarikçidir. Moody's'in taahhüdü ve uzmanlığı şeffaf ve entegre finansal piyasalara katkıda bulunuyor. Firmanın reytingleri ve analizleri, 135'den fazla egemen ülkeyi, yaklaşık 5.000 finansal olmayan kurumsal ihracatı, 4.000 finansal kurum ihracatını, 18.000 kamu finansmanı ihracatını, 11.000 yapılandırılmış finansman işlemini ve 1.000 altyapı ve proje finansmanı ihracatını kapsayan borcu takip etmektedir. Moody's Investors Service, 2018'de 4,4 milyar dolar gelir elde ettiğini bildiren Moody's Corporation'ın (NYSE: MCO) bir iştirakidir ve dünya genelinde yaklaşık 13.100 çalışanı vardır ve 42 ülkede varlığını sürdürmektedir.

İkinci bölümü ise 'Moody's Analytics ' yani 'Moody's Risk Yönetimi Merkezi' ise, 1995 yılında kredi riski değerlendirme yazılımı ve hizmetleri dahil olmak üzere kantitatif (nicel analiz) yapan bir birim olarak faaliyet göstermektedir. Yani maddeyi oluşturanın ne olduğunu değil, bu maddenin içinde var olan şeyin ne kadar olduğunu analiz etmek için kullanılan bir analiz yöntemidir. 2000'li yıllarda satın alma yoluyla büyüyerek müşterilerini de içine alarak alanını genişletti. 2008 yılında, Moody's Analytics , Moody's Investors Service' den ayrı ve bağımsız bir varlık olarak kuruldu. Moody's Analytics, işletme liderlerinin daha iyi ve daha hızlı kararlar almasına yardımcı olmak için finansal zeka ve analitik araçlar sunar. Derin risk uzmanlığımız, geniş kapsamlı bilgi kaynaklarımız ve yenilikçi teknoloji uygulaması müşterilerimizin gelişen bir pazarda güvenle gezinmesine yardımcı olur. Moody's Analytics, Moody's Corporation'ın (NYSE: MCO) bağlı

kuruluşudur. Moody's Corporation, 2018'de 4,4 milyar dolar gelir elde ettiğini, dünya çapında yaklaşık 13.100 kişiyi istihdam ettiğini ve 42 ülkede varlığını sürdürdüğünü bildirdi.

Ceo ve Başkanlık görevini Reymond W. McDaniel'in yaptığı Moody's şirketinin toplam gelirinin %68'ini 2,265 milyar Dolarla 'Moody's Investors Service', %32'sini ise 1,068 Milyar Dolarla 'Moody's Analytics' oluşturmaktadır. Ayrıca Moody's gelirinin %54'lük kısmını ABD'den, arta kalan %46'lık kısmın ise uluslararası piyasalardan karşıladığını söyleyebiliriz (Moody's, 2017).

Moody's kamu ve özel kuruluşlara, yerel yönetimlerin menkul kıymetlerine verdiği dereceleri kullanırken ülkeler için de bu notları kullanır. Her notun farklı bir anlamla ifade edilmesi basamak değerlerle derecelendirmeyi ifade eder. Moody's, Aa seviyesinden Caa seviyesine kadar her genel derecelendirme kategorisinde 1, 2 ve 3 numaralı sayısal değiştiricileri kullandığı seviyenin yanına ekler. Düzenleyici 1, yükümlülük altına girilen durumun, genel derecelendirme skalasında en üst sırada yer aldığını gösterir; değiştirici 2 kullanıldığı değiştiriciler arasında orta seviye sırasını belirtir; değiştirici 3, bu genel derecelendirme skalasında alt tarafta bir yerlerde olduğunu gösterir. Aşağıda Tablo 2.1 'de detaylı şekilde verilmiş uzun dönem ve kısa dönem notlar tanımlamalar ile açıklanmıştır.

Tablo 2.1. Moody's Derecelendirme Sembolleri ve Tanımlar Skalası

Moody's Investor Service		
Yatırım Yapılabilir Seviye		
Notlar	Uzun Dönem Notlar ve Anlamları	Kısa Dönem Notlar
Aaa	En düşük düzeyde kredi riski en yüksek kalitede kredi notu	Prime-1 (Kısa vadeli borçlarda verilecek en yüksek not)
Aa1	Yüksek kalitede kredi notu, çok düşük seviyede risk	
Aa2		
Aa3		
A1	Orta üst seviyede kredi notu,düşük seviyede risk	Prime-1/Prime-2(Oldukça yüksek seviye)
A2		
A3		
Baa1	Spekülatif seviyede risk içeren kredi notu ,orta sınıf risk	Prime-2 (Yüksek seviye)
Baa2		Prime-2/Prime-3(Yüksek /Normal seviye)
Baa3		Prime-3 (Kabul edilebilir seviye)
Spekülatif Seviye		
Notlar	Uzun Dönem Notlar ve Anlamları	Kısa Dönem Notlar
Ba1	Önemli Kredi riski gelecek belirsiz	Not Prime (Kısa dönem yerine yükümlülükler getiremeyecek seviyede)
Ba2		
Ba3		
B1	Kredi riski yüksek seviyede	
B2		
B3		
Caa1	Çok yüksek kredi riski	
Caa2		
Caa3		
Ca	Aşırı derecede yüksek risk içerir ve anapara faiz yükümlülüğü yerine getirme ihtimali en az seviyede	
C	Maksimum seviyede risk içerir ve anapara faiz yükümlülüğünü yerine getirmesi beklenemez	

Kaynak: <https://www.moody's.com/ratings-process/Ratings-Definitions/002002>

2.1.1.1. Moody's kredi derecelendirme kuruluşu uzun dönem derece notları

Uzun dönemde aşağıda kullanılan sembollerin anlamları şu şekildedir (Moody's , 2019):

Aaa: En güvenilir ülkeler grubunun ifade edildiği not simgesidir. Yabancı yatırımcılar için bu ülkeye yatırım yapmak güvenli ve riskin en az olduğu gruptur. Bu ülkelere yatırım yapan yatırımcılar için en az düzeyde riskin olduğu ve yatırım yapılabilir seviyede olduğunu ifade eder. Bu gruba dahil ülkelerin anapara ve faiz ödemelerinde güçlü bir yapı vardır. Ekonomide negatif yönlü bir durum olsa bile anapara faiz ve yükümlü oldukları durumları yerine getirmede herhangi bir zorluk yaşamayacak ülkeler anlamına gelir. En yüksek düzeyde verilen nottur.

Aa: Güçlü seviyede anapara ve faiz yükümlülüklerini yapabilir seviyede olduklarını gösterir. Aaa notu alan ülkeler ile birlikte güvenilir oldukları kanaatinde nottur. Aaa alan ülkelere nazaran uzun vadede çok az düşük düzeyde risk içeren ülke grubudur.

A: Yatırımcılar açısından güvenilir olarak bakılan ülke grubudur. En yüksek seviyede olan grubun en alt basamağındaki nottur. Anapara ve faiz yükümlülükleri güvenilir deneyecek düzeyde bir yapıda kabul edilir. Fakat u güven ortamının bozulabileceği varsayımı da değerlendirilir. Ekonomik değişikliklere karşı tedbir alınabilecek durumu ifade eden nottur.

Baa: Bu grupta yer alan ülkelerin anapara ve faiz yükümlülüklerine olan güven orta seviyededir. Ne az ne de çoktur. Anapara ve faiz yükümlülüklerini yerine getirebilecek bir kapasitenin varlığı göz önünde bulundurulur. Ekonomik dalgalanmalar olduğunda güven sağlayan öğelerde değişimler olabilecek varlığını sürdürebileceği gibi ortadan kalkacağı konusunda kesinliklerin olmadığı bir durumdur. Yatırımcılar için bu ülkeler spekülative bir yapıdadır. Türkiye'ye verilen notlar bu grup içerisinde değerlendirilir.

Ba: Bu not gurubunda yer alan ülkelerin spekülative bir seviyede değerlendirildiği ve gelecek hakkında verilebilecek tahminlerin olabilmesi zor olan ülke grubudur. Anapara, faiz ve yükümlülüklerini yerine getirme konusunda duyulan güven orta seviyededir ama pozitif yönde bir bakış açısı bulunmaktadır. Bu pozitif yön gelecekte iyi olabileceği gibi kötü de olabilecek bir durumda olabileceğinden net olabilmek çok zordur. Bu yüzden gelecek konusunda belirgin olmayan durumlar olabilecek bir seviye notudur.

B: Yatırım yapma olanağının olmadığı ya da çok az olduğu gruptur. Ülkelerin borç ödeme durumu zayıf bir beklenti ile sonuç bulmaktadır. Anapara, faiz ve yükümlülüklerini uzun dönemde yerine getirme olasılığı çok az düzeydedir. Geleceğe dair risk çok ve belirsizlik maksimum seviyededir.

Caa: Anapara, faiz ve yükümlülüklerini bu gruptaki ülkelerin yerine getirmesini beklemek son derece az bir olasılığa sahiptir. Risklerin fazla olduğu çok yüksek seviyede olumsuz durumlarda yükümlülüklerin gerçekleşmeyeceği durumu ifade eder. Riskin fazla olduğu ülke grubudur.

C: Borç ödeme kapasitesinin en az olduğu ülkeler seviyesidir. Bu grupta yer alan ülkelere yatırım yapılamaz. En fazla riske sahip ülke grupları bu ifadeyle anılırlar.

2.1.1.2. Moody's kredi derecelendirme kuruluşunun kısa dönem kredi derecelendirme notları

Kısa dönemde aşağıda kullanılan sembollerin anlamları şu şekildedir (Moody's, 2019):

Yatırımcıların bir yıldan az bir süre içerisinde yapacakları ülke ve ülke ticari senetlerinde hakkında bilgi vermektedir (Kedikli, 2015: 34).

P1: Bu ülke grupları kısa vadede aldıkları notlar en düşük risk ve en yüksek seviyede güven anlamını taşır. Bu gruptaki ülkeler küresel pazarda güçlü finansal zemine ve ülkeler arasında önemli görülen bir güçteki yere sahiptir.

P2: Az da olsa ülkelerde veya kısa vadeli yatırım yapılacak şirket gruplarında risk barındıran bir seviyedir. İhraççı şirketlerin borçla yükümlü olması halinde yükümlülüklerini zamanında yapabilme kapasiteye sahip olan gruptur.

P3: Var olan borçların ödenebilmesi mümkündür. Fakat ülkede yaşanan herhangi bir dalgalanma, ekonomideki kırılganlık ve değişimler ülkeleri hızlı bir şekilde etkiler boyutta olan gruptur.

Not Prime: Spekülatif düzeyde olan P1, P2, P3 seviyesine gelemeyen ülkeler için verilen isimlendirmedir.

2.1.2. Standard & Poor's Rating Services (S&P) Kredi Derecelendirme Kuruluşu

ABD'nin en büyük sayılan derecelendirme kuruluşlarından biri olan S&P finansal kurumların piyasadaki değerlerini belirlemeye yardımcı olan onlara bağımsız görüş, analiz ve bilgi sağlayan bir derecelendirme kuruluşudur (Karagöl ve Mıhçıokur, 2012: 11). Merkezi ABD'nin New York şehrinde olan uluslararası bir derecelendirme kuruluşudur. Amerika da en büyük iki kredi derecelendirme kuruluşundan biri olan Standard & Poor's piyasada finansal kurumlar adına değerlerin belirlenmesi için yatırımcılara bağımsız bilgi ağı sağlamak adına değerlendirmede bulunan bir kuruluştur. Tarihi 1860'lara kadar dayanan bu kuruluşun kurucusu Henry Varnum Poor'dur. 1914 yılında Standard Statistics adını almış ve 1941 yılında ise Standard Statistics Company ve Poor's Publishing Company birleşerek Standart and Poor's derecelendirme kuruluşu kurulmuştur (Karagöl ve Mıhçıokur, 2012: 12). 1984 yılında Avrupa'da ilk ofis olarak Londra'da çalışmaya devam eden yirmi yılda

yirmiden fazla ülkede ofis açıp yoluna devam eden bir derecelendirme kuruluşu olarak başarılı bir şekilde kendini ortaya koymuştur (Kedikli, 2015: 24).

S&P derecelendirme kavramını şu şekilde tanımlar; borçlunun finansal ve finansal programdan dolayı ortaya çıkan kredibilitesine dayanan bir görüş olarak nitelendirir (Kargı, 2014: 357).

Dünyanın dört bir yanındaki 128 ülkede, analistlerimiz, yöneticilerimiz ve ekonomistlerimiz kredibilitiyi etkileyen faktörleri değerlendirir. Yaklaşık 1,500 kredi analisti 1 milyondan fazla kredi notu ve 46,3 milyar dolar anma borç kapasitesi ile yoluna devam etmektedir (S&P, 2019). Standart & Poor's kendi tanımına göre kredi derecelendirmeyi şu şekilde tanımlıyor. Kredi derecelendirme kredi riski hakkında görüşüdür. Derecelendirmelerimiz, bir şirket veya eyalet veya şehir hükümeti gibi bir ihraççının finansal yükümlülüklerini zamanında ve zamanında yerine getirme kabiliyeti ve istekliliği hakkındaki görüşlerimizi ifade eder. S&P dünyanın toplam piyasa kapitalizasyonda %99 oranını kapsıyor ve yılda 135 milyar veri puanını kullanıyor. (Standart & Poor's). 1916 yılı ile derecelendirme faaliyetlerine başlamış ve yayınlamış olan S&P kuruluşu küresel pazarda yatırımcı ve piyasadaki kredi risk analizcileri için bağımsız risk analizi yapmaktadır. 1941 yılında “Standard Statistics Company” ile “Poor's Publishing Company” birleşerek “Standard and Poor's” ismini almıştır (Tutar ve diğerleri, 2011: 5). 2001 yılına gelindiğinde ise Kanada

Tahvil Derecelendirme Şirketi (CBRS) ile S&P birleşmiş bu birleşimden sonra CBRS şirketinin derecelendirdiği notlar küresel düzende daha çok dikkate alınır bir seviyeye ulaşmıştır (Kedikli, 2015: 24).CBRS ve S&P derecelendirme özellikle kanada asıllı kuruluşlara verdikleri notlar yatırımcıların daha çok güven duymasına sebep olmuştur (Halıcı, 2005: 81).

Derecelendirme kurumları arasında büyük önem sahibi olan S&P finansal piyasa kıymetleri derecelendirmesini ilk defa derecelendiren kuruluştur (Mukatel, 2006: 53). 1970'lerde ekonomik buhranların sebep olduğu borçlar, 1982 yaşanan Meksika krizi gibi durumlar para sektörünün bulunduğu platformlarda uluslararası piyasada bir tavsiye sistemini gerekli kılmıştır. Bu sistem de kredi derecelendirmelerin uyarı niteliğinde öğütlerine ihtiyacı doğurmuş ve bu kuruluşların varlığının önemini bir kere daha gözler önüne sermiştir.

Tablo 2.2. Standard and Poor's Derecelendirme Sembolleri ve Tanımlar Skalası

Standard And Poor's		
Yatırım Yapılabilir Seviye		
Notlar	Uzun Dönem Notlar ve Anlamları	Kısa Dönem Notlar
AAA	En düşük düzeyde kredi riski en yüksek kalitede kredi notu	A-1+
AA+	Yüksek kalitede kredi notu, çok düşük seviyede risk	
AA		
AA-		
A+	Orta üst seviyede kredi notu, düşük seviyede risk	A-1
A		A-2
A-		
BBB+	Spekülatif seviyede risk içeren kredi notu, orta sınıf risk	A-3
BBB		
BBB-		
Spekülatif Seviye		
Notlar	Uzun Dönem Notlar ve Anlamları	Kısa Dönem Notlar
BB+	Önemli Kredi riski gelecek belirsiz	B
BB		
BB-		
B+	Yüksek kredi riski gelecek belirsiz	
B		
B-		
CCC+	Çok yüksek kredi riski	C
CCC		
CCC-		
CC	Aşırı derecede yüksek risk içerir ve anapara faiz yükümlülüğü yerine getirme ihtimali en az seviyede	
C	Maksimum seviyede risk içerir ve anapara faiz yükümlülüğünü yerine getirmesi beklenemez	
D	İFLAS	

Kaynak: https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article//view/sourceId/504352

2.1.2.1. S&P kredi derecelendirme kuruluşu uzun dönem derece notları

Uzun dönemde aşağıda kullanılan sembollerin anlamları şu şekildedir (S&P, 2019):

Standard and Poor's şirketi derecelendirmede kullanılan tanımlamaları yatırım yapılabilir seviye ve spekülatif seviyede notlar şeklinde harflerle tablo 2.2 'de ayrıntılı bir şekilde göstermiştir. Tanımları uzun ve kısa dönemli notlar şeklinde yapılmıştır.

AAA: Standard & Poor's kuruluşunun vermiş olduğu en yüksek not simgesidir. Bu grupta yer alan ülkelerin anapara ve faiz ödemeleri ileri seviyede yüksektir. Ekonomik dengeler bu ülkelerde sekteye uğrasa da değişse de anapara ve faiz ödeme yükümlülüklerini yerine getirecek olan gruptur ve güçlü bir yapıdadır.

AA: Anapara ve faiz ödemesi çok güçlü şekilde yerine getirilecek gruptur. En yüksek nottan çok az derecede fark vardır. Yüklenicinin yükümlülük konusundaki finansal taahhütlerini yerine getirme kapasitesi çok güçlüdür.

A: Bu grupta yer alan ülkelerin anapara ve faiz ödemeleri yetenekleri fazladır. Üst gruptakilere göre sadece biraz ekonomik durumlara hassaslığı diğerlerinde çok az fazladır. Duyarlılık gösterebilir seviyede bir nottur. Anapara ve faiz ödemelerini yerine getirme konusunda ekonomik değişikliklerde çok az miktarda risk içerir. Finansal güçteki taahhütlerini yerine getirme kapasitesi güçlüdür.

BBB: Bu not grubundaki ülkelerin anapara ve faiz ödeme yükümlülükleri yerine getirme kapasitesi vardır. Fakat ülkede meydana gelebilecek ekonomik değişikliklerde, olumsuz ekonomik koşulların oluşması dahilinde finansal yükümlülükleri yerine getirme kapasitesini zayıflatma ihtimali bulunmaktadır. Önceki notlara göre değişen durumlarda tepki verme konusunda daha duyarlılık gösterir. Bu gruptaki ülkelerde yatırımcı açısından ülkenin yükümlülüklerini yerine getirme konusundaki durumu değişen durumlara göre şekillenebilir ve düşünülebilmektedir.

BB: Bu gruptaki ülkelerin yükümlülükleri konusunda spekülasyon özellikler taşıdığı kabul edilir. Yükümlülüklerin zamanında olabilmesi ülkede ki ekonomik durumların pozitif olması halinde mümkündür. Bu gruptaki notlarda belirsizlik ve olumsuz durumlara maruz kalma durumu gerçekleşebilir. Türkiye S& P kredi notu bu grup içerisinde yer alır (Kedikli, 2015: 27).

B: BB grubundaki ödeme yükümlülüğüne göre daha fazla ödeme yapılamamasına karşı hassastır. Borç ödeme konusunda zayıftır ve ödememe riski bulunmaktadır. Olumsuz ticari ya da ekonomik şartlar yükümlülükleri yerine getirememeye ve yerine getirme konusunda isteksizlik yaratacak düzeyde verilen bir nottur.

CCC: Spekülasyon özelliği fazla olan gruptur. finansal taahhütlerini gerçekleşmesi konusunda uygun ticari, finansal ve ekonomik koşullara paralel bir durum gösterir. Olumsuz ticari ve ekonomik durumların meydana gelmesi, yükümlülüğün finansal taahhütlerini yerine getirme kapasitesi düşüktür. Geri ödememe riski fazladır.

CC: Bu gruptaki ülkeler spekülâtif özellikleri çok fazladır. Ekonomik ve ticari konularda meydana gelebilecek değişikliklerde istikrar beklenmemelidir. Yükümlülüklerin yerine getirilmemesi konusunda oldukça savunmasız bir gruptur.

C: Anapara ve faiz yükümlülüklerini yerine getiremeyen grup için verilen nottur. Diğer notlara göre daha az iyileşme gösterir ve yükümlülüklerini yerine getiremeyeceği durumları ifade eder.

D: Ödemelerin yapılmadığı durumlar için kullanılan nottur. Geri ödemeler konusunda imkansız olarak tanımlanır. İflas durumunda yer alan ülkelerin almış olduğu nottur.

+, -, : Standard & Poor's "AA" ile "CC" arasındaki derecelendirmeler arasında verdiği "+" ve "-" şeklindeki işaretler bu derecelendirmeler farklı anlamlar kazandırmaktadır. "B+" B grubundakilerden biraz üstün BB- grubundaki ülkelere biraz aşağıda olduğu anlamına gelir. AAA en yüksek derecelendirme için kullanılırken, BB VE B spekülâtif derecelendirme CCC, CC , C ve D yükümlülüklerin ödenmeyeceği konusunda fazlaca sinyal vererek riskin aşırı derecede yüksek olduğu anlamına gelmektedir.

2.1.2.2. S&P kredi derecelendirme kuruluşunun kısa dönem kredi derecelendirme notları

Kısa Dönemde aşağıda kullanılan sembollerin anlamları şu şekildedir (S&P, 2019):

A-1: En yüksek kategori derecesidir. Yükümlülüklerin yerine getirilmesi güçlü düzeyde kabul görür.

A-2: A-1 e göre bir alt kategoride değerlendirilir. Yükümlülerin yükümlü oldukları konularda tatmin edici sonuçlar verir. Güçlü bir değerlendirme notudur.

A-3: Olağan koruma şartlarına uygundur. Olumsuz ekonomik durum ve finansal bozulmalarda teki verme ve yükümlülüklerini yerine getirme konusunda değişen şartlarda zayıflama durumu söz konusu olabilir.

B: Savunmasız görünümü ifade eder ve spekülâtif özelliklere sahiptir. Ekonomik bozulma ve olumsuz olarak değişen şartlarda yetersiz kapasite ve yükümlülüğün yerine getirilme konusundaki vaatlerde zayıflama söz konusu olabilir.

C: Spekülatif bir derecelendirmedir. Değişen şartlara bağlı olarak yükümlülüklerin yerine getirilebilmesi değişen bu şartlara bağlı olarak değişkenlik gösterir.

D: Borç yükümlülüğünün yerine getirme olanağının çok düşük olduğu ve risk düzeyinin yüksek olduğu bir gösterge olarak nitelendirilir.

2.1.3. Fitch Ratings Inc. Kredi Derecelendirme Kuruluşu

1913 yılı 24 Aralık tarihinde John Knowles Fitch tarafından ‘Fitch Publusing Company’ adı verilerek ABD’NİN New York eyaletinde kurulmuştur. Dünya genelinde kabul gören üç büyük kuruluştan bir tanesidir. Merkezi New York ile Londra olan bu çift merkezli kuruluşun Tokyo, Paris gibi ülkelerde de şubeleri bulunmaktadır. 1924 tarihinde skalasında geniş bir tanımlama yaparak AAA –D arasında bir aralık belirleyerek bu aralıklara verdiği notları yaymıştır (Haspolat, 2015: 21). Kuruluşlara da yeni bir sistem geliştiren bu yöntem ile diğer kuruluşlar da harflendirme sistemini oluşturmuşlardır.

Bankaların hisselerini değerlendiren Fitch Rating şirketi dünya genelinde göze çarpan bu durumu fark etmiş, insanların talebini gördüğü için alanında genişleme göstermek amacıyla diğer KDK’lar gibi farklı sektörlerle de kayarak derecelendirmeye devam etmiştir. 1975 yılı NRSRO himayesine giren S&P ve Moody’s sonra üç büyük şirketten biri olmuştur. ABD’de bilinen kuruluşlar arasına girmiştir.

Küresel piyasada tanınan şirket olan Fitch, 1998 yılında Fimalac şirketinin parçası IBCA ile birleşerek bu başlık altında çalışma alanına devam etmiştir. 2002 yılına gelindiğinde Fitch IBCA adını değiştirdi ve Fitch Rating şeklinde bugün kullandığı adını aldı.

Fitch derecelendirme kuruluşunda notların derecelendirmesi 100 yılı aşkın bir süre önceki mektup skalası olan bir sisteme dayanmaktadır. Derecelendirmeler analistlerimiz 31 ülkenin 38 ofisinde bulunmaktadır ve dünyanın sermaye piyasalarını kapsamaktadır. İyi araştırılmış, şeffaf ve ileriye dönük araştırmaları vardır (Fitch, 2019). Otuzu aşkın ülkede faaliyetlerde bulunan ve 8.000’den fazla işletmenin kredibilitesini değerlendiren fitch group kredi derecelendirme ve araştırmalarında dünya lideri olan Fitch Ratings; Lider pazar pazarı verileri, analitik araçlar ve risk hizmetleri sağlayan Fitch Solutions ve önde gelen bir eğitim ve mesleki gelişim firması olan Fitch Learning , ülke riski ve endüstri analizinde bulunan, bağımsız çalışan BMI Research bölümlerinin bir araya gelmesiyle oluşur.

Tablo 2.3. Fitch Ratings Derecelendirme Sembolleri ve Tanımlar Skalası

Fitch Ratings		
Yatırım Yapılabilir Seviye		
Notlar	Uzun Dönem Notlar ve Anlamları	Kısa Dönem Notlar
AAA	En yüksek seviyede kredi notu çok düşük seviyede risk	F1+
AA+		
AA		
AA-		
A+	Orta üst seviyede kredi notu, düşük seviyede risk	F1 ya da F2
A		F1
A-		F2 ya da F1
BBB+		F2
BBB	Spekülatif seviyede risk içeren kredi notu, orta sınıf risk	F3 ya da F2
BBB-		F3
Spekülatif Seviye		
Notlar	Uzun Dönem Notlar ve Anlamları	Kısa Dönem Notlar
BB+	Önemli Kredi riski gelecek belirsiz	B
BB		
BB-		
B+	Yüksek kredi riski gelecek belirsiz	
B		
B-		
CCC	Önemli seviyede kredi riski	C
CC	Çok yüksek seviyede kredi riski, yükümlülük yerine getirilmesi zayıf	
C	Maksimum seviyede kredi riski, yükümlülük yerine getirilmez	
RD/D	İflas durumu	RD/D

Kaynak: Fitchratings, 2014

2.1.3.1. Fitch kredi derecelendirme kuruluşu uzun dönem derece notları

Uzun dönemde aşağıda kullanılan sembollerin anlamları şu şekildedir (Fitch, 2014):

Fitch kuruluşunun vermiş olduğu notlar Tablo 2.3’de kısa dönemli ve uzun dönemli notlar şeklinde ayrılmış. Yatırım yapılabilir seviye ve spekülatif seviye içerisinde yer alan notlar detaylı bir şekilde anlatılmıştır.

AAA: En yüksek kredi derecelendirmesidir. Yükümlülüklerin yerine getirilmesi için verilen en güçlü nottur. Olumsuz durumlarda, ileriye dönük olumsuz olaylarda etkilenmesi muhtemel olmayan nottur.

AA: Yüksek kredi kalitesine sahip nottur. Anapara ve faiz yükümlülüklerinin yerine getirilmesi güçlü seviyede karşılanır. Bu notu alan ülke için, finansal taahhütlerin ödenme kapasitesi de oldukça güçlüdür.

A: Yüksek kredi kalitesi olan nottur. Mali ödeme kapasitesi, anapara ve faiz ödemeleri güçlü olarak kabul edilir. Olumsuz iş ve ekonomik koşullara karşı diğer üst seviye notlara göre daha savunmasızdır.

BBB: İyi kredi kapasitesine sahiptir. Anapara ve faiz ödemelerinin yerine getirilmesi konusunda kapasitesinin yeterli seviyede olduğu guruptur. Olumsuz iş veya ekonomik koşullarda yerine getirebilme kapasitesini bozması muhtemel durumdur.

BB: Düşük düzeyde spekülatif yapıya sahiptir. Zaman içindeki iş veya ekonomik koşullarda olumsuzluk yaşanması halinde güvenlik açığı vardır. Finansal yükümlülüklerin yerine getirilmesi ülkedeki iyi durumların devam etmesi halinde sağlanabilir.

B: Daha yüksek spekülatif seviyeyi gösteren risklerin mevcut olduğu not grubudur. Ülkelerin finansal yükümlülüklerini yerine getirmesi zayıftır ve ödeyememe riskinin bulunduğu, ekonomik değişikliklerde bozulmaya açık not grubudur.

CCC: Önemli kredi riski bulunur. Borcu geri ödeyememe, finansal yükümlülükleri tamamlayamamaktadır. Önemli derecede risk içerir.

CC: Spekülatif seviyenin çok yüksek olduğu durumdur. Ekonomik olumsuzluklar karşısında yükümlülüklerin ödenmemesinde aksaklıkların yaşanacağına kesin gözüyle bakılan durumdur. Önemli düzeyde risk içerir.

C: Ödeme kapasitesi oldukça düşük olan durumdur. Yükümlülüklerin yerine getirilebilmesi geri alınamayacak şekilde bozulmuş durumdur.

RD: Yükümlülüklerin yerine getirilme durumunun imkansız olduğu durumudur.

D: Skalada kullanılan en kötü nottur. Yükümlülüklerin yerine getirilmesi imkansızdır. Borçları geri ödeme olmayan durumudur. İflas durumudur

+, - bu işaretler AA ve CCC notları arasında değerlendirilirken + ve – konularak derecelendirmenin anlamlarında değişiklikler yaratır. A+ olarak belirlenen not AA ‘nın altında A notunun üstünde olduğunu belirtir. Fitch bu şekilde notlarının görünüm konusundaki durumlarını değiştirir. Görünümündeki bu değişiklik bizim seyir halinde pozitif ya da negatif bir gidişat olduğu hakkında fikir verir.(+), (-) notu AAA konulmadığı

gibi B notunun altındaki notlara ek olarak eklenmemektedir (Fitchratings, 2014 kaynağından aktaran Kedikli, 2015: 39).

2.1.3.2. Fitch ratings kredi derecelendirme kuruluşunun kısa dönem kredi derecelendirme notları

Kısa dönemde aşağıda kullanılan sembollerin anlamları şu şekildedir(Fitch, 2014):

F1:Kısa vadede verilen en yüksek nottur. Kredi kalitesinin en yüksek olduğu ve yükümlülüklerin zamanında yerine getirileceği en güçlü not göstergesidir.

F2: Kısa vadeli iyi kredi görüntüsü olan nottur. Yükümlülüklerin yerine getirilmesi için iyi bir kapasite göstergesine sahiptir.

F3: Kısa vadede kredi kalitesi olan bir nottur. Yükümlülüklerin zamanında yapılabilmesi için gereken kapasite olduğunun göstergesidir.

B: Spekülatif seviyede kredi notudur. Finansal ve ekonomik sıkıntılara karşı açık bir yapıya sahiptir. Etkilenebilmesi mümkün olan nottur.

C: Yüksek risk barındıran durumu gösteren nottur.

RD: Aynı anda bir ya da birden fazla taahhüdü karşılama kapasitesi yoktur. Finansal yükümlülükleri yerine getirebilme ihtimali vardır.

D: yüksek derecede risk göstergesi olan nottur.

Tablo 2.4. Derecelendirme Notlarının Üç KDK Görünümü ve Risk Değerleri

MOODY'S	S&P	FİTCH		Risk Ağırlığı	
Yatırım yapılabilir-Yüksek kredibilite					
Aaa	AAA	AAA	Maksimum güvenilirlik	0%	Yatırım yapılabilir seviye
Aa1	AA+	AA+			
Aa2	AA	AA			
Aa3	AA-	AA-	Çok Yüksek Derece Yüksek kalite	20%	
A1	A+	A+	Üst orta derece		
A2	A	A			
A3	A-	A-			
Baa1	BBB+	BBB+	Alt orta derece	50%	
Baa2	BBB	BBB			
Baa3	BBB-	BBB-			
Oldukça Spkületif-Düşük kredibilite					
Ba1	BB+	BB+	Düşük derece, spekülative	100%	Spekülative seviye
Ba2	BB	BB			
Ba3	BB-	BB-			
B1	B+	B+	Yüksek oranda spekülative		
B2	B	B			
B3	B-	B-			
Çok spekülative-Yüksek risk, yükümlülüklerini yerine getirememe					
Caa1	CCC+	CCC	Zayıf durum, Risk yüksek	150%	İflas
Caa2	CCC	CCC			
Caa3	CCC-	CCC			
Ca	CC	CC	Çok yüksek oranda spekülative		
	C	C	Üsttekilere de spekülative		
		DDD	Faiz ödemesi yapılamaz, yükümlülükleri yerine getiremez		
		DD			
D	D	D			

Kaynak: S&P, Moody's ve Fitch yararlanılarak oluşturulmuştur.

Derecelendirme kuruluşlarının ülkeler ve ihraççılar için vermiş oldukları simgesel değerler tutarlılık konusunda büyük bir çaba ve notun gerçekleşmesi konusundaki gerçekliğin doğru sonucu vermesi oldukça zor bir tahminleme işlemidir. Eğer verilen not ilen sonuç aynı olmaz ise notu veren kuruluşun itibarında bir kayıp yaşanacak ve güven kaybedilecektir. Bu yüzden verilen notta hem herkesin anlayabileceği kolay simgeler kullanılmış hem de aslına uygun veriler elde edilerek sonucun tutarlılık göstereceği şekilde harf notlama sistemi kullanılmıştır. Yatırımcıların gelecek dönemlerde notların ne şekilde seyir edebileceğini belirtmek adına da 'pozitif', 'durağan' 'negatif' ve 'gelişen' olarak değerlendirilebilir ve parantez içinde gösterir (Karagöl ve Mıhçıokur, 2012: 15).

Yukarıda tablo 2.4 'de görüldüğü üzere, Standard&Poor's ve Fitch en güvenilir ve yüksek kredi dereceli ülkelere AAA ve AA notunu verirken, Moody's en yüksek kredili

ülkelere Aaa ve ya Aa1 şeklinde not vermekte ve simgesel olarak göstermektedir. Bu not finansal olarak yükümlülüklerini en güçlü şekilde yerine getirme kapasitesinin olduğunu gösterir. Risk oranı sıfırdır. S&P ve Fitch için A grubu Moody's için ise A1 şeklinde kullandığı not grubu ülkeleri ise yükümlülükleri yerine getirme kapasitesi yüksek iken, karşılaşılan ekonomik dalgalanma ve sorunlarda tepki verme olasılığının yüksek olduğu durumudur. Yatırım yapılabilir seviyedeki ülkeler BBB ve Baa seviyesi ve üstünde yer alan not grubu ülkeleridir. Bu nota sahip ülkelerde finansal yükümlülükler yerine getirilirken herhangi ekonomik bozukluğa tepki verebilecek ve etkilenebilecek durumu ifade etmektedir. BB, Ba1, B1,B2 şeklinde tanımlanan not grubu ise yatırımcılar tarafından en çok tedirginlik yaratan ve riski fazla olan gruptur. Bu guruba dahil not değerlendirmesi yapılan ülkeler spekülative seviye olarak isimlendirilir. Spekülative seviye olarak adlandırılırken yatırım yapmanın riskli olduğu durumu gösterir. CCC CC C ve D simgesi ile gösterilen grup ise iflas olarak adlandırılır ve yatırım yapılamaz, risk maksimum seviyededir.

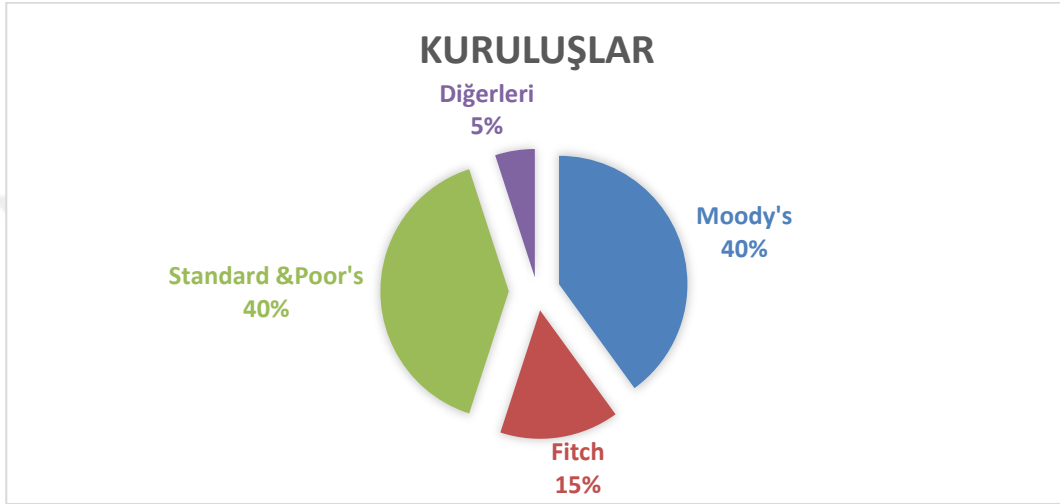
2.2. Üç Büyük Kredi Derecelendirme Kuruluşu ve Dünya Üzerindeki Pazar Payı

1990'lı yıllar ve daha sonrasında öneminin kavranmaya başladığı kredi derecelendirmek kuruluşlarından güvenilir risk analizleri yaptığı düşünülen ve süreklilik gösteren birkaç kredi derecelendirme kuruluşu vardır (Hasbi, 2012: 27). Dünya üzerinde çok fazla kuruluş bulunmaktadır lakin hepsi gerekli ilgi ve takibi görmemiş bazıları yoğun olarak takip edilmiştir (Çalışkan, 2002: 59). Bunlar S&P, Moody's ve Fitch aklı ilk gelen ve küresel çapta takip edilen kuruluşlardır. Bu kuruluşlar kredi derecelendirme kavramını ilk olarak başlayan ya da ortaya koyan kuruluşlardır.

1975 yılına gelindiğinde Amerika Sermaye Piyasası Kurulu (SEC) derecelendirme kuruluşlarını faaliyetlerini takip etmek ve piyasaya giriş çıkışlarını standart bir düzene oturtturmak adına NRSRO'ya (Ulusal Olarak Tanınan Derecelendirme Organizasyonları)tek çatı altında birleştirerek kuruluşları denetim altında bir araya toplamıştır (Yazıcı, 2009: 6). Derecelendirme alanında birçok ülke de sayıca fazla şirket bulunsa da dünya genelinde kabul gören 10 şirket bulunmaktadır (Kılıçaslan ve Giter, 2016: 65).

Dünya üzerinde 70'den fazla rating (derecelendirme) kuruluşu bilinse de dünya genelinin %95'lik kısmına, ABD derecelendirme piyasasının ise %97 oranına bu üç büyük

şirket sahiptir ve sözünü geçirmektedir. Bu şirketler Grafik 2.1 'de ki gibi pay oranına ayrılmış olan, Moody's Investors Service (ABD), Standard & Poor's Ratings Services (ABD) and Fitch Ratings (İngiltere/ABD)'dir (Akçayır, 2013: 25). Derecelendirme alanında en köklü ve derecelendirme alanında geçmişi uzun bir zaman aralığına dayanan kuruluşlar yükselen piyasalar dediğimiz alanda daha çok uzmanlık göstermiş, piyasaya dışarıdan gelen talep ile meydana gelen yeni derecelendirme şirketleri ile birlikte rekabet ortamına girmişlerdir (Çelik, 2004: 9).



Kaynak: Akçayır, 2013: 25

Grafik 2.1. Derecelendirme Kuruluşlarının Piyasa Oranı

1975 den günümüze kadar ABD'NİN NRSRO çatısı altında varlığını sürdüren Fitch, Standard & Poor's ve Moody's şirketleri uluslararası derecelendirme piyasasında herkes tarafından bilinen bir yer edinmiş, hem ABD 'de hem de küresel çapta oligopol yapıyı ele geçirmişlerdir (Kılıçaslan ve Giter, 2016: 66). Kendilerinin kullandığı ve onlara has olan göstergeler ile piyasada kendilerine 'üç büyükler' adı verilmiştir Akçayır, 2013: 25). Aşağıdaki tablo 2.5 'de yıllık hasılatları, personel sayısı ve sektördeki ağırlığına yer verilmiştir.

Tablo 2.5. Üç Büyük Kredi Derecelendirme Kuruluşunun Piyasa Payı (2017)

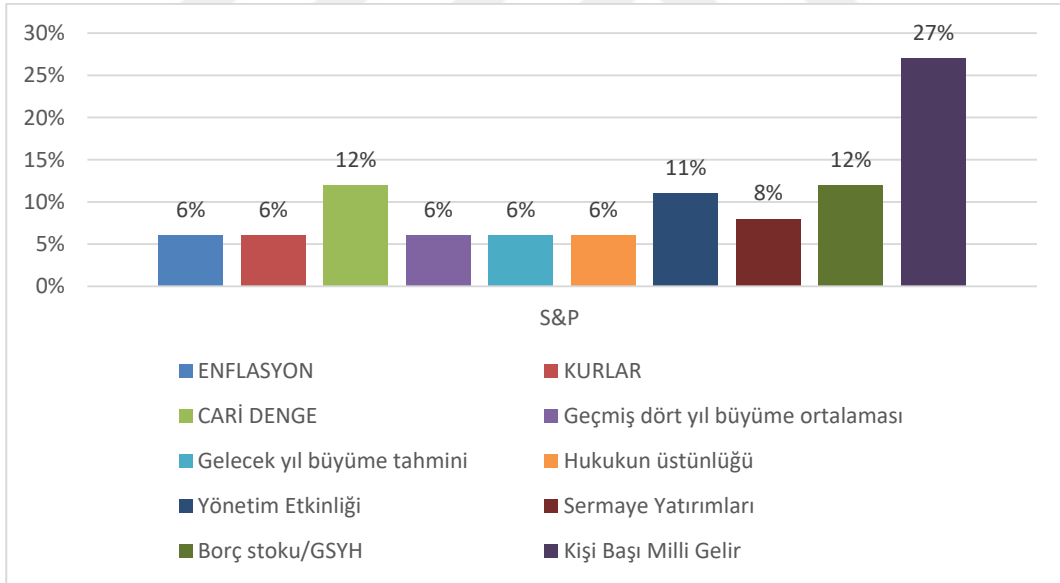
	Moody's	Fitch	S&P
Ülke	35	50+	26
Personel	10 200	2000+	7000
Gelir	3.3 MİLYAR \$	730 MİLYON\$	2 MİLYAR\$
Piyasa Yüzdesi	%40	%15	%40

Kaynak: <https://www.moody.com>, <https://www.spratings.com>, <https://www.fitchratings.com>

2.3. Ülke Notu Belirlemede Etkin Olan Göstergeler ve Oranları

Ülke kredi notunun belirlenmesinde etkin rol oynayan göstergeler, birçok faktör ile değişkenlik göstermektedir. Ülkenin siyasi durumu, ekonomik gelir düzeyi, yönetim etkinliği, enflasyon, dış borç stoku, güvenlik, komşu ülkeleri ile olan gerek stratejik gerekse siyasi ilişkisi, ülkenin konumu ve bunun gibi sayılabilecek pek çok şey ülkelerin dış gözle izlenmesinde ve bunu yapan kredi derecelendirme kuruluşlarının bunlara dikkat ederek verdiği notları etkilemektedir.

Haspolat (2015) yılında yapmış olduğu çalışmalar ve kurduğu modeller ile, gerçek kredi derecelendirme notlarının kullanılması ve olası değerler ile kurduğu çalışmada S&P, Fitch ve Moody's derecelendirme kuruluşlarının ülkelerin kredi notunun belirlenmesinde rolü olan ve etkileyen göstergeleri çalışmış ve sonuçları elde etmiştir. Aynı ayrı bizlerde verilen oranlar ve belirleyici göstergeler üzerinde durarak; kredi derecelendirme kuruluşlarında farklılık arz eden not skalasını neye göre belirledikleri ve birbirlerinden etkilenip etkilenmediğini göreceğiz.

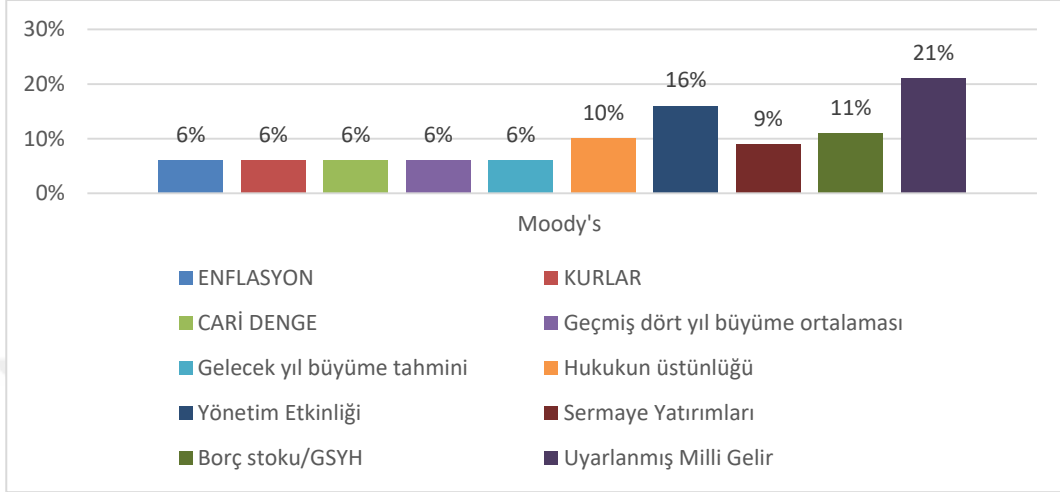


Kaynak: Haspolat, 2015

Grafik 2.2. S&P Ülke Kredi Notu Belirleyici Göstergeleri

Yukarıda grafik 2.2 'deki değişkenlere baktığımızda ülke kredi notunun belirleyici değişkenleri arasında oran olarak en fazla olan değişkenin kişi başına düşen milli gelir oranı olduğunu gözlemlemekteyiz. Bu durumun nedenini kişi başına düşen milli gelir ülkelerdeki teknolojik gelişmişliği ve ekonomideki gelişmişlik seviyesini göstermesi olarak değerlendirildiğinden bu şekilde olması tutarlılık göstergesi olarak tanımlayabiliriz.

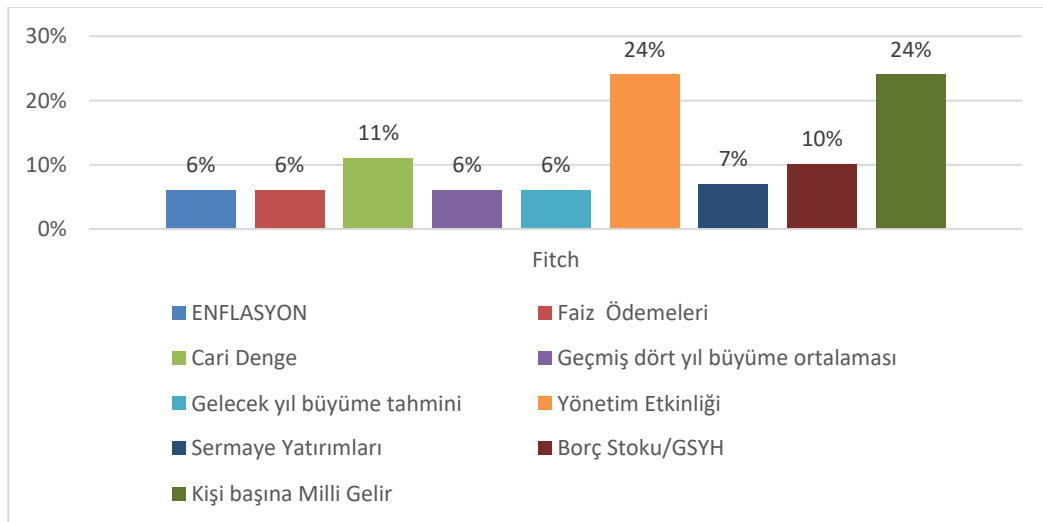
Ülke notu üzerinde diğer önemli gösterge borç stoku/GSYH oranı ve cari denge oranıdır. Diğer değişkenlerin oranlarının birbirine yakın olması neredeyse S&P'nin vermiş olduğu not üzerinde aynı oranda etkiye sahip olurken yönetim etkinliği kavramının da en az cari denge kadar etkili olduğu gözlemlenmektedir.



Kaynak: Haspolat, 2015

Grafik 2.3. Moody's Ülke Kredi Notu Belirleyici Göstergeleri

Moody's derecelendirme kuruluşu da S&P olduğu gibi kredi derecelendirmede onun kullandığı değişkenleri kullanmıştır. Grafik 2.3'de göze çarpan nokta en fazla oranı burada da kişi başına düşen milli gelirdir. Bunun yanında Moody's ülkelerin ekonomik büyüklüğüne de önemli göstermektedir (Haspolat, 2015: 107-108). Moody's kuruluşunun göstergeleri arasındaki yönetim etkinliğinin payı S&P'ye göre daha fazla olduğunu görmekteyiz.



Kaynak: Haspolat, 2015

Grafik 2.4. Fitch Ülke Kredi Notu Belirleyici Göstergeleri

Yukarıda Grafik 2.4 ‘de Fitch Kredi derecelendirme kuruluşu da S&P ve Fitch’de olduğu gibi göstergelerinin arasında en fazla oranı Kişi başına düşen milli gelir olarak baz almıştır. Bu değişken üç büyük derecelendirme kuruluşu için de önemli etkiye sahiptir. Çünkü ülkelerdeki ekonomik gelişmişlik ve teknolojik gelişmişliğin göstergesi olarak sayılabilen bu gösterge ülkelerin geleceği ve şuan ki durumlarının en fazla ifade edilebilen değeri olarak düşünülmektedir. Bunların dışında Fitch Rating Kuruluşu Yönetim etkinliğine diğer kuruluşlardan daha fazla önem vermektedir. Bunun nedeni Fitch Rating Kuruluşunun yayımladığı kredi notları ve verilme sürecini anlatan el kitabında 4 yönetim göstergesi(hukukun üstünlüğü, şeffaflık, yolsuzluğun önlenmesi, yönetim etkinliği)kavramları tek bir değişken olarak kullanılmıştır (Haspolat, 2015: 110).

2.4. Kredi Notunun Değerlerinin Genel Olarak Değerlendirilmesi

S&P, Moody’s ve Fitch Derecelendirme kuruluşlarının verilecek kredi notları değerlendirmesi sürecinde elde edilen veriler, kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notlarda belirleyici göstergelerin, kişi başına düşen milli gelir ve yönetim etkinliği kavramlarını diğerlerine oranda daha fazla üzerinde durdukları ve önem verdikleri görülmektedir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının üçünde de krizin ve ekonomik durumun normal olduğu dönemlerde tahmini verilen notlar gerçeği ile uyuşmaktadır. Ancak kriz dönemlerinde bazı ülkelerde bu farklılaştığı bilinmektedir. Örneğin Avrupa borç krizinde KDK’lar İngiltere, Belçika ve Hollanda gibi AB ülkeleri için iyi notlar verdiği ve durumu iyi olarak değerlendirdiği sonucuna ulaşılmaktadır. Bunun yanında Yunanistan ve Portekiz gibi ülkelere fazla not vererek kriz döneminde düşürmeye gittiği görülmüştür. Bu sonuçlar düşünüldüğünde eleştirilere maruz kalan KDK’lar krizleri önceden görememe ve var olan kriz döneminde durumu daha da derinleştirdiği eleştirilerine maruz kalmaktadır (Haspolat, 2015: 116).

3. BÖLÜM

3. TÜRKİYE’NİN KREDİ NOTU ANALİZİ VE İLERİYE DÖNÜK TAHMİNLER

Türkiye’nin KDK ile bağlantısı ülkemize verilen not değerleri üzerinde durulacaktır. Türkiye’nin notunu artırma çabaları bunun adına yapmış olduğu politikalar, ülkenin durumu ve geleceğe dönük beklentiler konusunda değerlendirmeler ortaya konulacaktır.

3.1. Ülke Kredi Notunun Türkiye’de ki Gelişimi

Kredi derecelendirme kuruluşlarının vermiş oldukları notlar ve anlamları, ülkelere verilen notların ne şekilde belirlendiği ve bazı göstergelerin daha önemli olduğu sonucuna ulaştıktan sonra, KDK’ların Türkiye hakkında verdikleri notlar, risk algısındaki değişim ve ülkenin KDK’lar ile süreç içerisindeki gelişimini incelemek yararlı olacaktır.

Türkiye 24 Ocak 1980 tarihinde aldığı kararlar ile çok fazla yeniliklere adım atmıştır. İçeride dönük ithal ikameci ekonomi politikasından vazgeçerek, dışa açılmış ve ihracata dayalı bir ekonomik büyüme modeli şekline geçiş yapmıştır (Haspolat, 2015: 117). Ekonomide büyüme modelinde yaşanan bu geçiş ile finansal sektörlerde de değişime sebep olmuştur. Finansal sektörde yaşanan değişim ile sermaye piyasasında da değişime gerek görülmüştür. Sermaye piyasaları düzenlenmiş, şeffaf ve güvenli bir şekilde denetime tabi tutularak devam ettirilmesi konusunda 1981 yılında ‘2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’ getirilmiştir. Değişen bu düzeni ve yeni getirilen sistemi düzenli yönetebilmek ve denetleyebilmek adına Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) 1982 de kurulmuştur.

Aşağıda tablo 3.1 ‘de Türkiye’de derecelendirme işlemlerinin yapılması SPK tarafından derecelendirme faaliyetlerinde bulunmak adına yetki verilen derecelendirme kuruluşları ve SPK tarafından tanınan uluslararası derecelendirme kuruluşlarına verilmiştir.

Tablo 3.1. Türkiye’de Derecelendirme Yapan Kurumlar

Türkiye’de Kurulan ve SPK Tarafından Yetkilendirilen Derecelendirme Kuruluşları	Türkiye’de Derecelendirme Faaliyetinde Bulunması SPK Tarafından Kabul Edilen Uluslararası Derecelendirme Kuruluşları
1- Fitch Ratings Finansal Derecelendirme Hizmetleri AŞ	1- Standards and Poor’’s Corp.
2- JCR Avrasya Derecelendirme AŞ	2- Moodys Investor Service Inc.
3- TCR Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme AŞ	3- Fitch Ratings Ltd.
4- Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri AŞ	
5- Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri AŞ	
6-Turkrating İstanbul Uluslararası Derecelendirme Hizmetleri AŞ	

Kaynak: Toraman ve Yürük, 2014: 131

Türkiye 1990 yılının Ekim ayında ilk defa derecelendirme kavramı ile ilk kez Antalya’da Sermaye piyasası kurulunun ev sahipliği yaptığı “Sermaye Piyasalarında Kamu Otoritesi ve Yatırımcının Korunması” konulu toplantı vasıtasıyla tanışmıştır (Geyikçi ve Kargın, 2014: 325).

Türkiye’de ilk defa derecelendirme yapan kuruluş 1992 yılında Standard and Poor’s şirketi olmuştur. S&P ilk kredi notunu ‘BBB’, not görünümünü ise ‘durağan’ olarak duyurmuştur. Türkiye’de Ofisi var olan tek rating şirketi Fitch’dır. Dünyanın en büyük üç KDK’sından ikisi olan S&P ve Moody’s ise yurt dışından derecelendirme yapmaktadır (Akçayır ve Yıldız, 2014: 20).

Derecelendirme geçmişine bakıldığında Moody’s ilk derecelendirmesini Baa3 olarak vermiştir. Bunun anlamı alt düzey yatırım yapılabilir seviye olarak adlandırılır.1994 senesinde yaşanan kriz ile Moody’s notunu düşürerek Ba3’e çekmiştir. S&P ise notunu kriz sonrasında B+ olarak güncellemiş yani spekülative seviyede düşürerek revize etmiştir.1997 yılında yaşanan darbe ile Moody’s tekrardan not indirimine gitmiştir. Bunu takip eden yıllarda yaşanan 2001 yılı krizi ile S&P ve Fitch bir daha not düşürme yolunu seçmiştir. Moody’s ise notunda düşürmeye gitmemiş sadece görünümünü 2000 yılındaki ‘pozitif’ görünümünden 2001 yılında ‘negatif’ olarak değiştirmiştir.2001 yılından 2004 yılına kadar değiştirmedeği notu 2004 yılının Ağustos ayında ‘BB-’ şeklinde akabinde 2010 yılında ise ‘BB’ seviyesine arttırarak görünümünü pozitif yapmıştır. S&P, 2018 yılı Ağustos ayında Türkiye’ye verdiği ve yatırım yapılabilir seviyenin altında olan kredi notunu BB-’den B+’ya düşürmüş ve görünümü “durağan” olarak belirlemiştir. S&P tarafından verilen “B+” not seviyesi “yatırım yapılabilir” seviyenin dört kademe altı bir nota denk gelmektedir.

Fitch Türkiye'nin kredi notunu 2018 Aralık ayında "BB" görünümü de negatif olarak teyit etmişti. Bu not da "yatırım yapılabilir" seviyenin iki kademe altı bir değerlendirme notu. Moody's, Türkiye'ye 2018 yılında "Ba3" notunu vermiş ve görünüm de "negatif" olarak belirlemişti. Yani "yatırım yapılabilir" seviyenin üç kademe altı bir değerlendirme notu (Karagöl, 2019). Kredi derecelendirme kuruluşları 15 Temmuz darbe girişiminin ardından ve Ağustos ayında yaşanan kur artışı ile Türkiye ekonomisinin yaşadığı çalkantı sonrasında çok hızlı harekete geçmiş ve verdikleri notları ve görünümü revize etmişlerdi. Ekonomideki iyileşmelere ve piyasada düşen risk primlerine rağmen aynı hızla harekete geçemediklerini ve yatırım yapılabilir seviyede not vermemek için sürekli gerekçe üretmişlerdir.

Şöyle ki, 1994 yılından 2012 yılına kadar, kredi derecelendirme kuruluşları Türkiye'ye yatırım yapılabilir seviyede not vermediler. 2012 yılında Fitch ve 2013 yılında Moody's derecelendirme kuruluşu tarafından Türkiye'ye verilen "yatırım yapılabilir seviyesi" notu 2016 yılında 15 Temmuz darbe girişimi sonrasında hemen geri alındı. Bu derecelendirme kuruluşlarından Standard&Poors (S&P) ise 1994 yılından beri Türkiye'ye "yatırım yapılabilir" notunu hiç vermedi. Kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye için adil bir not vermedikleri bu sonuçlarla görülmektedir. Ülke ekonomisindeki iyi görünümlere rağmen KDK'ların notlarındaki düşük seyirler bunun ortaya koyulmuş halidir. Arada çok fazla farkın olduğu düşük notlar verilirken ülke ekonomisinde iyi görünüm taraflı ve adil olmayan notları veren kredi derecelendirme kuruluşlarının kredibilitelerini aşırdığı ve hatta güvensiz kurumlar haline getirdiğini söyleyebiliriz.

Kredi derecelendirme sayesinde ülkelere verilen notlar sadece uluslararası piyasalardan borçlanmanın ön koşulu gibi düşünülmemelidir. Kredi notu kavramı kullanıldığında unutulmaması önemli olan noktalardan biri de ülkelerin uluslararası piyasalara içine dahil olmasıdır. Buna verilebilecek en iyi örnek, 1996 yılında Avrupa Birliği (AB) ile Gümrük Birliği anlaşmasının Türkiye'de ticaret hacmini genişleterek yeni pazarların ortaya çıkması gösterilebilir (Demir, 2014: 77). Ülkeler dışında firmaların da kredi notları aldığı ve aldıkları notların yüksek olması firmalar için önemlidir. Hatta günümüzde uluslararası piyasalarda işlem yapabilmek, faaliyet gösterebilmek için kredi notu almak zorunlu olarak görülmektedir.

3.2. Türkiye'nin Dönemlere Göre Aldığı Notlar

Aşağıda verilen tablo 3.2. deki değerlerden 1994, 1996, 1997, 1998 ve 2001 yıllarındaki dalgalanmalar fazladır. 1994 ile 2001 yılı krizin baş gösterdiği yıllardır (Kedikli, 2015: 123). 1998 yılı ise Rusya krizinden kaynaklanan dışarıda yaşanan durumun ülke içimize yansımalarının göstergesidir (Kar ve Taban, 2006: 459). Moody's 1997 yılında kredi notunu düşürmüştür buna sebep olarak aynı yıl 28 Şubat ayında 'post modern' darbe girişimi olarak gösterilebilir.

Türkiye'nin 2000-2006 yılları arasında üç büyük kredi derecelendirme kuruluşlarından aldığı notlar ve görünümüleri aşağıdaki Tablo 3.3 'de verilmiştir. 2001 kriziyle KDK' lar Türkiye adına verdiği notları spekülative notlar olarak vermişlerdir. Bu notlar ekonomik verileri aha da kötüleştirilmiş, açıkları kapatma finansal kaynak bulma konusunda sıkıntılara sebep olmuştur (Kedikli, 2015: 126). Büyüyen açıklar uzun vadeli yatırımların kısa vadeli borçlarla finanse edilmesi ekonomiye ciddi hasarlar vermekte ve dışa bağımlı bir yapıya dönüştürmektedir (Tuncer, 2008: 83). Türkiye'de tablo 3.3'de görülen verilere göre 2002 yılı da zayıf halka olarak belirtilmektedir. Bu dönem enflasyon rakamlarında iyileşme, büyüme oranlarında artış yaşanmasına karşın derecelendirme kuruluşları spekülative notların en düşükleri verilmiştir (Ulusoy, 2015: 228).

2003 yılına gelindiğinde notlarda çok az bir iyileşme sergilenmiştir. Ekonomide ki iyileşmenin ve IMF ile politik sistemdeki yakınlaşma olarak yorumlanabilir. 2004 yılı Moody's artış yapmamış, diğer kuruluşlar notlarını biraz yükseltmişlerdir. S&P notunu BB yapmış ama görünümünü negatifte bırakmıştır. Ekonomideki fazla dalgalanmalar bunun sebebi olarak gösterilmiştir. 2005 yılında Moody's ile Fitch AB ilişkilerindeki pozitif durum sonucu Türkiye'de güven ortamını görmüş, Türkiye'nin ülke içinde istikrar ve ekonomi politikalarının güzel seyrinden dolayı notlarını yükseltmişlerdir.

Tablo 3.2. Türkiye Kredi Notu İzleme Tablosu

Yıllar	S&P	MOODY'S	FITCH
	Kredi Notu ve Görünümü	Kredi Notu ve Görünümü	Kredi Notu ve Görünümü
1994	B+(0)	Ba3(0)	B(0)
1995	B-(0)	Ba3(0)	BB-(0)
1996	B(0)	Ba3(0)	B+(0)
1997	B(0)	B1(0)	B+(0)
1998	B+(0)	B1(0)	B+(0)
1999	B+(0)	B1(+)	B+(0)
(-) : Negatif Görünüm (0) :Durağan Görünüm (+) :Pozitif Görünüm			

Kaynak: Akçayır ve Yıldız, 2014, S&P, Moody's, Fitch

Tablo 3.3. Türkiye Kredi Notu İzleme Tablosu (2000-2016 yılları arası)

Yıllar	S&P	MOODY'S	FİTCH
	Kredi Notu ve Görünümü	Kredi Notu ve Görünümü	Kredi Notu ve Görünümü
2000	B+(0)	B1(+)	BB-(0)
2001	B-(0)	B1(-)	B(-)
2002	B-(0)	B1(-)	B(0)
2003	B+(0)	B1(0)	B(+)
2004	BB-(0)	B1(0)	B+(+)
2005	BB-(0)	Ba3(0)	BB-(+)
2006	BB-(0)	Ba3(0)	BB-(0)
2007	BB(0)	Ba3(0)	BB-(0)
2008	BB-(-)	Ba3(0)	BB-(0)
2009	BB-(0)	Ba3(+)	BB+(0)
2010	BB(+)	Ba2(+)	BB+(+)
2011	BB(+)	Ba2(+)	BB+(0)
2012	BB(0)	Ba1(+)	BBB-(0)
2013	BB+(0)	Baa3(0)	BBB-(0)
2014	BB+(-)	Baa3(-)	BBB-(0)
2015	BB+(-)	Baa3(-)	BBB-(0)
2016	BB	Ba1	BBB-

(-) : Negatif Görünüm (0) :Durağan Görünüm (+) :Pozitif Görünüm

Kaynak: Kedikli, 2015 yayınından faydalanılarak revize edilmiştir.

2008 küresel krizi ülkelerin hepsini etkilediği gibi Türkiye ekonomisinde de etkisini göstermiştir. En büyük krizin yaşattığı durum dış ticarete olmuştur. GSMH ve GSYİH azalmış, enflasyon, borç stokları ve bütçe açığı artmıştır. GSYİH, 2008 yılında %6,2 azalma göstermiştir. Ekonomimizde 2009 yılında 2008 yılı ilk çeyrek dönemine göre aynı çeyrek döneminde %14,5 küçülmüştür. 2008 küresel krizinde dünya ticareti daralmaya gittiği için Türkiye’de ihracatta azalma yaşanmıştır. Türkiye sanayi alanında ara malı ithal ederek ihracatı yaptığı için ithalata bağımlılık oluşmuş bu da dış ticarete kırılganlığımızı derinleştirmiştir.

2012 yılında Fitch diğer kuruluşlar yapmadığı halde BB+ seviyesinden BBB-seviyesine yükseltmiştir. 18 yıl notlarda yükseltme yapılmadığı halde 2012 yılında bu şekilde yükselmesi; kamu borçlarındaki düşme, ekonomi alanında risklerin azalması, bankacılık sisteminin yaygınlaşması ve güçlenmesi, finansal risklerin iyiye gitmesi şeklinde pozitif göstergelere bağlanmıştır. 2013 yılında Fitch’den sonra Moody’s de notunu arttırmıştır (Ulusoy, 2015: 226). S&P’de 2013 yılında bütçelerde düzelme, ticarete genişleme, güvenlik harcamalarında azalma sebepleri ile BB+ olarak yükseltmiştir.

2014 yılına gelindiğinde ise Moody’ s politik ortamdaki belirsiz durumlar ve güçlü reformların yapılamaması gibi nedenlerden dolayı kredi notundaki görünümü negatif olarak değiştirmiştir. Aynı yıl S&P’ de risk faktörlerinde artma, Merkez Bankası(MB)’nın politik

baskı ile bağımsızlığını koruyamaması gibi nedenlerle kredi notunda görünümü negatif olarak değiştirmiştir (Ulusoy, 2015: 227).

Günümüz koşulları ile bakıldığında üç büyük kuruluştan S&P'nin 2016 yılında en düşük notu verdiğini göreceğiz. Türkiye'ye en yüksek notu veren kuruluş olarak da Fitch olduğu görülmektedir. Fitch Türkiye adına vermiş olduğu kredi notunu BBB- 'yatırım yapılabilir' seviyesindeki en düşük değerdir. Üç büyükler olarak adlandırılan kuruluşlardan biri olan Moody's 2013 'yatırım yapılabilir' seviyesinde verdiği Baa3 notunu üç yıl geçtikten sonra tekrar düşürerek 2016 yılında Ba1 ile yatırım yapılabilir seviyesinden bir tık aşağıya düşürmüştür.

Hepsinin sonunda Türkiye her dönem farklı notlar alsa da kredi derecelendirme kuruluşları Türkiye'nin not görünümünde daha fazla değişiklik yaparak notlarını kullanmaktadırlar. Türkiye'de ki ekonomik yapı ve siyasi yapısal durumlar notların değişmesinde etkili olmuştur. Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunda da notların artış yönünde olduğu zamanlarda sebep olarak; AB ile ilişkilerin güçlü ve pozitif olması, dış ticarete canlılık, ekonomik sistemdeki düzen ve süreklilik, yatırım yapanların üstünde devlet baskısının en alt seviyede olması şeklinde pozitif durumlar etkili olmuştur. 2016 yılındaki notlar ise üç kuruluş içinde farklı olmuştur. Fitch vermiş olduğu not ile 2016 yılında Türkiye'yi yatırım yapılabilir ülkeler arasında değerlendirirken, Moody's göre yatırım yapılabilir seviyesi için bir basamak aşağıda kalmaktadır. S&P 'nin 2016 yılındaki notu BB seviyesi ise yatırım yapılabilir düzeyinden iki basamak aşağıda yer almaktadır.

3.3. Türkiye'yi Etkileyen Olumsuz Durumlar ve Krizler

Kredi derecelendirme kuruluşlarının notları ülkelerin durumlarını ekonomik ve politik açıdan etkileme durumuna sahiptir. Verilen notlar yatırımcıların yatırımlarını etkilemektedir. Kredi derecelendirme kuruluşları bazen verdikleri erken notlar ile bazen de verilen geç kalınmış notlar ile ülkelerin durumlarında bazı değişikliklere sebep olmaktadır. Krizler ve akabinde verilen notlar. Olumsuz durumlar ile verilen notlar bu durumların kötüleşmesine etki etmektedir. Bunlara da Türkiye'de olan olaylar örnekler ile verilmiş ve açıklamaları yapılmaya çalışılmıştır.

3.3.1. 1994 Krizi

Türkiye 24 Ocak 1980 yılında aldığı kararlar ile dışa açık bir politika tercih etmiş ve 1990 yılında dünya üzerinde sermaye hareketliliği artış göstermiştir. Türkiye ve gelişmekte olan ülkeler kategorisinde değerlendirilen ülkelerin ekonomisine çok fazla sermaye girişleri yaşanmıştır. 1989 ile 1993 yılları arasında sıcak paranın ülkeye fazlaca dışarıdan gelmesi 1994 yılında olumsuz sebeplere neden olmuştur. Türkiye'ye fazlaca giren bu değerli kısa vadeli yabancı fonlar ülkeden çıkış yapınca mali kriz patlak vermiştir (Kedikli, 2015: 124).

1994 yılına gelen Türkiye Cumhuriyet kurulduğundan bu yana yaşanan en büyük cari açık ve kamu açığı ülkede ki makroekonomi düzeyinde denge olmadığını gözler önüne sermiştir. Sürdürülebilirlik kavramının orta ve uzun dönemde yaşanamayacağını gösteren sistem 1994 Nisan'da meydana gelen iktisadi krizin sebebidir (Karadeniz, 2014: 51).

1994 krizinde artan kamu açıkları arttırılan faiz oranları ile kapatılmaya çalışılmıştır. 1993 yılına %70 olan gecelik borçlanma faiz oranı o dönemde %700 seviyesine çıkmıştır (Peker, 2014: 47). Sermaye hareketlerindeki durum kamu açıklarında ve kamu borçlarında daha da artış yaşanmasına neden olmuştur. Yurt dışında yurt içine giren sıcak para girişleri fazlalaşmış, yatırımlar hazine bonusu ve devlet tahvili şeklinde olmaya başlamıştır. Spekülatif nedenlerden kaynaklı sermaye ülkeye girmiştir (Karadeniz, 2014: 52).

Moody's 14 Ocak 1994 tarihinde Türkiye'ye vermiş olduğu yatırım yapılabilir notu olan Baa3 notunu Ba1 olarak düşürmüş, 'spekülatif' seviyeye çekmiştir. Sebebi de cari açık olarak açıklanmıştır. Bu açıklamanın ardından ülkeden çıkma hevesinde olan sıcak para daha hızlı bir şekilde ülkeyi terk etmiştir (Somçağ, 2006: 41).

3.3.2. 2001 Krizi

2001 yılında meydana gelen kriz dış ticaret kaynaklı sebepler oldukça fazladır (Atik, 2006: 341). 1994 yılı sonrasında krize önleyici tedbirler ve düzenlemeler yapılmamış, 1998 yılında Rusya'da yaşanan kriz Türkiye'nin önemli derecede ihracat yaptığı ülkelerden biri olan Rusya'nın durumundan kaynaklı ihracatta daralmaya sebep olmuştur. 1990 yılında da Türkiye Marmara depremi ile ekonomisinde sıkıntılarla boğuşmuştur.

Finansal düzende artık sistemin devam ettirilememesi, 1999 yılında ekonomik istikrar programı devreye sokmuştur. Ekonomik durumun bozulması ve kredi derecelendirme

kuruluşlarının vermiş oldukları spekülâtif seviyedeki notlar kamu açıklarını giderme adına yüksek faizden borçlanarak çözüm aramıştır (Haspolat, 2015: 121).

Uzun vadeli yatırımlar kısa vadeli borçlanarak giderilmeye çalışılmış, döviz kurundaki yükselme ile enflasyon daha da tetiklemiştir. Cari işlemler dengesindeki artan açık, kısa vadeli sermaye ile dengelenmeye çalışılmışsa da ekonomideki dışa bağımlılığın artışı göz ardı edilmiştir (Tuncer, 2008: 83). Fazla cari açığın olduğu durumu gören sermaye sahipleri sermayeleri ile birlikte dışarıya kaçınca likidite sıkıntısı ülkeyi ve ekonomiyi krize götürmüştür.

2000 yılında patlayan finansal krizin başlangıç aşaması IMF ek rezerv olanağı, Merkez Bankası (MB) net iç varlık düzenini sağlaması ve faizleri indirmesi ile geçici olarak istikrar ortamı yaratmıştır (Kedikli, 2015: 126). Aynı yıl Milli Güvenlik Konseyi toplanmış ve bu toplantı da Cumhurbaşkanı ile Başbakan arasında yaşanan gerginlik ve Başbakanın terk etmesinin haberlere konu olması gergin ortamın 19 Şubat 2001 tarihinde döviz krizi olarak meydana gelmiştir (Yalas, 2010: 24). Takip eden süreçte 21 Şubat 2001 Kara Çarşamba adıyla tamamen kriz etkisini ülkeye hissettirmiştir.

21 Şubat 2001 tarihinde krizin var olması akabinde S&P, Fitch, Moody's ülkenin notunu aşağıya indirmiştir. Cumhuriyet döneminin en büyük krizi olan 2001 krizi, 1994 krizine göre daha az not indirimine konu olmasının seviyesindeki spekülâtif seviye notlarının Türkiye adına geçerli olması hak ettiğinden daha aşağıda not verilmiş olmasıdır.

3.3.3. 2008 Krizi

2008 krizin diğerlerinin aksine küresel dünyada çıkan bir krizdir. Türkiye'de bu krizden etkilenen ekonomiler arasındadır. GSYİH, borç stokları, cari denge ve Merkez Bankası rezervlerinde etkilere neden olan 2008 krizi, Avrupa ve ABD ülkelerinde daha fazla etkilere sebep olmuştur. Kriz 2008 yılında yaşandığı sırada gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinde %6 büyümeye yaşanmıştı. Türkiye ise bu oranın çok altında olan bir seviyede büyümüştür. Bu oran Türkiye için %0,7 seviyesindedir. %1 seviyesinde bile Türkiye ekonomisi büyümeye gösterememiştir (Karadeniz, 2014: 60).

Türkiye'nin bu krizden etkilenmesinin en büyük nedeni dışa bağımlı bir ülke ekonomisi olmasıdır. Dış ticarete dışarıya bağlı ekonomik sistemin olmasıdır. Türkiye ihracatında Avrupa ülkelerinin %50 den fazla paya sahip olması küresel kriz olan 2008

krizinde bu ülkelerden kaynaklı talep düşüşü ve ülkelerde yaşanan ekonomik sıkıntılar ihracatı ve üretimi azaltmıştır. Türkiye'ye doğrudan ve dolaylı olarak gelen yatırımlarda küresel krizden kaynaklı düşmüştür.

Bir yılı çeyrek alanlara böldüğümüzde 2009 yılının ilk çeyreğinde krize karşı alınan önlemler, küresel dünyada ekonomilerin düzelmeye başlaması ile Türkiye ekonomisi de düzene girmeye başlamıştır. 2010 yılında gelişmekte olan ülkeler ekonomik düzenlerinde hızlı bir şekilde ayağa kalkma çabaları olumlu sonuçlanmış hem küresel düzende hem de Türkiye ekonomisinde düzene girmeye başlamıştır. Türkiye 2008 yılı olmasa da 2009 yılı ve sonrasını diğer ülkelere oranla daha çabuk düzenlemiştir ve malı konularda aldığı tedbirler ve disiplini sayesinde atlatmış ve büyümesini devam ettirmiştir. Bu dönemde S&P' de BB- olan notu 2013 yılında BB+ yükseltmiştir (Haspolat, 2015: 127).

2004 yılından sonra Türkiye ekonomisinde istikrarı sağlamış,2008 krizine rağmen gelişen ekonomisini ve büyümesini Avrupa bölgesindeki ekonomiler göre sürdürmüş ve bu krizi diğer ekonomilere nispeten yumuşak atlatmıştır. Buna karşılık kredi notunun artışında geç davranmıştır (Akçayır ve Yıldız, 2014: 18). Pozitif göstergeler yaşanırken Türkiye'nin ülke kredi riskini artıran en önemli faktörlerden birisi olarak cari açık problemi görülmektedir (Haspolat, 2015: 127).S&P, Türkiye'nin daha gelişmiş piyasalarla karşılaştırıldığında genelde “daha fazla siyasi, ekonomik ve operasyonel risk” taşıdığı öne sürülmektedir. Bu durum, “ülkeye has” riskler olarak tanımlama yapılmıştır (Kargı, 2014: 358).

5 Kasım 2012 yılında Fitch, Türkiye'ye vermiş olduğu kredi notunu BB seviyesinden, BBB(-) arttırmış Türkiye'yi yatırım yapılabilir ülke derecesine yükseltmiştir. Sebep olarak da Türkiye'nin mali krize karşı direncinin fazla olması sebebiyle kuruluş not yükseltmesine gitmiştir(Kedikli, 2015: 130).İlerleyen günlerde tarihler 16 Mayıs'ı gösterdiğinde Moody's derecelendirme kuruluşu da Ba1 olan notu bir seviye yukarıya çekerek yatırım yapılabilir seviye şeklinde Baa3 seviyesine arttırmıştır. Sebep olarak ise Türkiye'nin borç yükünün /GSYİH oranda azalma ve cari dengesinin düzelmesi gösterilmiştir (Haspolat, 2015: 122).

3.4. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarına Güvenin Azalmasında Neden Olan Ekonomik Krizler ve Yaşanan Skandallar

20. y.y da KDK fazlaca önemli yere sahiptir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının vermiş olduğu kabul görür notlar ile ülkeler ve yatırımcılar piyasa da yatırım yapmakta. Ya da verilen olur ile ülkeler çok kolay bir şekilde borçlanabilmektedir. Yüksek alınan kredi notu borçlanmak için katlanılan faiz oranı düşürürken, düşük verilen notlar ülkelerde tahvil piyasasında ödenen ve katlanılan maliyeti yüksek olarak katlanmak anlamına gelmektedir (Karaca, 2005: 2). Açıklamak gerekirse, bir ülkede ekonomik sorunların ortaya çıkışı başlayıp ardından piyasalar fonlamaya ara verdiğinde rating şirketleri de uyarılarak ülkelerin notunun basamak değerini düşürüyorlar. Not değeri azaldıkça fonlama daha fazla kesiliyor. Böylece kredi derecelendirme kuruluşları, hem piyasayı etkilemekte hem de piyasa tarafından etkilenmiş olmaktadır (Çevik, 2016: 190).

Derecelendirme kuruluşları kazançlarını, derecelendirilmesi yapılan şirketlerden, abonelerden, gerçekleştirilen tahvil ihracından elde ettikleri komisyondan, yayınlamış oldukları süreli yayınlar ya da kitaplardan elde etmektedirler. Derecelendirme kuruluşların gelirlerinde, yaptıkları derecelendirmeden çok tahvil ihracından elde ettikleri pay daha fazladır. Bu durum söz konusu kuruluşların uluslararası sermayenin çıkarları doğrultusunda hizmet verdikleri şeklinde eleştirilere neden olmaktadır (Karagöl ve Mıhçıokur, 2012: 15)

Kredi derecelendirme kuruluşlarının yatırımlar ve sermayeyi ülkeye içine çekebilme konusunda çok fazla etkisi oldukları bilinmektedir. Son yıllarda kredi derecelendirme kuruluşlarının, piyasa göstergelerini iyi okumadıkları gibi bunun yanında taraf tuttıkları ve piyasayı yanlış yönlendirdikleri gerekçeleriyle sıkça eleştirilmiş hatta meydana gelen bazı krizlerin başlıca sorumlusu olarak görülmüşlerdir (Çevik, 2016: 190).

Financial Times’da yayınlanan habere göre ABD’de subprime mortgage krizi ile başlayıp tüm dünyayı etkisi altına alan finansal krizin derinleşmesine neden olan baş aktörlerden birinin yine kredi derecelendirme kuruluşları olduğu görülmüştür (Yazıcı, 2009: 7).

Kredi derecelendirme kuruluşları meydana gelecek krizleri tahmin edip ileri görüşlü olamadıkları kriz zamanlarındaki vermiş oldukları düşük notlarla ülke içindeki durumu olduğundan daha da zora sokarak krizi iyice derinleştirmektedirler. 1990’lı ve 2000’li yıllara gelindiğinde teknoloji çağında yaşanan yenilikler, bilgi teknolojisinin çok hızlı bir

şekilde gerçekleşmesi ile finansal sistemdeki ağırları kolaylaştırmış ve sermaye akımlarındaki etki hızlıca gerçekleşebilecek seviyeye ulaşmıştır. Kriz kelimesi ve krizin varlığı da bu şartlarda daha hızlı bir şekilde yayılma göstermiş ve insanlar tarafından kriz algısı çok çabuk kabul görür olmuştur. Kredi derecelendirme kuruluşları kriz öncesi vermiş olduğu tepki krizden çok kısa süre önce olması çözümü getirmiyor ve kriz sonrasındaki vermiş oldukları hızlıca tepki ile notları kısa sürede ve fazla seviyede düşürüyor olmaları çıkmaza sokmaktadır. Bu yapmış oldukları sistemsizlik ile de birçok eleştiriye maruz kalmaktadırlar.

3.4.1. Enron Skandalı (2001)

1985 yılında ABD'nin Texas eyaletinin Houston şehrinde kurulan Enron Corporation şirketi, enerji, elektrik, gaz ve diğer enerji türevlerinin ticaretini yürüten bir şirkettir. ABD'de en büyük 7. Dünyanın da önde gelen büyük enerji şirketidir (Akçayır, 2013: 81). ABD haricinde; Brezilya, Bolivya, Arjantin, Venezuela, Kolombiya, Porto Riko ülkelerinde de gaz dağıtım faaliyetleri olan, aynı zamanda bir dönem Türkiye'de enerji santrali ortaklığında bulunmuş uluslararası bir firmadır.

Enron iflasının bayrağını çekmeden önce 21 bin kişinin istihdam edildiği şirketin cirosu 111 milyar dolara ulaşmıştı. Kendi pazar ve borsasını oluşturan şirket piyasada tek güç olarak yerini korumaktadır. Bu önemli oyun kurucu şirketin batışına giden yoldaki en önemli hataları, yasadışı olarak uygulanan bazı muhasebe kurallarıydı. Gizlenmeye çalışılan hatalar şirketin hisse senedi fiyatları yükselmesine sebep oldu. Bu büyük fiyat düşüşü sonucunda yatırımcılar büyük zarara uğradı. Enron Skandalı olarak bildiğimiz iflas ile sonuçlanan olayların temeli, şirketin olduğundan daha karlı gösterilmesi için muhasebe kayıtlarında yapılan hilelerdir (Fikriyat, 2018).

2001 yılına kadar şirket son derece güvenilen, kredi derecelendirme kuruluşlarının sağlam ve itibarlı gördükleri bir şirketti. İflas etmeden önce yatırımcıların en gözde ve riskin olmadığı şirket görünümünde iken, iflas etikten sonra ise en fazla riske sahip şirketler kategorisinde değerlendirilmiştir. S&P, Fitch, Moody's tarafından iflas etmesine birkaç gün kalana kadar yatırım yapılabilir seviyesinde tutulan, iflas etmesinin ardından derecelendirme kuruluşları notunu yatırım yapılamaz seviyeye indirmiştir. 2001 yılındaki bu iflas ABD tarihindeki en büyük iflas olarak kayıtlara geçmiştir. ABD ve Dünya çapında büyük ses getiren bu olay akabinde büyük tartışmalara ve eleştirilere neden olmuştur. Bu şirketin batışı kredi derecelendirme kuruluşları üstündeki güveni azaltmış ve notları ülkelere ve şirketler

göre verdiklerini, haklı derecelendirmeler ve gözlemler yapmadıklarını ortaya koymuştur. Ardından yaşanacak olan birçok iflasında ilk halkası olarak kayıtlara geçmiştir.

Enron skandalı kredi derecelendirme kuruluşlarına olan güvenin sarsılmasında büyük bir neden olmuştur. 2001 yılında Moody's tarafından yatırım yapılabilir seviyesinde not alan şirket aynı yıl içerisinde iki ay süre sonrasında aynı derecelendirme kuruluşundan B2" Junk Bond, yani batmış hisse anlamına gelen nota indirilmiştir (Akçayır, 2013: 82). Fakat kredi derecelendirme kuruluşları önem verilen bir kuruluş olarak hassas davranmalı notu zamanında ve doğru şekilde yapmış olması gerekmektedir. İflas bayrağını çekmiş ve batan bir kurumun son dakika notunu düşürmesi soru işaretlerini arttırmakta ve kredi derecelendirme kuruluşlarına olan güveni tam anlamıyla yok olmaktadır. Bu durum karşısında akla iki cevap gelmektedir kredi derecelendirme kuruluşları kendilerine verilen mali tabloları dikkatle incelemeyen ve gerekli araştırmayı yapmamakta ya da içinde olduğu durum karşısında kendi çıkarları doğrultusunda bu duruma göz yummaktadır.

3.4.2. Parmalat Skandalı (2003)

Amerika'da gerçekleşmiş olan skandalın Avrupa temalı olan parmalat skandalı 2003 yılında İtalya'da gerçekleşmiştir. Muhasebe oyunlarından ve finansal kontrolsüzlük ve usulsüzlüklerden meydana gelen olay Parmalat şirketini Enron' da olduğu gibi iflasla karşı karşıya getirmiştir.

Parmalat şirketi: Calisto Tanzi isimli kişi tarafından 1961 yılında gıda sektöründe kurulan bir aile şirkettir. Parmalat, hızla büyümüş, bugünün rakamları ile 7,6 milyar Euro'luk yıllık cirosu ile İtalya'nın en büyük gruplarından biri haline gelmiştir (Akçayır, 2013: 83). Hesap kayıtlarında var olan belirsiz durumlar dışarıdan göz ardı edilmiş ve her daim kar etme düşüncesi ile bu şirkete bankalar tarafından muamele gösterilmiştir. Kredi derecelendirme kuruluşları gene göz önünde eleştirilere neden olacak durumun içinde olmuştur. Çünkü Standard and Poor's şirketi Parmalat Şirketine iflas meydana çıkana kadar yatırım yapılabilir seviyesindeki notlardan BBB- seviyesinde notlar vermiştir. KDK 'ların güveninin ve işlerini iyi yapmadıklarını gösteren bir olay daha taraflı olarak davranan ve çıkar üzerine kurulmuş kuruluşları gözler önüne sermiştir.

3.4.3. Worldcom Skandalı (2002)

Amerika Birleşik Devletleri içerisinde telekomünikasyon sektöründe önde gelen Worldcom şirketi ABD 'de yaşanan ikinci Enron vakası olarak meydana gelmiştir. Karını olmadığı halde sadece yazılı bir şekilde 3,8 milyar dolar olarak şişirilmiş bir rakamla gerçek olmayan şekilde ortaya koymuştur. 2002 yılında WorldCom, son 15 ayın kâr rakamlarının tekrardan hesaplanacağını ve bunlarında piyasa ile paylaşılacağını duyurmuştur. Şirkete ait 2001 verilerine göre 1.4 milyar dolar kâr ettiği yolunda daha önce yapılan açıklamanın gerçeği yansıtmadığı, 2001 yılında ve 2002 yılının ilk üç aylık döneminde (25 Mart 2002) toplam 3.8 milyar dolarlık şirket giderinin "yanlışlıkla" sermaye yatırımı olarak gösterildiğini bildirmiştir (Tekin, 2016: 196). Karını fazla bir şekilde asılsızca göstermesi şirketin hisse senetlerinde değer kaybına yol açmıştır. Şirket asılsız olarak gösterilen bu bilanço rakamlarını kabul etmiş, itirazda bulunmamıştır. 107 milyar dolar ile Enron Krizini iki katı fazla bir açık şeklinde iflasını duyurmuş ve dünya tarihine geçmiştir.

Skandalların göbeğinde gene kredi derecelendirme kuruluşları yer almaktadır. İflastan sonra yatırım yapılamaz, batmış durumda gösteren kredi derecelendirme kuruluşları diğer olaylarda olduğu gibi iflas öncesi bu durumu öngörmemiş iflas sonrasında bu durumu değerlendirmiştir. İnsanlarla aynı zamanlarda yapılan usulsüzlüklerin farkına varan kredi derecelendirme kuruluşları için işlerini yapmadıklarını ortaya koyan sebeplerden biridir. Dünya çapında tepkilere neden olan skandallar dizisinde yerini alan Worldcom Skandalı bir kez daha KDK'ların üstlendiği sorumlulukları gözden geçirmeleri gerektiğini ortaya koyan olay olarak tarihe geçmiştir.

3.4.4. Lehman Brothers Skandalı (2008)

Lehman Brothers'ın soy durumuna bakıldığında ABD'ye giden Alman göçmeni Henry Lehman'a kadar uzanıyor. Henry Lehman, 1844'te Alabama'da sahip olduğu küçük işletmesine 1850 yılında kardeşleri Emanuel ve Mayer'i de yanına alarak 1850 yılında Lehman Brothers'ı kurmuştur. 25.000 personeli ile Amerika Birleşik Devletleri'nin en büyük 4. Yatırım bankasıdır. Yatırım Bankacılığı, Özel Bankacılık, Finansal Araştırma, Hazine İşlemleri gibi konularda faaliyet gösteren Lehman Brothers, 150 yılı aşkın tecrübesi içinde 19. Yüzyılda yaşanan büyük demiryolu iflaslarını, 1930'ların Büyük Buhranını, iki Dünya Savaşını, 1994 ve 1998'teki finansal krizleri görmüş ve hepsinin de üstesinden gelebilmişti. Ancak 2007 yılında Amerika'daki konut piyasasının meydana gelen çöküş

durumu ve Mortgage Kredilerinin geri ödenmesinde yaşanan aksaklıklar ile başlayan kriz Lehman Brothers'ın da sonu oldu.

2008 yılındaki Mortgage piyasasındaki durumlardan etkilenen Lehman Brothers hisselerinde değer kayıplarına sebep oldu. Lehman Brothers'ın satılmasına dair görüşmeler duyulsa da daha önce bazı Mortgage firmalarını kurtaran hükümet bu sefer geri planda kalmayı uygun gördü. Özel bankalarda devletin geri durduğu bu durumda yükümlülük altına girmediler. Şirket küçülmeye, elemanlarını işten çıkarmaya başladı alınan tedbirlerde çözüm getirmeyince batması imkânsız gözüyle bakılan banka batmıştı. Amerika'da 2007 yılının son zamanlarında başlayan finanstan kaynaklı kriz, Eylül 2008'de tarihte en büyük iflas olan Lehman Brothers Holding A.Ş. iflasına yol açtı (Öz, 2009: 5). 2008 tarihinde 613 Milyar Dolar borcu ile ABD tarihinin en büyük iflasına tanık olduk (Akçayır, 2013: 85).

Dünyanın bugüne kadar ki en büyük iflası ve 1929'daki Büyük Buhrandan sonraki en büyük ekonomik krizi olan Lehman Brothers'ın iflasını o dönemki ABD Merkez Bankası Başkanı Alan Greenspan “Yüzyılın Krizi” olarak adlandırdı. Bu olaydan birkaç gün öncesine kadar kredi derecelendirme kuruluşları AAA seviyesindeki en yüksek notunu vermeleri ardından yaşanan bu iflas KDK kuruluşlarına olan güvenin bir kere daha yok olmasına neden olan bir olay olarak tarihe geçmiştir. Enron iflasında olduğu gibi kredi derecelendirme kuruluşları başka sebepler ve suçlayacak başka sorumlular arasa da küresel çapta adı duyulmuş, Son derece güven duyulan ve bu algıyı verdiği not ile destekleyen kurum olan KDK'ların gerekli bilgiyi anında ve doğru olarak ortaya koymadığının göstergesidir.

Bir taraftan da yapılan durumlarda küresel olarak daha da derinleştirmeye neden olur iken büyük bankalardan olan bu yapıyı göz ardı edebilecek ya da doğru derecelendirme yapamayacak kadar küresel sıkıntılara sebep olmaktadır.

3.4.5. Türkiye’de Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Yaşattığı Skandallar

KDK faaliyetlerine ait düzenlenen mevzuat göre ülkeler ve şirketler adına yaptıkları raporları kamuoyu ile paylaşmak ve bildirmek yükümlülükleri bulunmaktadır. Zaman içinde taraflardan birisi itirazda bulunur ise tekrardan inceleme yapılması gerekmektedir. Buna rağmen S&P 1 Mayıs 2012 tarihinde Türkiye’ye ait notun görünümünde kurum ve yetkili kişilere bilgi verilmeden değişiklik yapmışlardır. Görünümü pozitif olan Türkiye notunu

durağana çekmiştir. Ülkedeki var olan ekonomi bürokrasisi yapısında yer alan kişilerde bu raporu kamuoyu ile aynı anda haberdar olmuşlardır.

Raporda var olan bilgilerde yanlışlık, eksiklik olması ve hiçbir veri talebinde bulunmaması Türkiye'deki Hazine ve Merkez Bankası ve BDDK bürokratlarının dile getirdiği bir durum olmuştur. Ama buna rağmen S&P yapılan hatanın analistin yeni olması olarak değerlendirmesi ve özür dileyerek konuyu kapatması haksız bir durum olarak değerlendirilir. Verilen notların ülkelerin kaderini değiştirdiği düşünüldüğünde yapılan hatanın da savunularak verilen demeçteki özürüm anlam taşımadığı ortadadır.

Ülke notlarının bir ülkede etkileri hakkında bir sürü farklı negatif ve pozitif yaratacağı etkilerden bahsedildiği düşünüldüğünde kredi derecelendirme kuruluşlarının ne kadar önemli olduğunu defalarca söyledik. Not artışı yaşanacak şeklinde ki açıklamaların sinyallerinin verilmiş olması bile sermaye hareketliliğine canlılık ve tempo getireceği bilinmektedir.

KDK notlarının verilmesi ve açıklanmasından önce piyasada bulunan piyasa yararlanıcıları ile bu verilerin öncesinden onlar ile paylaşılmaktadır şeklinde bilgiler olsa da kesin deliller bulunmamaktadır. Bilgilerin haksız şekilde öncesinde verilmesi haksız kazançlara sebep olmaktadır. Bunlara dair şüpheler fazlaca olsa da ispat bulunmamaktadır.

Moody's 2010 yılında takvimler 5 Ekim'i gösterdiğinde Türkiye notunu Ba2 görünümünün pozitif olacağı şeklinde bilgisinden önce İMKB yukarıya doğru ivme kazanmış, düşünölmeye değer bir gösterge olarak öne sürölmüştür. Dünya da var olan küresel kriz etkisi birden fazla ölkede not düşürölmesine sebep olurken bu şekilde yukarı yönlü gidiş önemli bir adımdır. Yatırımcıların fazlaca dikkatini çeken not görünümü tablosu etkilerini hemen ortaya koymuştur.

1 Ekim 2010 tarihinde İMKB 100 endeksi 64 seviyesinden 66 seviyesine kadar artmıştır. Moody's bu bilgilerin şirket çalışanının sızdırmış olduğunu söylediği açıklamaları olsa da şirket çalışanının banka ile yaptığı görüşmelerin kayıtları incelendiğinde Hazine Müsteşarlığına ulaşan kayıtlardan sonra gerçek skandal gün yüzüne kavuşmuştur. Moody's Hazine tarafından Ankara'ya çağırılmış skandal hakkında açıklama yapması istenmiştir. Daha sonrasında bilgiyi sızdırdığı söylenen kişinin işten atılması ile durum kapatılmıştır.

Fitch ise 3 Aralık 2009 tarihinde uluslararası derecelendirme notunu birden 2 puan arttırarak BB- den BB+ ya arttırmıştır. Lakin bir önceki gün IMKB tarafından notun artacağı konusunda söylemler ortalıkta dolaşmaktaydı. Ertesi gün notun arttırılması, bir gün öncesinden biliniyor olduğunu düşündüren yabancı yatırımcının alım yaptığına ortaya çıkması bu yüzden de IMKB artış yaşandığının görülmesi, önceden öğrenildiği bilgisini güçlendirecek sebep olarak bilinmektedir (Akçayır, 2013: 89).

3.4.6. Meksika Krizi

Meksika'nın kullandığı para birimi pesoda üzerinden başlayan çöküş 1994 tarihinde Meksika pesoyu %15 devalüe etmesine rağmen beklenenden çok daha hızlı bir şekilde değer kaybetmeye başlamıştır. Bir gün sonra pesonun değer kaybı %39'a yükseldi (Tekin, 2016: 192). Hiç bir ülke, kendi para biriminin diğer para birimleri karşısında değer kaybetmesini istemez. Fakat bazı durumlar devalüasyon yapılmasını, ekonomik toparlanma açısından zorunlu hale getirebilir.

Devalüasyonun en önemli uygulanma sebebi, ekonominin dış ticaret dengesinin açık veriyor oluşudur. Hükümet 22 Aralık'a gelindiğinde Pesoda için dalgalanmaya bırakma kararı almasının ardından kredi derecelendirme kuruluşlarından S&P kredi notunu 23 Aralık 1994'de BB+ şeklinde açıklamıştır. Faiz oranlarından buna bağlı olarak yaşanan yükselme bankaların düzensizleşme yaşamasına sebep olmuştur. Döviz rezervlerinde yaşanan azalmanın ardından S&P notunu 10 Şubat 1995 yılında BB'ye düşürmüştür. 23 Mart 1995 yılında da görünümünü negatif olarak revize etmiştir. Bu şekilde negatif beklentiyi gören uluslararası yatırımcı fonlarını ülke dışına kaçırmış peso krizi kaçınılmaz olmuş ve gerçekleşmiştir.

3.4.7. Kanada Krizi

1995 yılında Moody's Kanada'yı mali konularda takip altına aldığını ve notunu düşürebileceğini kamuoyuna bildirmiştir. Bu açıklama ile Kanada doları Amerikan doları karşısında değer yitirmiştir. Elinde Kanada tahvili olan yatırımcı bu tahvilleri satışa çıkarmıştır. Tahvil faizindeki yükselme Hükümetin 300 milyar dolar zarar etmesine neden olmuştur (Çevik, 2016: 192). Birçok eleştiri alan Moody's geri adım atmamış ve Kanada tahvillerindeki notu AAA seviyesinden AA- indirmiştir. Kanada'nın eski seviyesini geri kazanması yıllarını almıştır. 2002 yılına gelindiğinde ancak AAA seviyesine dönebilmiştir. ABD'li gazeteci Thomas Friedman 13 Şubat 1996'da The New York Times'da kaleme

aldığı bir köşe yazısında Moody's Derecelendirme Kuruluşundan şu şekilde bahsetmiştir. “...Bence, dünyada iki büyük süper güç vardır: Birisi Amerika Birleşik Devletleridir, diğeri “Moody's Bond Rating Service”dir. ABD bomba atarak sizi mahvedebilir, Moody's ise, tahvillerinizin derecelerini düşürerek sizi mahvedebilir. İnanın, hangisinin daha güçlü olabileceği net değildir” (White, 2010’dan Aktaran Çevik, 2016: 193).

3.4.8. Asya Krizi

KDK yatırımcılar için güven sağlayan ve yatırımlara yön veren bu şekilde ülkelerinde gelecekteki kaderlerini belirleyen önemli yapılardır. Önemli yere sahip olan kuruluşlar bu güveni 1997-1998 yıllarına gelindiğinde kaybetmeye başlamıştır. 1997 yılında Asya Krizi başlamadan finansal yapılarda birtakım eksiklikler göze çarpmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşları bu durumu önceden değil de ya kriz başladıktan sonra ya da krizin ardından notlara yansıtarak doğru zamanda doğru yönlendirme yapamadıkları gibi var olan durumu da zora sokmaktadırlar. Asya Krizi; Tayland para birimi Baht ‘ın değerinin azalması ile başlamıştır. Asya ülkelerinin çoğu Japonya zarar görmüştür.

Baht para biriminde yaşanan çöküşe rağmen Moody's ve S&P Thai Hükümet’ine ait tahvillere bunu yansıtmamıştır. Kredi derecelendirme notunu ‘A ‘ seviyesinde yüksek bir değer olan ‘yatırım yapılabilir’ seviyesinde vermiştir. 11 Aralık 1997 tarihinde S&P bu notu hızlıca düşürerek, ‘BBB-’ seviyesine indirmiştir. Yaşanan bu durum sonrasında yatırımcı tedirgin olmuş ve düşüncesizce panik ortamı yaşanmıştır. Mali kriz uluslararası derecelendirme kuruluşlarının kötü yönlendirme yapması ile Asya ‘da meydana gelen mali krize sebep olmuştur.

Tablo 3.4. Finansal Krizden Etkilenen Asya Ülkelerine S&P Tarafından Verilen Kredi Derecelendirme Notları (1997’den 1998’e)

Ülke	1 Temmuz 1997	30 Kasım 1998
Endonezya	BBB	CCC+
Güney Kore	AA-	BB+
Malezya	A+	BBB-
Tayland	A	BBB-

Kaynak: Çevik, 2016 revize edilerek uyarlanmıştır.

Temmuz ayında verilen notların Kasım ayına gelindiğinde aradaki derece notunun çok farklı ve ani düşüş olduğu tablo 3.4. verileri ile görülmektedir. Bu değişiklik kredi derecelendirme kuruluşlarının notlarının en fazla fark olan değişimdir. Buna göre kriz sırasında Endonezya ve Kore’nin notu sekiz basamak düşerken Malezya beş basamak,

Tayland'ın ise dört basamak aşağı düşmüştür. Böylelikle S&P Endonezya ve Kore'yi spekülatif olarak değerlendirirken Malezya ve Tayland'a yatırım olasılığı en düşük seviyelerde not vermiştir (Kraussl, 2003: 27) Birden fazla not değişimi fazlaca tepki alan kuruluşlara bu durum karşısında olan güven iyice azalmış ve yapılan değerlendirmelerin düzensiz ve iyi araştırılmadan yapmadan, gelişigüzel olduğunun göstergesi olarak ortaya konmaktadır.

3.4.9. Rusya Krizi

1991 yılında Sovyetler Birliği'nin dağılmasının ardından 1997 yılında da yaşanan Asya krizi Rusya'ya etkisi fazlaca olmuştur. 1998 yılında IMF Rusya'ya verdiği ödemeyi kesmiştir. Rusya parası rublenin bununla birlikte değer kaybetmesi, borsada aksaklıklar yaşanmasına neden olmuştur. Hükümet çözüm olarak para basmış ve enflasyona neden olmuştur. Aşağıda tablo 3.5 'de S&P'nin 9 Haziran 1998'de B+ olarak açıkladığı Rusya'nın kredi notunu 13 Ağustos 1998'de B negatife, 17 Ağustos 1998'de CCC'ye 16 Eylül 1998'de negatif CCC'ye düşürmüştür (Erkan ve Demircioğlu, 2010: 18 ve Çevik, 2016:194). Kredi Derecelendirme kuruluşlarının not indirimine gitmesi yatırımcıyı tedirgin ederek ülkeden kaçmasına neden olmaktadır. Bu durumda KDK tarafından yapılan değerlendirmeler krizleri daha da derinleştirerek, sıkıntıya sokmaktadır.

Tablo 3.5. Rusya Krizinden Önce ve Sonra S&P ve Fitch Kuruluşlarının Vermiş Olduğu Notlar

S&P		Fitch	
9 Haziran 1998	B+	30 Temmuz 1998	BB-
KRİZ			
13 Ağustos 1998	B-	17 Ağustos 1998	BB-
17 Ağustos 1998	CCC	27 Ağustos 1998	CCC
16 Eylül 1998	CCC-		

Kaynak: Erkan ve Demircioğlu, 2010:119

Tablo 3.5 'de Fitch ve S&P 'nin kriz öncesi ve kriz sonrasında notlarında yaşanan değişiklikleri anlatmak adına eklenmiştir. Fitch, 30 Temmuz 1998 tarihindeki notunu BB-seviyesinden, kriz sonrasında 17 Ağustos 1998 'de notunu BB görünümünü negatifte devam ettirmiş aynı ay içerisinde 27 Ağustos'a gelindiğinde notunu CCC olarak revize etmiştir. Kriz sonrasında mevcut durumu verdiği notlar ile daha da zorlayan bir duruma getirmiştir. KDK'lar Rusya gibi büyük bir ekonomiye aynı ay içerisinde birden fazla not düşürmeye

giderek doğru bir piyasa araştırması ve gelecek hakkında doğru bilgiler vermediğini kanıtlamıştır.



4. BÖLÜM

4. KREDİ NOTLARININ YATIRIMLARLA OLAN İLİŞKİSİ VE TÜRKİYE’NİN KREDİ NOTUNUN EKONOMİK GÖSTERGELER ÇERÇEVESİNDE YORUMLANMASI

Ekonominin var olmasında ve şekillenmesinde temel olan ihtiyaç yatırımlar ve yatırımcının ülke içerisine çekilebilmesidir. Yapılan yatırımların derecelerine göre ülke ekonomisi şekil kazanacaktır. Yatırımların belirlenmesi adına ülkeye verilen kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi notlarının etkisi azımsanmayacak kadar fazladır. Yapılan değerlendirmelerde birçok etkiyi göz önüne alıp değerlendiren kredi derecelendirme kuruluşları yatırımları ve yapılan yatırımlardaki miktarları da önemli bir etken olarak değerlendirmektedir. Bu değerlendirme ile gelecekte yapılacak olan yatırımlara da vermiş olacakları notlarla şekil vermektedir.

Ülke genelinde yatırımcıların ülke içine çekilebilmesinin en önemli özelliği ülkedeki riskin az olmasıdır. Risk ne kadar az ise yatırımcının kaybedebileceği durumlar az olduğu için yatırımcının dikkat ettiği durumların başında ekonomik güven ve sifıra yakın ve hatta sıfır risk o derece önemlidir. Ekonomik alandaki istikrarın yakalanması da yatırımcının yatırımlarını sürekli olarak devam ettirmesinden geçmektedir. Bu durumun oluşabilmesi içinde risk faktörünün tatmin edici seviyede olması gerekmektedir.

Diğer taraftan kredi derecelendirme notları yapılmış olan yatırımlarda hedeflere ulaşp ulaşmadığı ve vaat edilen hedeflerle uyumlu bir şekilde hareket edip etmediği ile değerlendirmeye alınmaktadır. Kısacası verilen notlar üzerinde yapılmış olan yatırımların doğru ve tam şekilde belirlenmiş olan hedeflere uygunluğu arasındaki bağlantı incelenerek verilmiş olur. Bu da gelecekteki planların buna bağlı olarak şekillenmesine etki eder.

Kredi derecelendirme ile ilişkisi olan yatırımlar; yerli, dolaylı yabancı (portföy) ve doğrudan yabancı yatırım başlıkları altında söylenebilir. Kredi derecelendirme kavramı her yatırım türünü farklı seviyede etkisi altında değerlendirir ve ilişkisini aynı oranda değerlendirmez.

Günümüzde çok uluslu şirketler tarafından yapılan yabancı sermaye yatırımlarının kökeni 16. yüzyıla kadar uzanmaktadır. Bu dönemde sermaye hareketleri daha çok doğal

kaynakların ve nüfusun yoğun olduğu bölgelerden daha az yoğun bölgelere akması şeklinde gerçekleşmiştir (Paslı, 2011: 28).

18. yüzyılın ikinci yarısından itibaren sanayi devrimini gerçekleştiren ülkelerin uluslararası ekonomik faaliyetlerde bulunması ve az gelişmiş ülkelerin dış kaynaklara yönelmesi, sermayenin küresel ölçekte hareketlenme sürecini başlatmıştır. 19. Yüzyılda çoğu ülke kamu açıklarını gidermek amacıyla dışa açılmış ve geniş çaplı ekonomiler oluşmuştur. Ülkeler arasında sermaye transferleri azalmaksızın hızlı bir şekilde devam etmiştir. Ancak 20. Yüzyıla gelindiğinde savaşlar ve ekonomik krizler sebebiyle ülke ekonomileri içe kapanmıştır (Caravcı, 2000: 3).

1990'lı yıllardan itibaren sermaye akımları küresel ölçekte hızla artmaya başlamıştır. Türkiye ise 1990'da yaşadığı ekonomik istikrarsızlıklar, politik nedenlerle artış yaşanan yüksek kamu açıkları, yüksek enflasyonun getirdiği belirsizlik ortamı gibi nedenlerle bu akımlardan istenilen seviyede faydalanamamıştır. İç piyasadaki faiz oranlarının yüksekliğine ek olarak KDK'lar tarafından verilen 'spekülatif değer' taşıyan notlar sebebiyle Türkiye, kamu açıklarını kapatmak ve yatırım yapmak için finansman bulmakta güçlük çekmiş ve yüksek faizle borçlanmak zorunda kalmıştır (Haspolat, 2015:121). Kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri puan bazlı notlar, fon hareketlerinin yönlendirilmesinde etkili olması ve piyasayı etkilemesinin yanı sıra doğrudan yabancı sermayenin ülke hakkındaki değerlendirmelerini etkilemektedir (Çalışkan, 2002: 63).

Kredi derecelendirme kuruluşları yabancı piyasalardan fon alabilmek ve yabancı piyasalarda yatırım yapmak isteyen sermaye sahiplerinin anapara ve faiz ödemelerinde var olan riski araştırır ve sermayenin yönünü belirleyici nitelik gösterir (Hasbi, 2012: 6).

4.1. Kredi Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Verilen Notların Yerli Yatırıma Etkisi

Yatırım kavram olarak genel ve ekonomik anlamda kullanılmaktadır. Genel anlamda yatırım; Ekonomik parametrelerin kar amacı doğrultusunda herhangi bir yöne yönlendirilmesi ve bu amaç doğrultusunda kullanılmak suretiyle değerlendirilmesi olarak "yatırım" kavramını tanımlayabiliriz. Yatırım; gelecekte elde edilebilecek karın devamlılığını sağlamak amacıyla sermayenin yönlendirilmesi ve belirli bir alanda kullanılmasıdır (Dağ ve Çelik, 2018: 865). İktisadi anlamda tanımı: Elde bulunan meblağın üretim vasıtası adına harcanmasıdır. Millet ekonomisinin reel üretim vasıtaları mevcuduna

(teçhizat ve stoklara) bir dönem zarfında yapılmış ilaveler şeklinde de tanımlayabiliriz (Ülgener, 1991: 195).Ekonomide belli bir dönemde mevcut sermaye malları ve teçhizatına yapılan net ilavelerdir (Dinler, 1998: 309). Ekonomi de oluşan piyasa şekline yön verecek ve canlılık ortamı oluşturacak en büyük etkidir.

Ekonomide oluşan canlılık ortamı yerli yatırımların fazla olmasından kaynaklanan bir durumdur. Ülke ekonomisinin gelişimine katkısının fazla olduğu yatırımlar kredi derecelendirme kuruluşlarının faydalanılarak olumlu görüşlerini etkileyen piyasa düzeninde önemli yer arz etmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin kalkınma sürecindeki en önemli iktisadi sorunlarından birisi yeterli sermaye birikiminin olmamasıdır. Sermaye stokuna ilave anlamına gelen yatırımlar, ekonominin hem talep yönünü hem de arz yönünü etkilemektedir. Gelecekte yapılması planlanan yatırımları bir kısmı yerli sermayeyle yani yerli yatırımlarla diğer kısmı da yabancı ülkelerin yaptıkları yatırımlar ile olmaktadır. Buna da doğrudan yabancı sermaye yatırımları denmektedir (Düzgün, 2008: 189).

Yatırımcıların alacakları kararlarda kredi derecelendirme kuruluşlarının vermiş olduğu notlar önemlidir. Yerli yatırımcının ve kredi derecelendirme kuruluşlarının yatırımları teşvik etmek adına verdikleri notlarda hem kuruluşlar adına hem de yerli yatırımcı adına önemli olan bir kavramda risktir. Risk yönetiminin tek odaklı değil çok odaklı bir şekilde düzenlenmiş olması da dikkat edilmesi gereken durumdur (Bostancı, 2012: 91).

Yatırımları kararları sürecinde göze çarpan ve dikkat edilmesi gereken bir takım riskler vardır. Bu risklerin kapsamı oldukça geniş yer tutmaktadır. Yerli yatırımların yapılmasında göz önünde bulundurulması gereken riskler şu şekildedir (Adalı, 2011: 64):

- ❖ Satın alabilme gücünden kaynaklanan (enflasyon)riski
- ❖ Faiz oranlarından kaynaklı meydana gelen riskler,
- ❖ Piyasadaki değişimlerden kaynaklanan piyasa riski,
- ❖ İşletmelerin faaliyet karındaki dalgalanmalardan kaynaklı işletme riski ,
- ❖ Likidite riskleri,
- ❖ Geri ödeyememe riskleri şeklindedir.

Bu risklerin günümüz şartlarında meydana gelmesi olağan bir durumdur. Küresel dünyada var olan teknoloji ile risklerin boyutları çeşitleri ve etkileme hızları değişebilmektedir. Yatırımcıların yatırım kararından sonra karşılaçacakları riskler ile elde edecekleri getiri ve yatırım yaptıkları paraları geri alabilme konusunda net bir sonuç söylenemez. Kredi derecelendirme kuruluşlarının vermiş oldukları notlar da gelecek ve beklentiler, riskler hakkında fikir vermektedir. Yabancı yatırımlarda daha büyük etkiye sahip olsa bile yerli yatırımcı da bu notlardan etkilenmektedir.

Yurt içi yatırımları etkileyen değişkenlerden başlıcaları; reel faiz, büyüme, makroekonomik istikrar, kamu yatırımlarıdır (Düzgün, 2008: 190). Yerli yatırımların ilişki içerisinde olduğu ve etkilendiğı bir diğer kavram ise tasarruf kavramıdır. İki değişken arasında uzun dönemde güçlü bir etkinin var olduğu ve tasarrufları harekete geçiren iktisat politikaları uygulandığında yatırımların artacağı düşünülmektedir. Ekonomik büyümeyi de tetikleyeceği söylenilebilir. Bu durumu sermaye hareketliliğı güçlü ise tasarruf ve yatırımların bağlantısı zayıf olacaktır. Sermaye hareketliliğinin olmadığı ya da zayıf olduğu durumda tasarruflar yurt içinde değerlendirilmesi zorunlu olacak ve tasarruflar ile yatırımlar arasında güçlü bir bağ olacaktır (Bolatoğlu, 2005: 19).

4.2. Kredi Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Verilen Notların Dolaylı Yabancı (Portföy) Yatırımlara Etkisi

Dolaylı yabancı sermaye yatırımları portföy yatırımı olarak da adlandırılır. Portföy yatırımı olarak gelen yabancı sermayenin diğer adı da sıcak paradır (Yazıcıoğlu, 2004: 1). Kısa vadeli yatırım çeşididir. Sebep olarak kısa zamanda kar elde etme isteğini ve risklerden kaçınmak olduğunu söyleyebiliriz. Bankalar ve yatırımcılar tarafından farklı sebeplerden dolayı kontrol edebilmenin zor olduğu düşüncesiyle kısa vadeli kazanç sağlamak isteyen yatırımcıların tercih ettiğı yatırımdır. Riskli zamanlarda, kriz anlarında bu tip yatırımlar ilk önce ülkeyi terk eden ve piyasada olan durumu daha da derinleştirme gibi etkisi olan bir yatırım çeşididir. Ülkelerde kalkınmanın temeli büyümedir. Büyüklüğün belirlenen noktalara ulaştığı ülkelerde kalkınmadan bahsedebiliriz. İstenilen büyüklüğe ulaşmanın yolu da istenilen yatırımlara ulaşmaktan geçmektedir.

Yabancı portföy yatırımları, yabancı sermaye sahiplerinin yatırımlarını ilgili ülkenin borsasına hisse senedi alarak girmesi ya da devletin veya özel sektörün ihraç ettiğı tahvil ya da bonoları satın alması şeklinde gerçekleşen yatırım türüne denir (Durmaz, 2012:

8).Uluslararası portföy yatırımları küreselleşmenin etkisiyle 1980’li yıllardan sonra IMF ve Dünya Bankası tarafından uygulanan politikalar ile destek görmüştür (Kedikli, 2015: 76). Günümüzde yaşanan krizlerde kısa vadeli sermaye akımları önemli yer teşkil eder. Kısa dönemli sermaye hareketleri, bir ülkeye girdiği kadar hızlı çıkan fonlar olarak bilinmektedir. Portföy yatırımcıları, yabancı doğrudan yatırımcıların tersine, mali sermaye karşılığı, sermayenin kendi ülkelerine dönüşü ve piyasalara kolay girişle çok daha fazla ilgiliyken, piyasanın büyümesi ve altyapıyı görmezden gelebilmektedirler (Yıldırım, 2010: 16).

Portföy yatırımları, çeşitli ülkelerde geçerli olan faiz oranı farklılıklarına ve döviz kurlarına karşı duyarlıdır. En önemli belirleyeni de bu tür makroekonomik göstergelerin yansıttığı risk unsuru oluşturmaktadır (Yıldırım, 2010: 15). Hızlı bir şekilde ülkeden ayrılma yoluna da bu duyarlılık sebebiyle gitmektedir. Dolaylı yatırımların tercih edilmesini sağlayan nedenler arasında faiz gelirleri ilk sıralarda yer almaktadır (Işık, 2011:129). Kredi derecelendirmelerinin dolaylı yatırımlarla olan ilişkisi faiz gelirleri açısından ortaya çıkmaktadır (Demir, 2014: 56). Yabancı portföy yatırımlarının büyük bir kısmını uluslararası piyasalarda faiz ve döviz kuru farklarından meydana gelen arbitraj gelirleri oluşturmaktadır (Durmaz A,2012:8). Yatırımcıların risk eğilimlerine göre menkul kıymet tercihi yapabilmelerini sağlar (Harmancı, 2013: 17).

Dolaylı yabancı sermaye yatırımları, ülkelerin borçlanma yoluna gitmeden ihtiyaç duyduğu fonları sağlamasına imkan tanımaktadır. Bu fonlar ucuz finansman kaynağı olup ödemeler dengesine olumlu katkı sağlamaktadır Ayrıca dolaylı sermayenin piyasalara akışı yatırımcıları cesaret verip menkul kıymet satın almasını olumlu yönde etkileyecek ve menkul kıymet getirilerini yükseltecektir.

Piyasada olumlu görünen dolaylı yabancı sermaye yatırımları ülkelerin yaşadığı istikrarsızlıklar ve ekonomik sıkıntılarda yatırımcıların sahip olduğu menkul kıymetleri hızla satmasına ve elde ettikleri getiriye ülkelere transfer etmesine sebep olmaktadır (Paslı, 2011: 53). Sermayenin hızlı şekilde kaçması ülkeyi darboğaza sokmaktadır. Yaşanan Asya, Latin Amerika ve Rusya Krizleri buna örnek olarak verilebilir. Ülkelerde yabancı sermayeler KDK’ların kullandıkları düşük dereceli notlar ile sermayenin kaçmasına zemin hazırlar ve ülkeyi bu darboğazını derinleştirir (Kedikli, 2015: 77).

Son dönemlerde gelişmekte olan ülkelere yapılan yatırımlar arasında doğrudan yatırımlar kadar olmasa bile önemli bir yeter tutan dolaylı yabancı sermaye yatırımları 2005

yılında yaklaşık 154 milyar dolar seviyelerindeyken, 2008 krizinden bir yıl önce 394 milyar dolar seviyelerine kadar yükselmiştir (Durmaz, 2012: 9). ABD, 15 Trilyon Doları aşan yatırım fonu büyüklüğüyle dünya sıralamasında ilk sırada yer almaktadır. Bu tutar dünya genelindeki toplam yatırım fonu büyüklüğünün yarısını oluşturmaktadır. Türkiye’de yatırım fonlarının büyüklüğü dolar bazında 15 Milyar Dolar seviyesinde gerçekleşmiştir. Yatırım fonları arasındaki hisse senedinin en ağırlıkta olduğu ülke %82’lik oranla Japonya’dır. ABD’de ise bu oran %50 civarındadır. Dünya genelindeki fonlarda hisse senedinin oranı %44 seviyesindedir. Ancak Türkiye’de sadece %4 seviyesinde kalmıştır (Fıkırkoca vd, 2015: 17-18).

Tablo 4.1. Türkiye’de Yabancı Portföy Yatırımları ve Kredi Notları (2005-2014)

Yıl	Portföy Yatırımları (Yükümlülükler)*	Değişim (%)	S&P	Fitch	Moody’s
2005	72,606	--	BB- (0)	Ba3 (0)	BB- (+)
2006	84,410	16,25	BB- (0)	Ba3 (0)	BB- (0)
2007	120,629	42,90	BB (0)	Ba3 (0)	BB- (0)
2008	68,726	-43,02	BB- (-)	Ba3 (0)	BB- (0)
2009	91,018	32,43	BB- (0)	Ba3 (+)	BB+ (0)
2010	118,195	29,85	BB (+)	Ba2 (+)	BB+ (+)
2011	109,539	-7,32	BB (+)	Ba2 (+)	BB+ (0)
2012	179,452	63,82	BB (0)	Ba1 (+)	BBB-(0)
2013	168,456	-6,12	BB+ (0)	Baa3 (0)	BBB- (0)
2014	192,479	14,26	BB+ (-)	Baa3 (-)	BBB- (0)
*Milyon Dolar					

Kaynak: Akçayır ve Yıldız, TCMB, S&P, Moody’s, Fitch

Portföy yatırımları tablo 4.1. ‘den anlaşılacağı üzere 2011 yılına kadar S&P kuruluşundan verilen notlarla aynı doğrultuda gitmekteydi. 2011 Avrupa Borç Krizinin etkisiyle kredi notu Türkiye’de aynı verilmiş olsa dahi dışarıda yaşanan kriz etkisini göstermiş ve portföy yatırımlarında %7,3 seviyesinde azalmıştır. S&P notunu 2012 yılında BB(0)’a çekmiş olsa da portföy yatırımlarında %63,8 artış yaşanmıştır. Artış yaşanmasındaki sebep ise, Fitch derecelendirme kuruluşunun Türkiye için vermiş olduğu ‘yatırım yapılabilir seviye’ BBB(-) (0) şeklinde verilmiş olmasıdır. Önem arz eden bir noktayı kıran ve geçen Türkiye’nin yatırım çekmesi kolay bir hale gelmiştir. Ancak KDK piyasasında çok önemli bir itibara sahip S&P’nin verdiği “spekülatif seviye” not yüzünden birçok fonun Türkiye’ye gelmesi hala kısıtlanmakta ve yatırımcıların karar verirken Türkiye yerine alternatif ülkelere yönelmelerine sebep olmaktadır (Kedikli, 2015: 79).

4.3. Kredi Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Verilen Notların Uluslararası Doğrudan Yatırımlara Etkisi

Doğrudan yabancı yatırım kavramı: Bir ülkede bir firmayı satın almak veya yeni kurulan bir firma için kuruluş sermayesini sağlamak veya mevcut bir firmanın sermayesini artırmak yoluyla o ülkede bulunan firmalar tarafından diğer bir ülkede bulunan firmalara yapılan ve kendisiyle birlikte teknoloji, işletmecilik bilgisi ve yatırımcısının kontrol yetkisini de beraberinde getiren yatırımlardır (Ayaydın, 2008: 3). Doğrudan yabancı yatırımlar (DYY) literatürde özel sermaye yatırımları olarak da adlandırılır.

Yabancı finansmana veya daha genel anlamda kaynağa ihtiyaç duyan ekonomiler için kredi derecelendirme notu yalnızca finansal piyasalar için belirleyici değildir diğer finansal piyasalar içinde önemlidir. Ancak finansal piyasalarda belirleyici olmasının nedeni finans piyasalarının hareketliliğinin yüksek seviyede olmasından dolayı, bir ülkeye giriş ve çıkışının fazla ve hızlı bir biçimde etkilenebiliyor olmasındandır. Daha uzun dönemli ve hareketliliği yüksek olmayan doğrudan yabancı sermaye yatırımları verilen kredi notlarından etkilenir (Kargı, 2014: 355).

KDK'lar aracılığıyla verilen kredi notları gelişmekte olan ülkelerdeki büyüme ve kalkınma hızını arttırmak için önem arz etmektedir. 'Yatırım Yapılabilir' seviyesinde verilen notlar, ülkedeki yatırımların finanse edilmesi uzun vadeli ve ucuz finansmanın bulunmasına katkı sağlarken uluslararası ekonomi ve prestij dünyasında ülke adına saygınlık kazandırır. Doğrudan yabancı yatırımları da (DYY) olumlu etkilemektedir (Haspolat, 2015: 134).

DYY kurulu ülke sınırlarından çıkarak ana merkez dışındaki ülkelerde üretim tesisi kurulması ve var olan üretim tesisinin satın alınması şeklinde işlevini gerçekleştirir. DYY kavramında önemli bir husus da kısmen ya da tamamen şirket mülkiyetinin olması ve yönetiminin denetime tabi olmasıdır. Yönetimde etkin olmak ya da denetime tabi olmak şirketin mülkiyetinde var olan hisse oranlarıyla belirlenmektedir (Nur ve Dilber, 2017: 18).

Türkiye Hazine Müsteşarlığı tarafından 2005 yılındaki yayınlanmış Yabancı Sermaye Raporu'nda 17 Haziran 2003 tarihinde yürürlüğe giren 4875 sayılı "Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu" belirlenmiş olan tanımlamalar tekrar düzenlenmiştir. Türkiye, 4875 sayılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanununa göre yabancı ülkelerin vatandaşlığına sahip olan kişiler ile yurt dışında ikamet eden Türk vatandaşlarının yanı sıra, yabancı

Ülkelerin kanunlarına göre kurulmuş olan tüzel kişileri ve uluslararası kuruluşları yabancı yatırımcı olarak tanımlamaktadır (Aydemir vd, 2012: 72). Doğrudan yabancı yatırım, yabancı yatırımcının getirdiği şu başlıklar altında toplanmaktadır (Ayaydın, 2008:4).

- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nca alım satımı yapılan konvertibl para şeklinde nakit sermaye,
- şirket menkul kıymetleri (devlet tahvilleri hariç),
- Makine ve teçhizat,
- Sınaî ve fikri mülkiyet hakları,
- Yurt içinden sağlanan; yeniden yatırımlarda kullanılan kar, hâsılat, para alacağı veya mali değeri olan yatırımla ilgili diğer haklar,
- Doğal kaynakların aranması ve çıkarılmasına ilişkin haklar gibi iktisadi kıymetler aracılığıyla;

I. Yeni şirket kurmak veya şube açmak,

II. Menkul kıymet borsaları dışında hisse edinimi veya menkul kıymet borsalarından en az %10 hisse oranı ya da aynı oranda oy hakkı sağlayan edinimler yoluyla mevcut bir şirkete ortak olmak şeklinde tanımlanmıştır.

En genel şekilde doğrudan yabancı yatırım, bir şirkete ait yatırımı ülke sınırları dışına taşıyarak ana merkezin bulunduğu ülke dışına yaymak, sermayesinde artış yaratılması adına kendine bağlı şirket grupları oluşturarak Çok Uluslu şirketler aracılığı ile uluslararası sermaye akışı yaratmaktır (Seyidoğlu, 2001: 397).

4.3.1. Doğrudan Yabancı Yatırımın Türleri

Türlere ayrılan doğrudan yabancı yatırımlarda bu şekilde tür kavramını oluşturan çok uluslu şirketlerin yatırımlar konusunda ele aldıkları ayrı nedenler ve yatırımın yapılacağı koşulların farklılık içermesidir. ÇUş, doğrudan yabancı yatırımda dış piyasaya dahil olma koşullarına göre yatırım tercihini belirler. şu şekilde tanımlanabilir (Seyidoğlu, 2001: 403).

a) Yabancı yatırımcının ev sahibi ülkedeki yerli firma ya da devlet ile yeni bir tesis kurması veya tesisin paylaşılması şeklinde ortak girişim kurmak,

b) Bir şirketin diğer şirketi satın alması ya da aynı çatı altında şirket birleşmesi,

c) Ortak ile stratejik birlik kurarak ana şirket grupları arasında hisse senedi paylaşımı yapılması (Seyidoğlu, 2001: 405).

4.3.2. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Kredi Derecelendirme Kuruluşları

Yurtdışında yerleşik ekonomik birimlerin başka ülkelerde yaptığı sabit sermaye yatırımları, doğrudan yabancı sermaye yatırımdır. Dolaysız yabancı sermaye yatırımları gelişmekte olan ülkelerde istikrarlı bir büyüme için gerekli unsurlardan bir tanesidir (Yazıcıoğlu, 2004: 2). Yabancı sermaye ülke içerisine yabancılar vasıtasıyla girişi sadece ülke için değil yatırımcı içinde olumlu yanları bulunmaktadır (Demir, 2014: 50). Doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile yurt içi yatırımları birbirlerini tamamlamaktadır (Düzgün, 2008: 190).

Dünya tarihinin ülkelerin dolaysız yabancı sermaye yatırımlarını tanınması İkinci Dünya Savaşı sonrası dönemde oldu (DPT, 200: 3). Doğrudan yabancı sermaye yatırımları ekonomik büyümeyi ve istihdamı olumlu şekilde etkilemektedir (Ekinci, 2011: 73). Üretim fonksiyonu olarak ekonomik büyüme iki şekilde kaynağı vardır. İlki üretim faktörleri çerçevesinde miktarında gerçekleşen artış ve verimliliğin artmasından kaynaklanan artıştır (Demir, 2007: 153). Miktarında yaşanan artış, nüfustan kaynaklanan artışa dayalı niteliksiz iş gücü artışı, yeni yatırımlar yapabilmek sermaye stokunda artış ve rezervlerin keşfedilmesi aracılığıyla hammadde ve doğal kaynak miktarının arttırılması ile gerçekleşmesi mümkün olacaktır. Üretim faktörlerinin verimliliği ise, teknolojik gelişmelerin takip edilmesi ve teknolojiye hızla yakalayabilme, işgücünün niteliksiz sınıftan kurtarılacak çeşitli eğitimlerle vasıflı işgücüne çevrilmesi şeklinde olmaktadır (Ayaydın, 2008: 6). Ülkelerin farklı oranda büyümeleri de bu iki kavrama dayanmaktadır. Bu iki kavramda karşılaşılan değişimler ve ülkeye sermayenin ve yatırımın çekilmesi ise ülkeye gelecek yatırımcının ülkede var olan sebepleri pozitif olarak görmesi ve önündeki verilerden gelecek hakkındaki kararları alırken pozitif kararlar ve kar odaklı kendi çıkarını sağlaması şeklinde düşünülebilir. Getireceği yatırımı karlı bir şekilde üstüne ekleyerek ya da hiçbir şekilde zarar etmeden çıkabileceğini düşündüğü piyasaya göre yönlendirecek ve yatırım kararı alacaktır.

Doğrudan yabancı yatırımlarda her açıdan ülke içerisinde istikrarın olması gereklidir. Ekonomik ve siyasi istikrarın varlığından söz edemediğimiz durumda yatırım

yapılması duracaktır. Kredi derecelendirme notlarına da etkisi olacak bu durum zincirleme etkisi ile ekonomiye zarar verecektir.

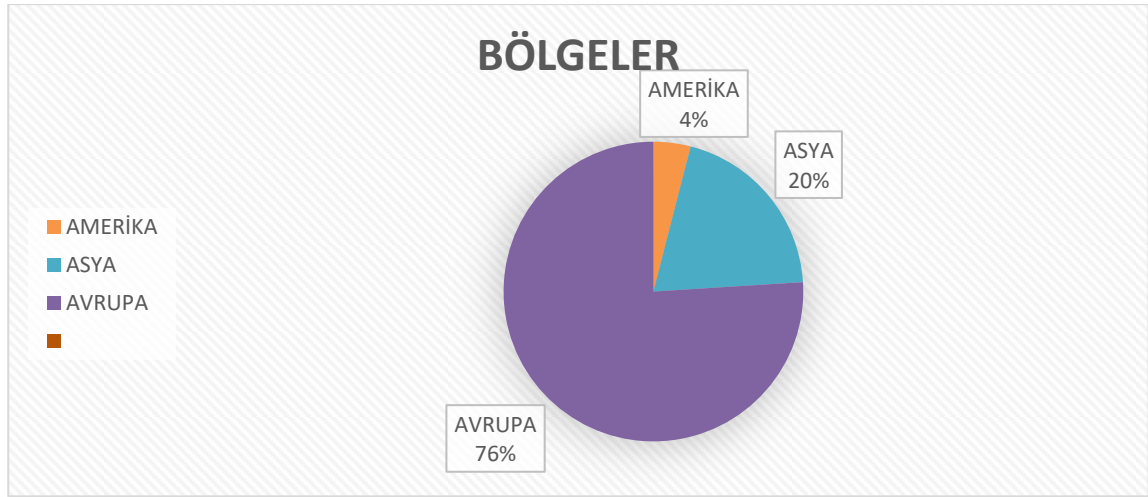
Tablo 4.2. Türkiye’ye UDY Girişleri ve Türkiye’nin Kredi Notları(2004-2014)

Yıllar	Dünya*	Türkiye**	S&P	MOODY’S	FİTCH
2004	1,494 (Ortalama)	2,8	BB- (0)	B1 (0)	B+ (+)
2005		10,0	BB- (0)	Ba3 (0)	BB- (+)
2006		20,2	BB- (0)	Ba3 (0)	BB- (0)
2007	1,911	22,0	BB (0)	Ba3 (0)	BB- (0)
2008	1,706	19,9	BB- (-)	Ba3 (0)	BB- (0)
2009	1,171	8,6	BB- (0)	Ba3 (+)	BB+ (0)
2010	1,346	9,1	BB (+)	Ba2 (+)	BB+ (+)
2011	1,612	16,1	BB (+)	Ba2 (+)	BB+ (0)
2012	1,324	13,3	BB (0)	Ba1 (+)	BBB-(0)
2013	1,363	12,4	BB+ (0)	Baa3 (0)	BBB-(0)
2014	1,260	12,1	BB+ (-)	Baa3(-)	BBB-(0)
* Trilyon Dolar					
** Milyar Dolar					

Kaynak: Akçayır ve Yıldız, YASED, S&P, Moody’s, Fitch

Tablo 4.2.’deki veriler incelendiğinde 2012 yılında Fitch ve 2013 yılında Moody’s Türkiye’ye “yatırım yapılabilir” seviyede bir derecelendirme notu vermiştir. Türkiye spekülasyon seviyedeysen bile son 10 yılda toplam 146,5 Milyar Dolar yatırımı ülkesine çekmeyi sağlamıştır (Kedikli, 2015: 82). Bunun sebebi KDK’ların sadece tek bir veri ile hareket etmemesi ve yatırımcılarında sadece KDK’ların vermiş olduğu notları dikkate almadığının göstergesidir. Dünya çapında UDY’ler, özellikle 2008 Krizi yaşanmasından sonra, önemli seviyede azalış göstermiş ve hala kriz öncesi seviyeden aşağıda sürmüştür.

2008 Krizinin yanı sıra Avrupa borç krizi de UDY’ler üzerinde etkisini fazlaca göstermiştir. Türkiye’de yaşanan azalış küresel dünyaya göre daha az etkilenmiştir. Bu durum pozitif gibi görünüyorsa da Türkiye adına verilen ‘yatırım yapılabilir’ seviyesindeki notlarla düşünüldüğünde yatırımın düşük düzeyde olduğunu görmekteyiz. 2014 yılında en fazla uluslararası doğrudan yatırım yapan ülkeler Hollanda, İngiltere, Rusya, Azerbaycan ve Almanya olmuştur (YASED, 2015: 4).



Kaynak: YASED

Grafik 4.1. 2014 Yılı UDY Girişlerinde Bölgesel Paylar

Yukarıda değinilen grafik 4.1.'e göre, Türkiye'ye gelen UDY paylarındaki en önemli hareket noktası Amerika kıtasında yaşanan girişlerin az seviyede kalmış olmasıdır. En fazla oran Avrupa kıtasında yaşanırken Asya kıtasına %20 pay ile göze çarpmaktadır.

Tablo 4.3. Avrupa Ülkeleri ve Türkiye'nin Kredi Derecelendirme Notları

Kredi Notu	Ülkeler	Değerlendirme
AAA	İngiltere, İsviçre, İsveç, Norveç, Lüksemburg, Almanya, Danimarka	En Yüksek Kredi Derecesi
AA+	Avusturya, Finlandiya	Yüksek Kredi Derecesi
AA	Fransa, Belçika	
AA-	Estonya, Çek Cumhuriyeti	
A+	İrlanda	İyi Kredi Derecesi
A	Slovakya	
A-	Litvanya, Slovenya, Polonya	
BBB+	Malta	Ortanın Altı Seviye
BBB	İspanya, Kazakistan*	
BBB-	Andora, Azerbaycan, İzlanda, İtalya, Romanya, İspanya	
BB+	Türkiye, Rusya, Macaristan, Bulgaristan	Spekülatif Seviye (Yatırım Yapılamaz)
BB	Portekiz	
BB-	Gürcistan, Makedonya, Sırbistan	Önemli Derecede Spekülatif
B+	Güney Kıbrıs Rum Yönetimi	
B-	Beyaz Rusya	
CCC-	Yunanistan	Çok Yüksek Seviyede Spekülatif
CC	Ukrayna	
*S&P tarafından Avrupa ülkeleri kategorisine alınmıştır.		

Kaynak: http://images.ratingsinfo.standardandpoors.com/Web/StandardPoorsRatings/SPRS_Sovereign%20Outlook_2015_070115.pdf

Tablo 4.3. de Avrupa ülkeleri ve Türkiye'nin yeri kredi derecelendirme kuruluşlarına göre incelenmiştir. Moody's ve Fitch'in verdikleri notlara göre Türkiye "yatırım yapılabilir" seviyede iken S&P'nin kullanmış olduğu not "spekülatif seviye" dedir. Avrupa ile

değerlendirildiğinde “yatırım yapılabilir” seviyesindeki ülkelerden daha iyi ekonomik şartlara ve yapıya sahip olmasına rağmen, Türkiye’nin notu yine bu ülkelere oranlara daha düşük seviyede tutulmaktadır (Kedikli, 2015: 144). Ekonomik anlamda iyi ve ülke içinde düzenli olmuş olsa dahi jeopolitik konum gereği Türkiye tehditlere daha çok maruz kalabilecek olan ve çevresindeki faktörlerden etkilenecek bir ülke konumundadır. Bu yüzden ekonomik, siyasi olaylardan etkilenebilme düşüncesi ile kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye’ye ait notlarda bu gibi sebeplerden etkilendiği bir gerçektir.

4.4. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Notlarının Yatırımlar Üzerinde Etkisinin Ülkelerle İncelenmesi ve Panel Veri Modeli

Çalışma için en çok gözlem değeri kullanılması ve kredi derecelendirme kuruluşlarının notlarının 134 ülke için yatırımlar üzerinde nasıl etki yarattığını görebilmek için dengesiz panel veri analizi yöntem olarak tercih edilmiştir. Verilerin eksik olan kısımlarını göz önünde bulundurarak dengesiz panel analizinin gerçeğe daha yakın sonuçlar vereceği amaçlanmıştır.

4.4.1. Dengesiz Panel Veri Analizi

Panel veri analizinde karşımıza iki farklı şekilde çıkmaktadır. Bunlar dengeli ve dengesiz panel veri şeklindedir. Panel veri analizi zaman serilerini birden çok yatay kesit ile birleştiren regresyon olarak tanımlanmaktadır. Yatay kesit belirli bir zaman dilimini ifade eden birimlerin yatay kesiti anlamına gelir. Zaman serisi de bir birimin belirli zaman periyodunda gerçekleşen değişimlere denmektedir. Panel veri ise bu iki yöntemden farklı hem yatay kesitleri hem de dikey kesitleri içeren aynı havuzda toplayabilen birlikte hesaplama yöntemidir. Gujarati (2003) ise panel veriyi aynı kesit birime ait değerlerin zaman içerisinde takip edilmesi olarak tanımlamaktadır. N tane yatay kesitin T zaman döneminde birleşmesiyle $N \times T$ adet veri oluşabilmektedir. Yatay kesitin zaman boyutundan büyük olması durumunda panel veri yatay kesit baskın, zaman boyutunun büyük olması durumunda ise zaman baskın veri olarak adlandırılmaktadır (Stimson, 1985). Panel veri analizi yöntemini kullanmak yatay kesit ve zaman serilerinde oluşan birçok sorunu çözebilmektedir. (Balestra,1992; Baltagi, 2005; Gujarati, 2003).Panel veri analizinde verilerin kısıtlı olması ihtimaline karşı oluşan istatistiki varsayımlarda hata oranını önemli seviyede azaltır. Buna ek olarak bağımlı değişkenin kısıtlı sayıdaki gözlem değeri içeren birçok değişkenle açıklanmaya çalışılması ile serbestlik derecesinde yaşanan etkilerin

giderilmesi adına yatay kesit verilerine zaman boyutunun da eklenmesi ile gözlem sayısında artış yaşanmasına ve sorunun giderilmesine olanak sağlamaktadır (Haspolat, 2015: 68-69). Panel veri analizinin tercih edilmesinin sebebi 16 yıllık süreçte 134 ülke verilerinin analizini mümkün kılmasından dolayıdır.

Panel veri analizi yatay kesit ve zaman serisinin uzunluğuna göre dengeli ve dengesiz panel olarak ikiye ayrılmaktadır. Her bir yatay kesit verisi için eşit uzunlukta zaman serisi verisi barındırıyorsa diğer bir ifadeyle tüm yatay kesitler için eksik veri yoksa dengeli panel, bazı yatay kesit verileri için zaman serileri eşit uzunlukta değil ise dengesiz panel olarak adlandırılmaktadır (Hsiao, 2003). Panel veri seti yığılanmış datalardan oluşur. Yığılanmış datalar çok kesitli ve çok zamanlı serilerin birleştirilmesi ile meydana gelmektedir. Her bir x değişkeni için (i) birimi ve her bir (i) birimi için ise (t) zamanı içermektedir (Stimson, 1985: 918).

Panel data regresyon modelinde; $Y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + u_{it}$ denklemi ile gösterilir. Denklemden $i:1,2,3,...,N$ (yatay kesit veri analizi gözlem sayısını) ve $t:1,2,3,...,T$ kadar birimleri de (zaman serisini) işaret etmektedir (Baltagi, 2008:1).

4.4.2. Literatür

Literatüre bakıldığında ve incelendiğinde çalışmaların genellikle kredi derecelendirme kuruluşlarının şeffaflığı üzerine olduğu ve verilen notların zamanında kullanılmadığı şeklinde sonuçlara ulaşılmaktadır. Literatürde panel çalışmalarının fazla olmadığı genellikle ekonometrik çalışmaların azlığı dikkat çekmiştir. Yapılmış olan panel çalışmada da kredi dereceleri bağımlı değişken olarak kullanıldığı ve diğer çalışmada da kredi derecelendirme kriterlerinin neler olduğu noktasında saptamalar ile çalışıldığı tespit edilmiştir. Bu çalışmaların birçoğunda da kredi derecelendirme kuruluşlarının zamansız ve çifte standart uygulayarak objektife aykırı notlar verdiği tespit edilmiştir. Bu şekilde krizleri derinleştirerek ülke notlarını da etkiledikleri sonucuna varılmıştır. Yapılan panel çalışması ile cari açık, borç oranı ve reel döviz kuru da kredi derecelendirme notlarını etkilemektedir şeklinde çalışma yapıldığı görülmüştür.

Kredi derecelendirme notlarını etkileyen kriterler ve etkileyen ekonomik konulardan bahseden çalışmalara yoğunlaşılmıştır. Tablo 4.4. ile yapılan çalışmalarda kısa zamanlar ve veri setlerinde azlık nedeniyle zorluklar yaşandığı, dünya ülkelerinin tamamına ait verilerin olmaması ve olan verilerden yararlanırken eksikliklerin tespit edilmesi gibi sorunlardan

kaynaklı çalışmalar zorlaşmıştır. Kısıtlı veriler genellikle gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkelerde yaşandığı görülen temel konular arasındadır.

Çalışmada kullanılabilecek gözlem değeri bulunabilen maximum veriler alınarak çalışılmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının ayrı ayrı üç büyük kurum adına etkisine bakılmıştır. Ayrıca ülke grupları da ayrılarak bütün ülkeler yatırımların etkisine bakmak adına dengesiz panel veri analizinin yapılması uygun bulunmuştur. Veri eksiklikleri yöntemlerini kullanmak yerine dengesiz panel kullanılarak yatırımlar üzerinde kredi derecelendirme kuruluşlarının notlarının etkisini gerçeğe en uygun şekilde tespit etmek amaç edinilmiştir.

Tablo 4.4. Literatür Taraması

Çalışmanın Yazarı ve Yılı	Örneklem	Yöntem ve Sonuç
<i>Akçayır, Ö. (2013)</i>	Firmalar ve ülkeler adına kullanılan notların analizi edilmesi	KDK'ların kullandıkları notlar firmalar ve ülkeler adına analizleri yapılmıştır. KDK kuruluşlarında derecelendirmenin şeffaf olmadığı ve güvenilirlik içermediği tartışılmıştır. Ülkeler ve firmalar bazında çifte standart uygulandığı sonucuna varılmıştır.
<i>Altunkaya, H.İ. 2013</i>	2007 - 2011, 62 ve 27 değişken data seti.	Veri madenciliği yöntemi kapsamında Sinir Ağları (Neural Network), CART, CHAID, C5.0, QUEST yöntemi ile ülkelere ait dereceler analiz edilmiştir. Kredi notları kullanılırken dikkat edilen ölçütlerin KBGSYH, Cari işlemler dengesi ve doğrudan yabancı yatırımlar, yozlaşma endeksi ve enflasyon değişkenlerinin olduğu sonucuna varılmıştır.
<i>Çalışkan, Ö.V. (2002)</i>	1988 ve 1994 yılı seçilmiş ülkelerin kredi notları değerlendirilmesi	Kredi derecelendirme kriterlerinin neler olduğu analizi yapılmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının yalnızca fonlar üzerinde etkili olmadığı aynı zamanda doğrudan yabancı yatırımları da etkilediği yargısına ulaşılmıştır.
<i>Tekin, İ. Ç. (2016)</i>	1990 ve 2000'li yıllarda yaşanan ülke krizleri	Krizlerin yaşandığı süreçte kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkeler üzerine etkisine bakılmıştır. KDK kuruluşlarının krizleri önceden tahmin edebilme kapasitesi yetersiz görülmüş ve krizleri derinleştirdiği sonucuna ulaşılmıştır.
<i>Demir, M. (2014)</i>	1990 - 2013 yılları makroekonomik göstergeler	Türkiye'nin makroekonomik göstergeleri kullanılarak kredi derecelerinin analizi yapılmıştır. Türkiye adına verilen not artışının 2012 yılında geç kalınmış bir artış olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
<i>Demir, M. ve Eminer, F. (2014)</i>	1997 ve 2002 yılları arasında verilen hatalı kredi notları	KDK'larının kriz dönemlerinde vermiş oldukları yanlış ve zamansız kullanılan notların analizi yapılmıştır. KDK'larının taraflı oldukları ve güvenilir bulunmadığı ayrıca oligopolistik yapılarıyla piyasada çok güçlü etkiye sahip olduğu yargısına ulaşılmıştır.

Tablo 4.4. Literatür Taraması (Devamı)

Çalışmanın Yazarı ve Yılı	Örneklem	Yöntem ve Sonuç
Eren, E. (2010)	Yasal inceleme	KDK'larının hukuki açıdan 3. Kişilere karşı sorumlulukları üzerinde durulmuştur. KDK'larının vermiş oldukları derecelendirme notları sebebiyle zorunlu mesleki sigortası kapsamında 3. Kişilerin zararlarını tazmin edilmesinin gerekliliği sonucuna ulaşılmıştır. Kriz dönemlerinde sigortanın yetersiz kalacağından dolayı tasarruf mevduatı sigorta fonuna benzer bir fon oluşturularak kriz anında çıkacak büyük risklerin hafifletilmesi gerektiği çıkarımında bulunmuştur.
Gülmez, A. ve Gündoğan, H. (2014)	1992-2013 kredi notu ve 1990-2013 makro değişkenler	Türkiye'nin kredi notları makroekonomik göstergelerden yararlanılarak analiz edilmiştir. Türkiye'nin alması gereken notun yüksek kredibiliteye sahip olduğu yargısına ulaşılmıştır. KDK'ların objektiflikten uzak subjektif kararlar verdiği ve güvenilirliklerini yitirmeye başladığı yargısına varılmıştır.
Haspolat, F. B. (2015)	73 ülke ve 1996-2012 kredi dereceleri (Moody's, S&P, Fitch)	Panel veri analizinde (Random Effect) yöntemi kullanılarak kredi derecelendirme kriterleri analizi yapılmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının kişilerle paylaşmış olduğu not kriterleri ile yapılan derecelendirmede ulaşılan kriterlerin farklılık gösterdiği bulgusuna ulaşılmıştır.
Kabadayı, B.	1995-2009 yılları 18 ülkeye ait kredi notları ve makro göstergeler	Panel veri analizi yöntemi ile kredi dereceleri bağımlı değişken olarak analiz edilmiştir. Elde edilen bulgularda yükselen ekonomilerde cari açığın, borç oranlarının ve reel döviz kurunun ülke kredi notunu negatif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Özgürlük endeksi, kişi başına milli gelir, tasarrufları ise kredi derecelerini yükseltici yönde etkilediği tespit edilmiştir.
Kedikli, E. (2015)	1994-2014 yılları aralığında verilen kredi notları	Türkiye ile Seçilmiş Avrupa ülkelerinin notları analiz edilmiştir. Analizde Türkiye'nin uluslararası platformda güvenilirliğini arttırmak için KDK'ların kriterlerine uygunluğunun sağlanması gerektiği kararına varılmıştır.
Tütüncü Hasbi, D. (2012)	2000-2011 yılları arasında seçilmiş ülkelerin kredi derecelendirme notları ve makroekonomik göstergeleri.	2008 küresel krizi öncesi ve sonrasında verilen notlar kapsamında kredi derecelendirme kuruluşları incelenmiştir. Finansal krizin sebebinin KDK'larının olmadığı, yatırım kararlarının tamamen kişi ve kurumların kendi kararları olduğu sonucu bulunmuştur.

4.4.3. Model ve Tahmin Yöntemi

Yatay kesit verisi (i) 134 adet ülkeyi, zaman (t) 2000-2016 dönemini kapsayan yılları, bağımlı değişken (Y) yatırımları, bağımsız değişken (X) ise yatırımları açıklayan değişkenleri ifade etmektedir. Bu kapsamda yatırımları, kredi derecelendirme kuruluşlarının vermiş olduğu notlar ve diğer değişkenler ile açıklamaya çalışılacak denklem aşağıdaki gibidir;

$$Y_{it} = \alpha + \sum_{k=1}^k \beta_k * X_{kit} + u_{it} \quad (1)$$

$$i = 1, 2, \dots, N; t = 1, 2, \dots, T$$

$$E(u_{it}) = 0 \quad \text{Var}(u_{it}) = \sigma_u^2$$

Denklemdaki $i=1,2,\dots,N$ yatay kesit veriye, $t=1,2,\dots,T$ ise zaman serisini ifade etmektedir. Y_{it} bu çalışmada i ülkesine ait t zamandaki yatırımları ifade eden bağımlı değişken olarak karşımıza çıkmaktadır. X_{kit} i ülkesine ait t zamandaki notuna etki eden k sayıdaki bağımsız değişken anlamına gelir. β_k bağımsız değişkenlerin katsayılarını, u_{it} ise ortalaması sıfır ve varyansı sabit olarak kabul edilmiş hata teriminin simgesel olarak modeldeki göstergesi olarak yorumlanır.

4.4.4. Panel Veri Yöntemi

Panel veri analizinde yararlanılacak olan ‘ $Y_{it} = \alpha + \sum \beta_k * X_{kit} + u_{it}$ ’ denklemi bağımsız değişken katsayısı (β_k) ve sabit terimi (α) farklı varsayımlar altında değişiklikler gösterebilir.

Panel veri analizinde hem zaman boyutu değişiyor hem de gözlem değeri değişiyor ise çalışılan analiz türüdür. Panel veri çalışmasında hem avantajlar hem de dezavantajlar bulunur. Bunlar aşağıdaki gibidir;

Avantajlar:

1-Fazla veri ile çalışma olanağı sağlar.

2-Panel veri hem birimlerin(i) özelliklerini hem de birimler(i) arasındaki farklılıkları eş anlamlı olarak analiz etme imkanı verir.

3-Dışlanan değişken(omitted variable) nedeniyle oluşan tahminlerin sapmalarını düzeltir.

Dezavantajları:

1-Hata payında oluşan sapmaları yükseltir.

2-Veri toplama problemi büyüktür.

3-Panel veride zaman kesiti genellikle daha kısadır.

Judge ve diğerleri (1985) ifade ettiğine göre β_x ve α değerleri için beş ayrı varsayım altında farklı değerler elde edilmektedir. Şu şekilde sıralanabilir;

1. Zaman ve yatay kesitler arasındaki sabit değer ile eğim katsayısı sabittir. Hata terimi zaman ve yatay kesitler süresince farklı değerleri yakalayabilmektedir.

2. Bütün yatay kesit ve zaman birimleri aynı eğim katsayısını verir. Ancak sabit terimi yatay kesitlerde değişkenlik göstermektedir.

3. Bütün yatay kesit ve zaman birimlerinde aynı eğim katsayısını verir. Ancak sabit terimi yatay kesitlerde de zaman birimlerinde de değişiklikler göstermektedir.

4. Sabit terim ve katsayılar yatay kesitler süresince değişmektedir ama zaman süresince sabittir.

5. Sabit terim ve katsayılar hem yatay kesitler süresince hem de zaman birimleri arasında değişmektedir.

Bu varsayımlardan kullanılacak olanı belirlemek adına bir sürü farklı test kullanılabilir. Sabit terim kullandığımız duruma göre panel modellerinin bir kısmı (i) birimler arasında ve zaman içinde değişime imkan tanır. Bu durumu sadece sabit terimin kullanıldığı durumlarda β_0 üzerinde olmasına izin verir. Bu tür modellere Fixed Effect (Sabit Etki) veya Rassal Etki (Random Effect) modelleri diyoruz.

a) Rassal Etkiler

Panel veri çalışmalarında bağımlı değişkeni açıklamak için eksik değişkenler (omitted variable) modelde kullanılmadığı ve ya eksik değişkenin modelde var olan değişkenlerle alakası olmadığı sonucuna ulaşıyorsa rassal etkiler modelini tercih etmek daha iyi sonuçlar verecektir. Bu modelde birimler rassal olarak seçildiği için birimler arası farklılıklar rastgele çıkmaktadır. Regresyona ait modelde bağımlı değişkene etki edebilecek ancak bağımsız değişkenler arasında olmayan çeşitli faktörler var olacaktır Kullanılmayan bu faktörlerin rastlantısal kalıntılar ile özetlendiği düşünülür. Panel veriye ait denklemde;

$$Y_{it} = \alpha + \sum_{k=1}^k \beta_k * X_{kit} + u_{it} \quad (2)$$

$$u_{it} = \mu_i + v_{it}.$$

μ_i : birim hatayı, birim farklılıklarını ve sabit zamana göre birimler arasındaki değişmeyi,

v_{it} : geri kalan hataları göstermektedir.

b) Sabit Etkiler

Panel veri analizinde kullanılan veri setinde eksik değişkenler kullanıldığı ve bu değişkenlerin diğer değişkenler ile ilintili olduğu düşünülüyorsa eksik, dışlanmış değişken yanlılığını gidermek için sabit etkiler modelinin kullanılması daha uygundur (Allison, 2009). Değişkene ait katsayılar sabit etkiler modelinde yatay kesit birimlerinde aynıdır. Sabit terimi tek başına etki ettiği varsayımı altında farklı yatay kesit verilerinde farklı değer taşımaktadır. Yatay kesit modeline ait bireysel farklılık modelde bu şekilde açıklanmaktadır. Yatay kesitte sabit terim değişkendir ama zaman boyutunda bakıldığında değişmemekte aynı çıkmaktadır. (Allison, 2009) göre bu varsayımdaki temel sebep ihmale uğrayan ve modele dahil edilmeyen değişkenler bağımsız değişken üzerindeki etkisini hemen değil daha ilerleyen süreçteki zamanlarda göstereceğidir. Ve zaman içerisinde bu etkinin de yok olacağıdır. Sabit etkiler modelinde bağımsız değişkenlerin hata teriminden bağımsız olduğu varsayılmakla birlikte birim etki ve bağımsız değişkenler ilişkilidir (Baltagi, 2005).

4.4.5. Veri Seti ve Yöntem

Panel veri analizinde birden çok regresyon modeli vardır. Veri setine uygun olan modelin seçilmesi bu yüzden önem arz etmektedir. Dengesiz veri setlerinde dengeli panel analizi için kullanılan yöntemlerin tamamı kullanılabilir.

Yöntem

Panel veri analizinde hata terimi katsayısı diğer ekonometrik modellerdeki gibi regresyonda kullanılan katsayılar hakkında yorum yapabilmek adına önemlidir. Panel çalışmalarında zaman serisi ait sapmalar ile yatay kesit analizine ait sapmalara önem verilmektedir. Panel veri analizinde hata payı doğru sonuçların ortaya konması adına önem arz etmektedir. Panel veri analizi doğru olarak ortaya çıkabilmesi için analize tabi tutulacak veri setine ait tüm gözlemlerin homojen olduğu durumda klasik modelin, birim veya zaman

etkilerinin var olduğu düşünülüyorsa sabit veya rassal etkiler modellerinin kullanılması daha uygun olacaktır (Tatoğlu, 2012: 164).

Panel veri analizinde birim ve zaman etkilerini yok eden, birleşmiş hata terimlerinin oluşturduğu otokorelasyon sorunuyla karşılaşıldığında kullanılan özel bir model ‘Genelleştirilmiş En Küçük Kareler Yöntemi’ (GLS) kullanılmıştır. GLS yöntemi, gözlem sayısının zaman boyutundan büyük olduğu mikro panel çalışmalarında uygulanabilen veri tahmincisidir. GLS değişen varyans problemi ve otokorelasyonun olduğunda kullanılabilen bir yöntemdir.

Genelleştirilmiş En Küçük Kareler Tahmincisi aşağıdaki şekilde elde edilmiştir (Tatoğlu, 2015: 10);

$$\delta\delta_{GEEK}=(Z\Omega^{-1}Z')^{-1}Z'\Omega^{-1}Y \quad (3)$$

Dengesiz panel veri analizi GLS modelinde varyans kovaryans matrisi (Ω) bulunmalıdır.

$$\Omega = \sigma_v^2 \Sigma = \sigma_v^2 \Sigma = E(uu')$$

$$\Sigma = I_n + \rho Z_\mu Z_\mu' = \text{diag}(E_{Ti}) + \text{diag}[(1+\rho)T_i : T_i]$$

$$\rho = \sigma_\mu^2 \sigma_\mu^2 / \sigma_v^2 \sigma_v^2 \text{ ‘dir.}$$

Denklemlerde T zaman dönemi birimlerin her birinde farklı olacağı için matrisin diyagonal bölümleri farklı olacaktır. Bu sebepten düzenlenmiştir.

Veri Seti

Regresyon denkleminde kullanılacak olan değişkenler, yatırımlar(inv-foreign direct investment) , gsyih(gdp), faiz oranı(interest), toplam vergi oranı(tax) oranını vermektedir. Diğer değişkenler ise s_p Kredi derecelendirme kuruluşları STANDART AND POOR’S kuruluşunun kredi derecelerini, fitch Kredi derecelendirme kuruluşları FİTCH kuruluşunun kredi derecelerini, moodys ise kredi derecelendirme kuruluşlarından biri olan MOODYS kredi derecelerini belirlemek adına kullanılan değişkenleri ifade etmektedir. Üç büyük kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkeler adına verdikleri notlar modelin bağımsız değişkenin oluşturmaktadır. Veriler Dünya Bankası ve Kredi derecelendirme kuruluşlarının resmi hesapları kullanılarak elde edilmiştir. Bazı veriler bütün ülkeler için bulunmasında çeşitli

kısıtlar ortaya çıkmıştır. Kredi derecelendirme notları ve diğer değişkenlerde verilerin kullanılabildiği kadar maximum veri ve ülke dahil edilerek oluşturulmuştur. Çalışmada kullanılmış olan ülkelerin listesi EK 1’de sunulmuştur. Analize dahil edilen ülkeler arasında Hollanda, İngiltere, İtalya, Almanya, Güney Kore, ABD, Kanada gibi gelişmiş ülkeler, Türkiye, Endonezya, Şili, Jamaika, Dominik Cumhuriyeti, Ukrayna, Bosna Hersek, Polonya, El Salvador, Brezilya ve Arjantin gibi gelişmekte olan ülkeler ve Gine, Cape Verde, Vanuatu, Angola, Bangladeş, Zambiya, Çad, Mali, Mozambik, Etiyopya gibi az gelişmiş ülkeler yer almaktadır.

Panel veride modelinde kullanılan bağımsız değişkenler S&P, Moody’s ve Fitch Ratings kuruluşlarının ülkeler adına kullanmış oldukları kredi notlarının harf değerleri, literatürde yer alan çalışmalar dikkate alınarak en yüksek not “25”, en düşük not “0” olacak şekilde rakamlara dönüştürülmüştür. Analizlere dâhil edilen KDK’ların verdikleri harf notlarına karşılık gelen sayısal değerler EK 1’de sunulmaktadır

Regresyon denkleminde bağımlı değişken yatırımlar, bağımsız değişkenlerde ise kontrol değişkeni GDP, İnterest, TAX değişkenleri modele eklenmiştir. Kredi derecelendirme notları olarak da moodys, s&p ve fitch kredi notlarının eşitleme değerleri değişken olarak kullanılmıştır. Gsyih ve yatırım dataları modelleme sırasında ln alınarak regresyona dahil edilmiştir. Kredi derecelendirme kuruluşunun vermiş olduğu notların yatırımlar üzerindeki etkisini belirlemek için regresyon denklemi kurulmuştur. Çalışmada kullanılacak regresyon modelleri aşağıdaki gibidir:

$$\text{Regresyon modeli} = \ln v = \text{gdp} + \text{kur} + \text{faiz oranı} + \text{tax} + \text{moodys} + \text{s\&p} + \text{fitch} \quad (4)$$

$$\text{Model 1: } \ln v = \alpha + \beta_1 \ln \text{gdp} + \beta_2 \text{interest} + \beta_3 \text{tax} + \beta_4 \text{moodys} + \beta_5 \text{s_p} + \beta_6 \text{fitch} + e \quad (5)$$

$$\text{Model 2: } \ln v = \alpha + \beta_1 \ln \text{gdp} + \beta_2 \text{interest} + \beta_3 \text{tax} + \beta_4 \text{moodys} + e \quad (6)$$

$$\text{Model 3: } \ln v = \alpha + \beta_1 \ln \text{gdp} + \beta_2 \text{interest} + \beta_3 \text{tax} + \beta_4 \text{s_p} + e \quad (7)$$

$$\text{Model 4: } \ln v = \alpha + \beta_1 \ln \text{gdp} + \beta_2 \text{interest} + \beta_3 \text{tax} + \beta_4 \text{fitch} + e \quad (8)$$

Model denklemlerinde Stata v. 14 programı dengesiz panel çalışması yapılmasına uygunluğu en iyi olan program olduğundan kullanılmıştır. Diğer programlar ile karşılaştırıldığında veri dengesizliğinden kaynaklı sorunlara programın algoritma avantajı ve eksik kalan kısımlarda hesap yapabilme özelliğinden dolayı tercih edilmiştir.

Algoritmanın esnek olarak kullanılabildiği Stata programı yatay kesit ve panel çalışmalarında eksik veriler olmadan sonuca ulaşma konusunda daha ayrıcalıklıdır.

4.4.6. Hausman Testi

Hausman testi bireysel etkilerle açıklayıcı değişkenlerin ilişkisini içsellik problemini anlamamızı sağlayan testtir. Yatay kesitler arasında farklılıktan kaynaklı sorunlarda rassal ya da sabit etkilerden kaynaklandığının belirlenmesinde hausman testinden faydalanılmıştır. Rassal etkiler modelinde hata terimi bileşeni bağımsız değişkenlerle ilişkisi yoksa sabit ve rassal etkili modellerde etkili olan yöntemlerde tahminciler geçerli olsa da rassal etkiler yöntemi kullanılması daha doğru olacaktır. H_0 hipotezinin kabul edilmesi durumunda etkilerin rassal olduğu kararı verilerek random effect yöntemi ile regresyon kurulur. H_0 hipotezinin reddedilmesi durumunda yatay kesitler arasında sistematik ilişkinin varlığı kabul edilmiş olur. Sabit etkili tahmin yöntemi geçerli olurken, rassal etkili tahmin yöntemi geçerli olmayacaktır. Bunun tespit edilmesi için hata terimi bileşeninin bağımsız değişken ile ilişkisinin rassal ya da sabit olduğunun kararının verilmesi gerekir. Sabit etkili ve rassal etkili modellerde regresyon tahminlemesi yapılması ve hata teriminin hesaplanması gereklidir.

$$H_0 = E(X, \mu_i) = 0 \text{ (Rassal ekiler)} \quad H_1 = E(X, \mu_i) \neq 0 \text{ (Sabit etkiler)}$$

H_0 hipotezi bağımsız değişkenler ile hata teriminin ilişkisinin olmadığını varsaymaktadır.

H_1 hipotezi ise bazı değişkenlerin hata terimi ile ilişkisi olduğunu varsaymaktadır.

Gerçekleştirilen Hausman test istatistiği sonucunda elde edilen p değerinin 0,05'den büyük olması durumunda birim etkilerin bağımsız değişkenlerle arasında korelasyon olmadığı kabul edilerek rassal etkiler modeli kullanılacak, elde edilen değerin 0,05'den küçük çıkması durumunda da birim etkilerin bağımsız değişkenlerle arasında korelasyon olduğu kabul edilerek sabit etkiler modeli kullanılacaktır (Geyikçi ve Mucan, 2016: 75).

Tablo 4.5. Hausman Test İstatistikleri Sonuçları

Ki -kare(6)	Prob>Ki-kare
3.11	0.7948

Hausman testi sonucu probability değeri % 5 kritik değerinden fazla çıkmıştır. Bu sebepten dolayı H_0 hipotezi kabul edilip alternatif hipotez red edilecektir. Tablo 4.5.

verilerindeki istatistiki sonuç bize bağımsız değişkenlerle hata terimi arasında ilişkinin olmadığını göstermektedir. Yapılan hausman testi bize tesadüfi etkiler varsayımında elde edilen sonuçların yansız ve tutarlı olduğu konusunda bilgileri ortaya koymuştur.

Yapılacak çalışmada panel data analizinde makro ve mikro panel data analizi şeklinde iki farklı şekilde olmaktadır. Makro panel datalarda daha az gözlem sayısı daha fazla zaman aralığı barındırır iken, mikro panel datalarda daha fazla gözlem daha az zaman aralığı seçilmiş olmalıdır. Regresyon modelimizde N (gözlem sayısı), T (zaman periyodu) dikkate alındığında $N > T$ seçilmiş kriterine uygun olduğu için mikro panel çalışması tercih edilmiştir. Bu nedenle Birim kök testi, yatay kesit bağımlılığı, Otokorelasyon yapılmasına gerek olmadan direk regresyon analizi yapılması uygun bulunmuştur.

4.4.7. Yatırımlar Bağımlı Değişken Üzerine Kurulan Dengesiz Panel Veri Analizi

Regresyon analizi tablosu (Tablo 4.6) verilerine göre rassal etkiler yöntemi testlerini ortaya koymaktadır. Değişkenler sırasıyla: FE (Sabit birim etkilerini uygun gören grup içi tahmincisi), RE (Tesadüfi etkiler üzerine genelleştirilmiş en küçük kareler yöntemi), BE (Gruplar arası etkileri inceleyen genelleştirilmiş en küçük kareler yöntemi), MLE (En çok olabilirlik tahmincisi), ROBUST (Değişen varyans ve otokorelasyon sorunlarında hata düzeltme modeli)'dir (Tatoğlu, 2013: 21).

Tablo 4.6 verilerine göre, RE, MLE, ROBUST değerleri benzer şekilde olduğu ortaya konulmuştur. R^2 ve sigma değerlerinin de benzer olduğu göze çarpmaktadır. Hausman testine uygun grup içi tahminci verileri birbirine uygun ve tutarlı olmadığı için regresyon analizinde kullanılması uygun olanın RE Rassal Etkiler Genelleştirilmiş En Küçük Kareler yöntemi uygun olarak seçilmiştir.

Tablo 4.6. İNV Bağımlı Değişken Alınarak Kurulan Dengesiz Panel Regresyon Analizi

Değ.	FE Sabit Birim Etkilerini Uygun Gören Grup İçi Tahmincisi	RE Tesadüfi Etkiler Üzerine Genelleştirilmiş En Küçük Kareler Yöntemi	BE Gruplar Arası Etkileri İnceleyen Genelleştirilmiş En Küçük Kareler Yöntemi	MLE En Çok Olabilirlik Tahmincisi	ROBUST Değişen Varyans ve Otokorelasyon Sorunlarında Hata Düzeltme Modeli
cons- α	1.9121149	2.9916045*	2.615808	2.9954145*	2.9916045*
lngdp	0.73590535***	0.70600124***	0.72739997***	0.70605731***	0.70600124***
İnterest	-.01736877***	-0.01555799**	0.01205615	-0.01549857**	-0.01555799**
tax	0.00241371	0.00193624	0.00219647	0.00193545	0.00193624
moodys	0.04166355	0.05693597	0.10472792	0.05731889	0.05693597
s_p	0.05133242*	0.0440017*	0.0506608	0.04394891*	0.0440017
fitch	0.00372581	-0.01839503	-0.07915608	-0.01894189	-0.01839503
R^2 within	0.10237386	0.10172601	0.05778964		0.10172601
R^2 between	0.73304151	0.73629359	0.7459496		0.73629359
R^2 overall	0.63286559	0.63581514	0.63693853		0.63581514
Sigma_u	0.91085805	0.8755723		0.85498142	0.8755723
Sigma_e	0.76140442	0.76140442		0.75841589	0.76140442
Rho	0.58866392	0.56940554		0.55963865	0.56940554

Not: Anlamlılık Düzeyi * $p < 0.05$; ** $p < 0.01$; *** $p < 0.001$

Aşağıda tablo 4.7'ye ait kurulan regresyon analizinde R^2 değerleri incelenerek; r^2_{within} (gruplar kendi içinde) %10, $r^2_{between}$ (gruplar arası) %73, $r^2_{overall}$ (Bütün ülkeler için) %63 açıklayıcı olduğu sonucuna ulaşırız. . Tablo sonucunda ulaşılan moodys ve s_p'nin yatırımlar üzerindeki etkisi teoriyi doğrular nitelikte etkin çıkmıştır. Sonuçlara göre Moodys ve S&P'nin yapmış olduğu bir açıklama yatırımları bütün ülkeler için %4 seviyesinde etkilemektedir. Fitch'in beta katsayıları hem negatif etki olduğunu göstermekte ve aynı zamanda diğer kuruluşlara göre daha az etki sahibidir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının Pazar üzerindeki oranlarında da değindiğimiz üzere %13 olmasından da dünya piyasasında Fitch kuruluşunun etkisinin bulunmadığı söylenilebilir.

Gdp ve faiz oranı verilerine bakıldığında yine teoriye uygun olarak yatırımlar üzerindeki etkisi pozitif olarak belirlenmiştir. Fakat vergi oranının katsayısı incelendiğinde hem çok düşük bir etkiye sahiptir hem de prob değerleri %10'un altında bulunduğu için yatırımlar üzerinde etkisinin bulunmadığı ihtimali üzerinde durulabilir.

Tablo 4.7. INV Bağımlı Değişkeni Üzerine KDK Etkileri Dengesiz Panel Regresyon Analizi

	_cons- α	lngdp	İnterest	tax	moodys	s_p	fitch
β	2.9971565*	.7035859***	-.01537206**	0.00210045	0.04417351*	0.04319846*	-0.00504
Std. Err.	1.3694644	0.05580331	0.00476817	0.00375976	0.02443571	0.02083626	0.032574
	r2_within	r2_between	r2_overall	sigma_u	sigma_e	rho	
	0.1052704	0.73504301	0.63383938	0.88031042	0.75977896	0.573096	

Not: Anlamlılık düzeyi * p<0.05; ** p<0.01; *** p<0.001

Aşağıda oluşturulan tablolarda üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun verilen kredi not ortalamalarının ülkelerin yatırım düzeylerini ne kadar etkiledikleri. Verilen derecelerin ne derece bu durumdan etkilendiği ayrı ayrı hesaplanmıştır. Sırasıyla gidildiğinde tablo 4.8., tablo 4.9., tablo 4.10. her birinin farklı derecelendirme kuruluşuna ait regresyonlar olduğunu ve bu regresyona ait verileri görmekteyiz.

Tablo 4.8. INV Bağımlı Değişken Üzerinde Moody's Etkisi Regresyon Analizi

	_cons	Lngdp	interest	Tax	moodys
β	3.0057376***	0.71627112***	-0.01340862***	0.0026195	0.06022501***
Std. Err.	1.0186001	0.04217875	0.00411387	0.00322616	0.0121316
R²_within	R²_between	R²_overall	sigma_u	sigma_e	rho
0.0927925	0.79950769	0.71981099	0.81441169	0.72293519	0.5592929

Not: Anlamlılık düzeyi * p<0.05; ** p<0.01; *** p<0.001

Tablo 4.8'e ait regresyon analizinde sadece Moody's kuruluşunun eklendiğini ve ülkeler üzerinde moody's kuruluşunun ne kadar etki ettiğini göstermektedir. R2 değerleri incelendiğinde, R2_within (grup içi)%9, R2_between (gruplar arası) %79, R2_overall (bütün ülkeler arası) %71 açıklayıcılık ile sonuçlanmıştır. Vergilendirme etkisi prob değeri %10 kritik düzeyden üzerinde olduğu için yatırımlara etkisinden söz edilemez. Yatırımlar üzerinde gdp'nin pozitif etkisi var iken faiz oranlarının negatif etki ettiği sonucuna ulaşılmıştır. Moody's derecelendirme değerlerinde bir derece değişiminin yatırım üstünde %6 oranında bir değişim göstermektedir.

Tablo 4.9. INV Bağımlı Değişken Üzerinde S&P Etkisi Regresyon Analizi

	_cons	Lngdp	interest	Tax	s_p
β	1.8118514*	0.75441671***	-0.01098214***	0.00199354	0.06488591***
Std. Err.	1.0047328	0.04259953	0.00382084	0.00160086	0.01454661
R²_within	R²_between	R²_overall	sigma_u	sigma_e	rho
0.10006877	0.79402117	0.71854197	0.85443292	0.72884319	0.57882671

Not: Anlamlılık düzeyi * p<0.05; ** p<0.01; *** p<0.001

Tablo 4.9 ile oluşturulan regresyon analizinde sadece S&P kuruluşunun notlarının dahil edildiği regresyon modelimizdir. S&P kuruluşunun kullanmış olduğu notların etkisi bu modelde incelenmiştir. R2 sonucunun açıklama düzeyi gruplar arasında %79, bütün ülkeler

için ise %71 olarak gerçekleşmiştir. Prob değeri olarak vergi oranlarının model üzerinde etkisi gözlemlenmemekte, faiz oranlarının negatif etkisi regresyon sonucunda izlenmektedir. S&P beta katsayısı derecelendirme üzerinde bir değişiklik sonucu yatırımlara olan etkisi Moodys'de ki gibi %6 oranında değişim etkisi bulunmaktadır. Moodys ve S&P'nin derecelendirme yapması yatırımlara olan etkisi oran olarak aynı olduğu sonucuna ulaşılabilir.

Tablo 4.10. INV Bağımlı Değişken Üzerinde Fitch Etkisi Regresyon Analizi

	_cons	lngdp	interest	Tax	fitch
B	1.2851944	0.76484755***	-0.00760576**	0.0020529	0.06936839***
Std. Err.	1.0335384	0.04360962	0.00366577	0.00203342	0.01410245
R²_within	R²_between	R²_overall	sigma_u	sigma_e	rho
0.11113263	0.80167429	0.724977	0.85374076	0.72975672	0.57782051

Not: Anlamlılık düzeyi * p<0.05; ** p<0.01; *** p<0.001

Tablo 4.10 regresyon analizi ile ortaya koyduğu değerlerde ise, Fith 'in regresyona dahil edilmesi ile ölçüm yapılmış ve derecesinin etkisi hesaplanmıştır. Bir önceki tabloda olduğu gibi bu modelde de R2 değerinin açıklayıcılık düzeyi yüksektir. Faizin negatif etkisinden ve vergi oranı prob değerinin kritik seviyenin altında olması etkisiz olarak diğer modeller ile aynı şekilde gözlemlenmektedir. Fitch katsayısı ise yapılan bir derecelendirme değişikliğinde yatırımlara etkisini %6,9 olarak değişime denk geldiğini ifade etmektedir.

4.4.8. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Ülkelerinin Gelişmişlik Seviyesine Göre Etkisi

Kredi derecelendirme kuruluşlarının her biri farklı bir kuruluştur ve her birinin ülkelere vermiş olduğu notlar farklılık içermektedir. Aynı ağırlıkta bir not tüm ülkelere verilmemektedir. Her ülkenin kendine ait özelliklerine göre ve kredi derecelendirme kuruluşlarının baz aldığı özelliklerin girdilerine göre farklı notlar içermektedir. Gelişmekte olan ülkelerin savunduğu duruma göre kredi derecelendirme kuruluşlarının vermiş oldukları düşük notlar, ülkelerinde var olan duruma negatif etki olarak gelmekte ve var olan sıkıntıların boyutunu derinleştirmektedir (Yenipazarlı vd, 2017: 99). Bu yüzden ülkelerin gelişmişlik seviyelerine göre kredi derecelendirme kuruluşlarının etkisine bakmak istedik. Tablolar sırasıyla Fitch, S&P ve Moodys' in vermiş oldukları notların ülkelerin gelişmişlik seviyesine göre etkilerini göstermektedir.

Tablo 4.11. Fitch Derecelendirme Kuruluşu ve Gelişmişlik Seviyeleri Göre Regresyon Sonuçları

	Gelişmiş Ülkeler			Gelişmekte olan ülkeler			Az Gelişmiş Ülkeler		
	_cons	fitch	fitchg1	_cons	fitch	fitchg2	_cons	fitch	fitchg3
β	19.149916***	0.1479959***	-0.01461446	19.106095***	0.12998255***	0.05049998**	19.559678***	0.12888762***	-0.0561589
S.E.	0.31285038	0.021621	0.01604394	0.28527119	0.01470407	0.0168082	0.3070628	0.01480093	0.0212497
	R2_within	R2_between	R2_overall	R2_within	R2_between	R2_overall	R2_within	R2_between	R2_overall
	0.01622286	0.45559255	0.35470441	0.01950641	0.44394364	0.35283004	0.01139317	0.44864708	0.3607381
	sigma_u	sigma_e	rho	sigma_u	sigma_e	rho	sigma_u	sigma_e	rho
	1.4034236	0.99224124	0.6667245	1.3750861	0.9985881	0.65472149	1.3969802	1.0066352	0.6582261

Not: Anlamlılık düzeyi * p<0.05; ** p<0.01; *** p<0.001 (birinci satır Beta katsayısını ikinci satır Standart hata verilerini içermektedir).

Tablo 4.11 ile gösterilen Fitch derecelendirme kuruluşunun ülkelerin gelişmişlik seviyelerine göre ayrı ayrı gruplar halinde değerlendirilerek rapor edilmiştir. Gelişmiş ülkelerde yatırımlar negatif yönlü bir etki göstermiştir ancak bu etki yok denecek kadar az bir seviyededir. %1 seviyesinde Fitch tarafından verilen notlar gelişmiş ülkeleri negatif yönde etkilemektedir. Yatırımcılar yatırım kararı verir iken gelişmiş ülkelere ait duydukları güven ile yatırım kararlarında fazla değişiklik yapmamaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde etkisi pozitif yönlü ve %5 seviyesinde etkisi olduğu görülmektedir. Fitch tarafından kullanılan notlar gelişmekte olan ülkelerde pozitif etki şeklindedir. Bunun da sebebini gelişmekte olan ülkelerde en iyi seviyede notları fitch derecelendirme kuruluşu tarafından verilmiş olduğu şeklinde yorumlandığında çıkan sonuçların beklentiler ile uyduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Az gelişmiş ülkelerde bu etki negatif yönlü ve %5,6 oranında etkisi kayde değer seviyededir. Fitch tarafından az gelişmiş ülkelere spekülatif seviyenin en az basamağındaki yatırım yapılamaz şeklindeki notlardan oluşuyor olması da yatırımları negatif yönde etkilediğinin göstergesi olarak yorumlanabilir.

Tablo 4.12. S&P Derecelendirme Kuruluşu ve Gelişmişlik Seviyelerine göre regresyon sonuçları

	Gelişmiş Ülkeler			Gelişmekte olan ülkeler			Az Gelişmiş Ülkeler		
	_cons	s_p	s_pg1	_cons	s_p	s_pg2	_cons	s_p	s_pg3
β	19.6837***	0.0922***	0.0511**	19.2517	0.1484***	-0.0028	19.7388 ***	0.1335**	-0.0970* **
S.E.	0.3284	0.2624	0.0180	0.2970	0.0175	0.0182	0.3175	0.0178	0.0254
	R2_within	R2_between	R2_overall	R2_within	R2_between	R2_overall	R2_within	R2_between	R2_overall
	0.0011	0.4420	0.3433	0.0012	0.4939	0.3810	0.0018	0.4493	0.3559
	sigma_u	sigma_e	rho	sigma_u	sigma_e	rho	sigma_u	sigma_e	rho
	1.34	1.0257	0.6336	1.3408	1.0252	0.6310	1.3376	1.0248	0.6301

Not: Anlamlılık düzeyi * p<0.05; ** p<0.01; *** p<0.001 (birinci satır Beta katsayısını ikinci satır Standart hata verilerini içermektedir).

S&P'nin notlarının ülkelerin gelişmişlik seviyelerine göre etkisinin regresyonunu göstermektedir. S&P tarafından kullanılan not az gelişmiş ülkelerin yatırımlarını negatif yönde ve %9 seviyesinde etkileyerek azaltmaktadır. Bu durum üzerinde S&P derecelendirme kuruluşunun diğer derecelendirme kuruluşlarına göre daha az puanlı not verdiğinin göstergesidir. Diğer derecelendirme kuruluşlarına göre etkisi S&P de daha yüksek seviyede negatif yönde etkilemiştir. Gelişmiş ülkelerde verilen notların yatırımları azaltmadığını tam tersine arttırdığı ortadadır. %5 seviyesinde gelişmiş ülkelere yatırımlar verilen notlar ile artmaktadır. Bunun yorumunu kredi derecelendirme kuruluşlarının gelişmiş ülkelere yatırım yapılabilir seviyede yüksek notlar vermiş olduğuna bağlayabiliriz. S&P kuruluşu gelişmiş ülkelerin konumu gereği baktığımızda daha çok Avrupa tabanlı ülkelere bu çalışmada bahsedilen ekonomi dışındaki diğer sebeplerden dolayı notlarını yanı olarak kullandığının da göstergesidir. Gelişmekte olan ülkelere de azaltıcı etkisinin olduğu ancak etkisi %1 seviyesinde az kaldığı test edilmiştir. Bunun sebebi de kredi derecelendirme kuruluşu S&P'nin vermiş olduğu notlar gelişmekte olan ülkelere orta seviyelerde olmasından kaynaklıdır. Spekülatif seviyede verilen notlar yatırımcılar üzerinde çekimser etkiler yaratmaktadır ve oluşan küçük negatif durumlar bile yatırımcının kararını hemen etki ederek azaltmaktadır.

Tablo 4.13. Moody's Derecelendirme Kuruluşu ve Gelişmişlik Seviyeleri Göre Regresyon Sonuçları

	Gelişmiş Ülkeler			Gelişmekte olan ülkeler			Az Gelişmiş Ülkeler		
	_cons	moodys	moodys g1	_cons	moodys	moodys g2	_cons	moodys	moodys g3
β	20.4342 ***	0.0760** *	0.0229	20.3747 ***	0.0949** *	-0.0057	20.4216 ***	0.0964* **	-0.0428
S.E.	0.2337	0.0191	0.0177	0.2295	0.0135	0.0194	0.2299	0.0131	0.0268
	R2_within	R2_between	R2_overall	R2_within	R2_between	R2_overall	R2_within	R2_between	R2_overall
	0.0085	0.3810	0.2927	0.0103	0.3753	0.2843	0.0090	0.3929	0.3033
	sigma_u	sigma_e	rho	sigma_u	sigma_e	rho	sigma_u	sigma_e	rho
	1.4461	0.9844	0.6833	1.4496	0.9864	0.6834	1.4291	0.9863	0.6773

Not: Anlamlılık düzeyi * p<0.05; ** p<0.01; *** p<0.001 (birinci satır Beta katsayısını ikinci satır Standart hata verilerini içermektedir).

Tablo 4.13’de Moodys’in derecelendirmeleri ülkelerin gelişmişlik seviyelerine göre ayrı ayrı rapor edilmiştir. Moodys’in derecelendirmeleri sonucunda gelişmiş ülkelerde yatırımlar pozitif yönde ve %2 seviyesinde etkilemiştir. Bunun sebebi de diğer kredi derecelendirme kuruluşlarına ait analizlerindeki ile aynı sebeplerden kaynaklanmaktadır. Gelişmekte olan ülkelere çok az seviyede negatif yönlü bir etki göstermektedir. Az gelişmiş ülkelere etkisi değerlendirildiğinde ise hem negatif yönlü hem de %4,2 oranında bir etki görülmektedir. Burada da sebep az gelişmiş ülkelere ait kullanılan notların erek ekonomik sebepler gerek başka sebeplerden kaynaklı düşük düzeyde notlar alması ve puanını yükseltmediği sürece aldığı notlar ile kredi derecelendirme kuruluşlarının yatırımları etkileyeceği ve notların düşük seviyede kalmasından kaynaklı negatif yönde olacağının ortaya konmuştur.

4.4.9. Regresyon Sonuçlarının Yorumlanması

Regresyon modellerinden çıkan sonuca göre, yatırımların kredi derecelendirme kuruluşları tarafından etkilendiği görülmektedir. Çıkan sonuçta gelişmiş, gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkelerin verilen notlardan farklı seviyelerde etkilendiği şeklindedir. Hem ülkelerin gelişmişlikleri hem de veren kredi derecelendirme kuruluşuna göre yüzdelik paylarında değişiklikler olmuştur. Ortaya konulan sonuçlar arasında gelişmiş ülkeler için verilen notlar bu ülkelerin yatırımlarını pozitif yönde etkilemektedir. Bunun sebebi de yatırımcıların yatırım kararı verirken baz aldıkları kredi notalarının gelişmiş ülkeler adına yatırım yapılabilir seviyede ve yüksek notlar olmasından kaynaklıdır. En yüksek seviyede ki AAA seviyesi notlarının gelişmiş ülkeler için kullanıldığı kredi derecelendirme kuruluşları gelecek konusunda da ülkelere + (pozitif) yönlü notlar vermektedir. Kar etmek isteyen yatırımcıların bu durumda kendi faydalarını düşündüğünde yapmış oldukları yatırımlar pozitif şekilde etki etmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerin notlarına bakıldığında tablolardan çıkan sonuçların beklentileri karşıladığı şeklindedir. Gelişmekte olan ülkeler için kredi derecelendirme kuruluşları spekülasyon seviyede ve BB seviyesinde notlar vermektedir. Bu durum da yatırımcıların gelecek konusunda güven vermeyen bu seviye notları kayda değer gördüklerini ve yatırım yapmaktan çekindiklerini göstermektedir. Bu yüzden üç derecelendirme kuruluşunun notları ayrı ayrı değerlendirildiğinde de gelişmekte olan ülkelere S&P ve Moody’s tarafından verilen notların yatırımları negatif etkilediğidir. Diğer derecelendirme kuruluşunun etkisi pozitif olmuştur. Buradan da S&P ve Moody’s verdikleri

notların diğ er derecelendirme kuruluşuna g ore daha katı ve d uş uk seviyelerde olması şeklinde yorumlanmaktadır.

Az gelişmiş   kelere bakıldığında ise verilen notların    b y  k derecelendirme kuruluşu tarafından negatif y nde etkilediğidir.%4 ile %9 seviyesinde yatırımları azalttığı şeklinde regresyon modeli sonucu ulaşılan durumdur. Bu azaltıcı etkinin sebebi de kredi derecelendirme kuruluşlarının verilen notlarda yatırım yapılamaz seviyede olduğu ve ekonomik seviyede az gelişmiş   keleri yeterli seviyede bulmadıklarından kaynaklıdır.



5. TARTIŞMA VE SONUÇ

Kredi derecelendirme kuruluşlarının derecelendirmeleri ve vermiş oldukları notlar, sermaye hareketliliğinin hızlı ve sistemli şekilde işlediği 21. yüzyılda çok fazla önemli olduğunu ortaya koymuştur. Sermayelerin ülkeler içine çekilebilmesi tasarruf açığına maruz kalan ve kalkınma hamlesi olan ülkelerin sermaye hareketliliğini ülkesine getirmek hedefler doğrultusunda kredi derecelendirme kuruluşlarını önemli kılmıştır.

Yaşanan krizler, kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilen yüksek notlar ve yanlış ülke grupları olması o ülkelerde de gerek banka iflaslarının gerek büyük firmalara verilen tavan notların ardından çöküşler yaşanması ile birlikte kredi derecelendirme kuruluşlarına oluşan güvenilirlik kavramının sorgulanması ve göz ardı edilmemesi gerektiğini ortaya koymuştur. Birçok ülkede yaşanan skandallarla desteklenen görüş, ülkelerde kriz sonrası yapması gerekenin tersine daha da durumu güç hale getirmesiyle sonuçlanmıştır. Örneğin Türkiye açısından baktığımızda 2012 yılında ülkede not artışı yapılması gerekirken yapılmaması tepkilere sebep olmuştur.

Derecelendirme işlemi ile sermaye piyasası gelişmekte ve asimetrik bilgi eksikliği giderilmektedir. Derecelendirme işlemi yatırımcıların yatırım kararlarında tek etkili bir faktör olmadığı da bilinmelidir. Sadece yatırımcılar için bakılan unsurlardan bir tanesidir. Küreselleşme ile piyasalar arası sınır kavramı kalmamış ve sermaye rahatça piyasada dolaşabilme imkanına sahip olmuştur. Yatırımcıların da kendilerini garanti altında hissetmek ve doğru tam bilgiye sahip olmak için böyle bir gereksinime ihtiyaç duyulmuştur. Kredi derecelendirme kuruluşları da yatırımcılara sunduğu el kitapçıkları ile bu açığı kapatmak adına faaliyetlerini sürdürmeye devam etmektedirler.

Kredi notunun iyi derecelerde olması borçlanma maliyetlerini düşürürken, bu derecenin düşük seviyelerde olması borçlanma maliyetine katlanmak zorunda olunan yatırımcıların daha fazla maliyetlerle birlikte bu durumu sürdürmek zorunda kalmalarını ifade eder. İyi bir kredi notu ülkelerin yatırım yapılabilir sınıfa girebilmesi için alacakları notu ifade etmektedir. Derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notlar düşük maliyetle geniş bir kitleye yayıldığı için avantajlıdır. Bir taraftan notlar sayesinde yatırımı gerçekleştirecek kişi, kurum veya ülke bilgi sahibi olabilirken, diğer taraftan sermayeyi ihraç edecek olan kurum veya ülke maliyet hakkında bilgi sahibi olabilmektedir.

Kredi derecelendirme kuruluşları piyasada etkinliklerini arttırmalarının ardından kuruluşlara olan tepkiler ve eleştiriler de artmıştır. Kredi derecelendirme kavramında şeffaflığın bulunmaması, piyasa içerisinde çıkar çatışmalarının yaşanmasına neden olması, alandaki rekabet eksikliğinin bulunması, ülkeler ve firmalar adına gelecek tahmininde yanlış kararlar alınmasından kaynaklıdır. Bunun yanında geleceği öngörememeleri ve bunlarla beraber yaşanan krizlerde krizin boyutunu daha da derinleştirmeleri gibi birçok sebep ile birlikte politika ve ekonomi sektörü tarafından sık sık eleştirilere maruz kalmaktadırlar.

Türkiye’de 2000-2016 yılları arasında geçen sürede kredi notlarında ufak değişiklikler olduğu görülmektedir. Yaşanan ülke içi ve küresel krizler not değişimlerinde etkili olmuştur. Üç kuruluşun da kredi notu değişimlerine baktığımızda, not düşüşlerinden sonra ekonomik göstergeler kötüleşmiş ve ülke dışı bağımlı hale gelmiştir. Ancak Türkiye-AB ilişkilerinin düzelmeye başlaması ve istikrarlı politikaların uygulanması ile ülkenin olumlu bir görünüm çizmesi not artırımlarında etkili olmuştur. Türkiye’yi kendi içinde değerlendirerek belli sonuçlara ulaşabiliriz. Buna ek olarak Türkiye’nin AB ülkeleri ile karşılaştırılmalı not analizi yapıldığında Avrupa genelinde Türkiye’nin hangi konumda olduğu ortaya çıkmaktadır. Ekonomik ve politik göstergeler dikkate alınarak yapılan çalışmada, Türkiye’nin AB ülkelerine kıyasla daha yüksek riske sahip olduğu görülmektedir. Politik olarak ülkede yaşanan terörün vermiş olduğu iç karışıklık ile sert siyaset bu riskin yükselmesinde temel rol oynamıştır. Ekonomik göstergeler ise bize şunu göstermektedir. Kişi başına milli geliri yüksek olan ve daha adaletli dağılıma sahip olan ülkelerin kredi notları en üst düzeydedir.

Bu çalışmada kredi derecelendirme kuruluşlarına eleştirilerin haklılık payına ve yatırımlarla olan ilişkisinin derecesine bakılmak, etkinlik üzerinde derecelendirmeler ne kadar payının olduğunu test etmek amacıyla yapılmıştır. 134 ülke ve 2000-2016 yılları arasında üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu olan S&P, Moody’s ve Fitch Ratings’in ülkelere verdikleri notlar 16 yıllık süreç içerisinde yatırımlara ne derecede etkisinin olduğu incelenmiştir. Üç kuruluşa ait kredi vermede kullandıkları değişkenler farklılık içerdiği için ayrı ayrı ve genel model oluşturularak etkisine bakılmıştır. Ayrıca derecelendirme kuruluşları ayrı ayrı gelişmişlik seviyesine göre gruplandırılarak yatırımlar üzerinde etkisi dikkate alınmış ve analize dahil edilmiştir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının yatırımlar üzerinde etkisi regresyon yöntemiyle açıklanmıştır. Kurulan regresyon sonucunda üç büyük kredi derecelendirme kuruluşlarından

ikisinin S&P ve Moody's kuruluşlarının yatırımlar üzerinde etkisi olduğunu ve %4 seviyesinde gerçekleştiğini tespit edilmişti. Fitch derecelendirme kuruluşunun etkisinin diğerlerine göre daha farklı negatif seviyede etkisi çıkmıştır. Bu bizim çalışmamızda dünya üzerindeki Pazar paylarına baktığımızda %13 gibi az seviyede olan Fitch derecelendirme kuruluşunu destekler nitelikte ortaya konmuştur. Diğer derecelendirme kuruluşları Pazar payı hakimiyetlerinin daha yüksek seviyede olması ve verdikleri notların ekonomi, politik, siyasi sebepler dışında dini, konum gereği ve tarihsel süreçteki birçok etkiyi dikkate alarak daha yanlı notlar vermeleri, bu verdikleri notları da düşük seviyede vermeleri bizim çalışmamızda bu çalışmayı tercih etmemizi ve çalışmamızın konusunda seçim sebepleri arasında olan konulardan biridir.

Ülkelerin gelişmişlik seviyelerine göre ayırdığımızda gelişmekte olan ülkelere verilen notların beklendiği gibi yüksek seviyelerden kaynaklı pozitif olduğu ortaya çıkmıştır. Gelişmiş ülkelerde yaşanan olumsuz durumlarda daha yavaş hareket ettikleri ve hatta geç kalınmış notların düşürülmediği ve arkasından yaşanan olayların neler olduğunu birçok skandallar ile ortaya konulmuştur. Gelişmekte olan ülkelere de bunun aksine, yaşanan en ufak bir olumsuz durumda, hızlı hareket etmeyen kredi derecelendirme kuruluşları ülkenin notunu kısa sürede aşağıya çekmektedir. Yükseltmek adına da olumlu durumlar olsa bile enflasyon, işsizlik, ülkenin konumu, çevresinde yaşanan olaylar ve sürdürülebilirlik gibi kavramları öne sürerek notlarında artış yaparken cimri davrandıklarını göstermiştir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye adına tarihsel süreç içerisinde ve kuruldukları merkezleri düşündüğümüzde haçlılardan bu yana gelen intikam, nefret ve geçmişten gelen birçok sebep ile Türkiye adına not verir iken adil davranmadıkları savunulan düşünceler arasındadır. Gelişmekte olan ülkelere ait verilere bakıldığında çok az seviyede pozitif ve az seviyede negatif etkisi olduğu da bunu destekler niteliktedir. Çünkü vermiş oldukları notları spekülâtif seviyede kullanan kredi derecelendirme kuruluşları tarihte yatırım yapılabilir seviyedeki notları gelişmekte olan ülkeler adına kullanmamışlardır.

Az gelişmiş ülkelerde negatif etkinin üç derecelendirme kuruluşu tarafında ayrı ayrı regresyon modellerinde görülmüş olması da tezimizi destekler niteliktedir. Regresyon modellerinde dengesiz panel kullanılarak 134 ülke ile 16 yıllık süreçte çalışılmıştır. Kullanılan notların yatırım yapılamaz seviyede olması az gelişmiş ülkelere ait verilerin yatırımlar üzerinde etkisinin negatif çıkması çalışmanın başlangıcında beklenen sonuçlar

arasında olan durumdur. Ekonomisinin iyi olmadığı ve ülkelerinde gelişme seviyesinde gelişmekte olan ülkeler seviyesine geçemeyen birçok Afrika ülkesi ve Ortadoğu ülkesi bu ülkeler içerisinde yer almaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının notları değerlendirirken aldığı kriterler değerlendirildiğinde bu gibi sonuçlarda verdikleri notlarda beklentileri karşılamaktadır.

Yapılan literatür araştırmasında da Akçayır ve Demir'e göre KDK'larının güvenilirliklerine ilişkin sonucun olumlu çıkmadığı bizim tezimizde beklenen ve ulaşılan sonuç olarak karşımıza çıkmaktadır. Yapılan panel çalışmalarında ise Kabadayı'nın çalışmasında olduğu gibi kredi derecelendirme notları bağımlı değişken olarak kullanılmış bağımsız değişken olarak cari açık, borç oranı ve reel döviz kurunun ülke kredi notunu olumsuz etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Bizim çalışmamızda ise literatür incelendiğinde farklı olarak daha önce yapılmamış olan kredi derecelendirme kuruluşları değişken olarak bağımsız değişken olarak kullanılmış ve yatırımlar değişkeni bağımlı değişken olarak tutulmuştur. Diğerlerinden farklı olarak yapılan bu çalışmada kredi derecelendirme kuruluşlarının notları yatırımlar üzerinde hem topluca etkisine bakılmış hem de ayrı ayrı üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun etkisi incelenmiştir. Ayrıca yapılan çalışmada ülke gelişmişlik düzeylerine ayrılarak gruplar halinde yatırımcıların verilen kredi notlarından ne kadar etkilendiği ve yatırımlarını hangi seviyede değiştirdiği şeklinde bilim alanında ortaya konulmuştur. Bizim çalışmamızda da yatırımlar ve yatırım yapan yatırımcılar kredi notlarından etkilendikleri şeklinde ortaya konulmuştur.

6. KAYNAKLAR

- Adalı, S. (2011). *Bir Risk Ölçüm Aracı Olarak Kredi Derecelendirme ve Getiri Analizi: İMKB Sanayi Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Uygulama*, Doktora Tezi, Kadir Has Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü: İstanbul.
- Akçayır, Ö. (2013). *Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Güvenirliklerinin Sorgulanması: Türkiye'nin Kredi Derecelendirme Geçmişi ve Bugünü (1992-2012)*, Yüksek Lisans Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta.
- Akçayır, Ö., & Yıldız, Z. (2014). Kredi Derecelendirme Notlarının Uluslararası Standardizasyonu ve Türkiye Analizi (1992-2013) : Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme Endeksi, Celalabat, *Akademik Bakış Dergisi*, S.40.
- Allison, P. (2009) *Fixed Effects Regression Models*. Thousand Oaks
- Altunkaya, H.İ. (2013). *Ülkelerin Uzun Dönem Kredi Notlarının Derecelendirilmesinde Önemli Değişkenlerin Veri Madenciliği Teknikleri Kullanılarak Belirlenmesi*, Yüksek Lisans Tezi, Ankara: Hacettepe Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü
- Atık, H. (2006). “Kriz Erken Uyarı Sinyalleri Olarak Dış Ticaret Hareketleri”, *Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri*, Der. Halil Seyidoğlu ve Rıfat Yıldız, İstanbul: Arıkan Yayınları, ss.331-346
- Ayaydın, H. (2008). Doğrudan Yabancı Yatırımlar İle Ekonomik Büyüme Arasındaki ilişkinin İncelenmesi: Türkiye Örneği. Yüksek Lisans Tezi, Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Trabzon.
- Aydemir, C., Arslan, İ., Uncu, F. (2012). ‘Doğrudan Yabancı Yatırımların Dünya’daki ve Türkiye’deki Gelişimi’ *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* 23, ss. 69 - 104
- Babuşçu, Ş. (1997). Bankacılıkta Risk Değerlendirmesi(Rating) ve Türk Bankacılık Sektörüne Uygulanması, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara
- Balestra, (1992) “Formulation and Estimation of Econometric Models for Panel Data". *The Econometrics of Panel Data*, Amsterdam
- Baltagi, B. (2008). *Econometric analysis of panel data*. John Wiley & Sons.
- Baltagi, B. H.(2005) *Econometric Analysis of Panel Data*, Third Edition, John Wiley&Sons Inc, İngiltere
- Bolatoğlu, N. (2005). Türkiye’de Yurtiçi Yatırım ve Yurtiçi Tasarruf Oranları Arasındaki İlişki, *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, c. 16, s. 56, ss. 19-32.
- Bostancı, M. C. (2012). *Küresel Krizin Dinamikleri ve Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Kredibilitesi*, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü: İstanbul.

- Caravcı, A. (2000). Uluslararası Sermaye Hareketleri: Giriş ve Temel Kavramlar, Kaynak: www2.aku.edu.tr/~mmasca/1_hafta_USH_Temel_tanimlar.pdf,
- Çabukel, R. (2016). Basel-2 Kapsamında Kredi Derecelendirmesi ve Kurumsal Kredilerde Sermaye Yükümlülüğü: Karşılaştırmalı Analiz, Manisa Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi c.14, s.4, ss.161-190
- Çalışkan, Ö.V. (2002). Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Risk Değerlendirme Kriterleri, *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, s.1 ss.53-66
- Dağ, M. & Çelik, M. (2018). Yatırım Teşvikleri Nedir? Kavram ve Kapsamı Üzerine Bir Değerlendirme 'Bitlis Eren Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt7 sayı 2 s.s 863-875
- Demir, M. (2014). *Kredi Derecelendirme Kuruluşları Derecelendirme Süreçleri ve Türkiye*, Yüksek Lisans Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Aydın.
- Demir, Y. (2007). “Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Olan Etkisinin Türkiye Bağlamında Test Edilmesi”, *Muhasebe Finansman Dergisi*, Sayı 34, ss.152-161
- Demirel, O.(2006). Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Ekonomik Büyümeye Etkileri ve Türkiye Uygulaması, Yüksek Lisans Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta
- Devlet Planlama Teşkilatı (2000), Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları - Özel İhtisas Komisyonu Raporu.
- Dinler, Z. (1998). *İktisada Giriş*, Bursa: Ekin Kitabevi Yayınları.
- Durmaz, A. (2012). *Yabancı Sermaye Çekmede Türk Diasporası'nın Etkinliği*, Yüksek Lisans Tezi, Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Trabzon.
- Düzgün, R. (2008). Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Yurtiçi Yatırımlar Arasındaki Eş Bütünleşme İlişkisi: Türkiye Örneği, *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Dergisi*, c. 9, s. 1, s.s. 187-204.
- Ekinci, A. (2011). Doğrudan Yabancı Yatırımların Ekonomik Büyüme ve İstihdama Etkisi: Türkiye Uygulaması (1980-2010). *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 6(2), ss. 71-96
- Eren, E. (2010). Derecelendirme Kuruluşlarının Sorumluluğu. Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara
- Erkan, M. ve Demircioğlu, M.Y. (2010). ‘Ülke Derecelendirmesinin Ekonomik Kamu Düzeni Üzerindeki Etkisi’ *İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, C.I, No:1.
- Fıkırkoca, E., Altaş, G., Bayram, D., Özer, M. (2015). Türkiye Sermaye Piyasası 2014(Birinci baskı).İstanbul: Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği.

- Fitchratings, (2014). Definitions of Ratings and Other Forms of Opinion, Kaynak:https://www.fitchratings.com/web_content/ratings/fitch_ratings_definitions_and_scales.pdf, (Erişim Tarihi: 26.02.2015).
- Geçer, T. (2012). “Kredi Sistemi ve Kredi Garanti Programları”, *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 11(21), 215-228
- Geyikçi, U.B. ve Mucan, B.(2016) ‘Reklam Harcamalarının Finansal Duruma Olan Etkisinin Panel Veri Analizi Yöntemiyle Ölçümü ‘, *Sosyal Bilimler Dergisi* sayı:50 ss.68-85
- Gujerati, D.(2003) “Basic Econometrics”, 2003GÖK S., “Rusya Federasyonu Kamu Yönetimi Sisteminde Değişim Trendleri”, II. Bölgesel Sorunlar ve Türkiye Sempozyumu 1-2 Ekim 2012,
- Harmancı, S. (2013). *Ülke Kredi Derecelendirme Notlarının Finansal Piyasalar Üzerine Etkisi ve Borsa İstanbul 100 Endeksi Üzerine Bir Uygulama*, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Hasbi, D. T. (2012). *Kredi Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Yapılan Not Değerlendirmelerinin Ülke Ekonomileri Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği*, 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, Türkiye Cumhuriyeti Kalkınma Bakanlığı Yayın No:2923
- HSIAO, C. (2003). *Analysis of Panel Data*, 2nd Edition, Cambridge University Press, Cambridge (Econometric Society Monograph No. 34)
- Işık, O. (2011). Uluslararası Hukukta Yatırım Kavramı: Antlaşmalar Temelinde Bir Değerlendirme, *Uluslararası Hukuk ve Politika Dergisi*, c. 7, s. 28, ss. 125-145
- Judge, G. G., William E. Griffiths, R., Carter H., Helmut L., and Lee T.C. (1985). *The Theory and Practice of Econometrics*, 2nd ed., John Wiley and Sons, New York
- Kabadayı, B. (2012). *Ülke Kredi Notlarını Etkileyen Faktörler: Yükselen Ekonomiler ve Türkiye Örneği*, Doktora Tezi, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Erzurum.
- Kar, M. & Taban, S. (2006). Kriz Erken Uyarı Sinyalleri Olarak Reel Ekonomi Göstergeleri”, *Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri*, Der. Halil Seyidoğlu ve Rıfat Yıldız, İstanbul: Arıkan Yayınları, ss.423-464
- Karaca, N. (2005). “Kredi Derecelendirme Kuruluşları”, T.C. Maliye Bakanlığı Araştırma Planlama ve Koordinasyon Kurulu Başkanlığı, Rapor No. 5, 15 Mart
- Karadeniz, H.G. (2014). *Türkiye Ekonomisinde Yaşanan Krizlerin Erken Uyarı Sistemi ile Sınanması*, Yüksek Lisans Tezi, Manisa: Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

- Karagöl, E.T. & Mıhçıokur Ü.İ. (2012). Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Alternatif Arayışlar, *Seta Vakfı ,Seta Rapor*, No:7
- Kargı, B.(2014). Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Türkiye'nin Kredi Notu Üzerine Bir İnceleme (1998-2013), *The Journal of Academic Social Science Studies Dergisi*, sayı 24 ss. 351-370
- Kedikli, E. (2015). *Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Ekonomik Etkilerinin İncelenmesi*, Yüksek Lisans Tezi, Avrasya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Trabzon.
- Kraussl, R. (2003). "Do Credit Rating Agencies Add to the Dynamics of Emerging Market Crises?", Center For Financial Studies, J.W.Goethe University Publication
- Nur, H. B. & Dilber, İ. (2017). Gelişmekte Olan Ülkelerde Doğrudan Yabancı Yatırımları Belirleyen Temel Unsurlar. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* c.32, s.2, s.s. 15-45
- Ovalı, S. (2014). Ülke Kredi Notu Değerlendirme Kriterleri Açısından Türkiye: Ab İle Karşılaştırmalı Analiz, *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, c.10, s.23, ss.53-80
- Öz, S. (2009). "Büyük Bunalım Deneyiminde Küresel Kriz", Ekonomik Araştırma Forumu TÜSİAD Koç Üniversitesi, 1-6
- Paker, A. (2014). *Küresel Finansal Krizler: 2008 Yılı Küresel Finansal Krizin Türkiye ve Seçilmiş Ekonomilere Etkileri*, Yüksek Lisans Tezi, Yaşar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- Paslı, G. (2011). '*Dünya'da Yabancı Sermaye Hareketlerinin Analizi, Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerindeki Etkileri*' Yüksek Lisans Tezi, Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Trabzon.
- Pirgaip, B. (2017). Derecelendirme Notu Değişikliklerinin Borsa İstanbul (Bist) Pay Piyasası'na Etkileri, *Ege Akademik Bakış Dergisi* , c.17 s. 3 ss. 351-368
- Seyidoğlu, Halil. (2001), *Uluslararası Finans*, 3.Baskı, Güzem Yayınları No: 16, İstanbul
- Somçağ, S. (2006). *Türkiye'nin Ekonomik Krizi, Oluşumu ve Çıkış Yolları*, İstanbul: 2006 Yayınevi
- Stimson, J. A. (1985). Regression in space and time: A statistical essay. *American Journal of Political Science*, 914-947.
- Tatoğlu, Ferda Yerdelen, (2012), "Panel Veri Ekonometrisi", *Beta Yayınları*, İstanbul
- Tekin, İ. Ç. (2016). Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Öngöremedikleri Krizler ve İflaslar *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi* Cilt: 19 41.Yıl Özel Sayısı ss.181-205

- Toraman, C. & Yürük, F.M. (2014). ‘ Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Finansal Krizlere Etkileri’ *Bitlis Eren Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* Cilt:3 Sayı:1 ss.127-154
- Tuncer, H. (2008). *Türkiye’de 1990 Sonrası Finansal Krizlerin Erken Uyarı Sinyalleri ve Nitelikleri İtibariyle Karşılaştırılması*, İstanbul: Maltepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi
- Ülgener, S. F. (1991). *Milli Gelir, İstihdam ve İktisadi Büyüme*. İstanbul: Der Yayınları
- White, L.J. (2010). Markets: The Credit Rating Agencies. *Journal of Economic Perspectives*, 24(2): 211-26.
- Yalas, E. (2010). *Krizden(2001) Krize(2008) Bankacılık Sektöründe Yeniden Yapılandırma Sürecinin Analizi*, Yüksek Lisans Tezi, Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Çanakkale.
- Yased, (2015). Uluslararası Doğrudan Yatırımlar 2014 Yılsonu Değerlendirme Raporu, Uluslararası Yatırımcılar Derneği.
- Yazıcı, M. (2009). Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Önemi ve Denetimi. *Maliye ve Finans Yazıları Hakemli Dergisi*, Sayı: 82, 1-17
- Yenipazarlı, A. , Bulut, E. , & Kavak, G. (2017). ‘Seçilmiş Ülke ve Ülke Gruplarında Kredi Derecelerinin Yatırımlar Üzerindeki Etkisi’ *Aydın İktisat Fakültesi Dergisi*, 2(1), 80-104.
- Yıldırım, M. C. (2010). *Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Ödemeler Bilançosu Üzerindeki Etkileri ve Türkiye Örneği*, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Yıldız, Ü. (2014). Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Ülke Kredi Notlarının Makroekonomik Belirleyicileri: Panel Veri Analizi, Yüksek Lisans Tezi, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir.

İnternet Kaynakları

- <https://www.yenisafak.com/yazarlar/erdaltanaskaragol/kredi-derecelendirme-kuruluslarinin-notlari-2049290> (Erişim Tarihi: 09.01.2019).
- https://www.fitchratings.com/gws/en/fitchwire/fitchwirearticle/2014-Likely-a?pr_id=801697 (Erişim Tarihi: 29.06.2019).
- www.aku.edu.tr/~mmasca/1_hafta_USH_Temel_tanimlar.pdf,
- http://tdk.gov.tr/index.php?option=com_bts&arama=kelime&guid=TDK.GTS.5c364a6c01add6.87186262 (Erişim Tarihi: 09.01.2019).
- http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/ec12a99b-0005-4b97-a787-584fe41b72ee/Bulten_Turkce18.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ec12a99b-0005-4b97-a787-584fe41b72ee,

http://www.yased.org.tr/webportal/Turkish/Yayinlar/Documents/YASED_UDYRaporu_2014yilsonu-Subat2015%20tasarim.pdf, (Erişim Tarihi: 21.05.2015).

http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/ec12a99b-0005-4b97-a787-584fe41b72ee/Bulten_Turkce18.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ec12a99b-0005-4b97-a787-584fe41b72ee,

<https://countryeconomy.com/indicators> (Erişim Tarihi: 05.05.2017).

<https://www.moodys.com> (Erişim Tarihi: 06.05.2018).

<https://www.spratings.com> (Erişim Tarihi: 21.05.2018).

<https://www.fikriyat.com/ekonomi/2018/09/19/abd-tarihindeki-en-buyuk-iflas> (Erişim Tarihi: 18.03.2019).

<https://www.fitchratings.com> (Erişim Tarihi: 21.01.2019).



7. EKLER

Ek 1. Kredi Derecelendirme Notlarının Kurumlara Göre Eşitleme Yöntemi

FİTCH	S&P	MOODY'S	KOD
	NR	WR	0
DDD	D	C	1
DD	SD	Ca	2
D	C	Caa3	3
RD	CC	Caa2	4
C	CC-	Caa1	5
CC	CCC	B3	6
CC-	CCC+	B2	7
CCC	B-	B1	8
CCC+	B	Ba3	9
B-	B+	Ba2	10
B	BB-	Ba1	11
B+	BB	Baa3	12
BB-	BB+	Baa2	13
BB	BBB-	Baa1	14
BB+	BBB	A3	15
BBB-	BBB+	A2	16
BBB	A-	A1	17
BBB+	A	Aa3	18
A-	A+	Aa2	19
A	AA-	Aa1	20
A+	AA	Aaa	21
AA-	AA+		22
AA	AAA		23
AA+			24
AAA			25

Kaynak: <https://countryeconomy.com/indicators> adresinden yararlanılmıştır.

ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler

Adı Soyadı : Gamze KAVAK

Doğum Yeri ve Tarihi : Bursa / 11.04.1992

Eğitim Durumu

Lisans Öğrenimi : Anadolu Üniversitesi / İ.İ.B.F. / İktisat

Lisansüstü Öğrenimi : Aydın Adnan Menderes Üniversitesi / Sosyal Bilimler

Enstitüsü / İktisat Ana Bilim Dalı / Yüksek Lisans

İş Deneyimi

Türkiye Cumhuriyeti Gençlik ve Spor Bakanlığı (2018-halen)

İletişim

E-posta Adresi :gamze_kvkv@hotmail.com

Tarih : 09.05.2019