

**KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ
OBJEKTİFLİĞİNİ DEĞERLENDİRME: TÜRKİYE VE
BRIC ÜLKELERİNİN KREDİ NOTLARI
KARŞILAŞTIRILMASI ANALİZİ**

Ahmet Can DEĞER

YÜKSEK LİSANS TEZİ

İktisat Ana Bilim Dalı



**T.C.
BATMAN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ
OBJEKTİFLİĞİNİ DEĞERLENDİRME: TÜRKİYE VE
BRIC ÜLKELERİNİN KREDİ NOTLARI VE
KARŞILAŞTIRILMASI ANALİZİ**

YÜKSEK LİSANS

**Hazırlayan
Ahmet Can DEĞER**

**Danışman
Dr. Öğr. Üyesi Özlem ÜLGER**

**Haziran-2019
BATMAN
Her Hakkı Saklıdır**



**T.C.
BATMAN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

TEZ KABUL VE ONAYI

Dr. Öğr. Üyesi Özlem ÜLGER danışmanlığında Ahmet Can DEĞER, tarafından hazırlanan “Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Objektifliğini Değerlendirme: Türkiye ve BRIC Ülkelerinin Karşılaştırılması Analizi” adlı tez çalışması 17/06/2019 tarihinde aşağıdaki jüri üyeleri tarafından oy birliği ile Batman Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı’nda YÜKSEK LİSANS TEZİ olarak kabul edilmiştir.

Jüri Üyeleri

Başkan
Dr. Öğr. Üyesi Özlem ÜLGER

Üye
Dr. Öğr. Üyesi Onur OĞUZ

Üye
Dr. Öğr. Üyesi Ümit BOZOKLU

Yukarıdaki sonucu onaylarım.

İmza

.....

.....

.....

.....

Doç. Dr. Ferhat KORKMAZ
Enstitü Müdürü

TEZ BİLDİRİMİ

Bu tezdeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edildiğini ve tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada bana ait olmayan her türlü ifade ve bilginin kaynağına eksiksiz atıf yapıldığını bildiririm.

DECLARATION PAGE

I hereby declare that all information in this document has been obtained and presented in accordance with academic rules and ethical conduct. I also declare that, as required by these rules and conduct, I have fully cited and referenced all material and results that are not original to this work.

İmza

Ahmet Can DEĞER

Tarih:18.06.2019

ÖZET

YÜKSEK LİSANS

KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARININ OBJEKTİFLİĞİNİ DEĞERLENDİRME: TÜRKİYE VE BRIC ÜLKELERİNİN KREDİ NOTLARI VE KARŞILAŞTIRMA ANALİZİ

Ahmet Can DEĞER

Batman Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

İktisat Anabilim Dalı

Danışman: Dr. Öğr. Üyesi Özlem ÜLGER

2019, 152 Sayfa

Jüri

Dr. Öğr. Üyesi Özlem ÜLGER

Dr. Öğr. Üyesi Onur OĞUZ

Dr. Öğr. Üyesi Ümit BOZOKLU

Liberalleşmeyle birlikte sermayenin, karlı ve güvenli yatırımlara yönelme arzusu, finansal araçların çeşitliliğinin artması, sermaye piyasalarının giderek şeffaflığını yitirmesi bununla birlikte ülkelerin ve şirketlerin fon ihtiyaçları, kredi derecelendirme kuruluşlarını kilit bir noktaya taşımıştır. Derecelendirme kuruluşları yatırımcıların risk-getirisini ölçerek belirsizliği ortadan kaldıracak bilgiyi yatırımcıya sunar. Yatırımcılar güvenli liman olarak gördüğü derecelendirilmiş finansal araçlara yöneldiğinden, ülkeler ve şirketler bu yatırımcıların fonlarını kendine çekmek için derecelendirme şirketlerinden, derecelendirilme talebinde bulunurlar. Küresel ekonominin işleyişinde kritik rol üstlenen bu kuruluşların bağımsız ve tarafsız bir derecelendirme yapılması ihtiyacı; ülke, şirketler ve yatırımcıların kazanç, maliyet ve itibarı açısından son derece önemlidir. Çünkü derecelendirme ülke ve şirketlerin borçlanma maliyetlerini etkilemektedir. Bu çalışmada kredi derecelendirme kuruluşlarının tarihsel gelişimi, önemli kredi derecelendirme kuruluşları hakkında bilgiler sunulmuş, kredi derecelendirme yöntemleri ve örnek uygulamalarla ele alınmıştır. Derecelendirme kuruluşlarının öngöremediği ülke ekonomik krizleri ve şirket iflaslarından sonra kuruluşların objektifliği tartışılmaya başlanmıştır. Özellikle 2008 yılında yaşanan finansal kriz ve Lehman Brothers olayı, bu kuruluşların objektifliği konusu dünya genelinde sert eleştirilere maruz kalmıştır. Bu kapsamda BRIC ülkeler ile Türkiye'nin politik, ekonomik ve finansal göstergeleri ortaya konmuş olursa-ICRG yöntemine göre birleşik skorlar bulunmuştur. Daha sonra Moody's derecelendirme kuruluşun bu ülkelere verdiği kredi notu ve ülkelerin birleşik skorları karşılaştırılmıştır.

Anahtar Sözcükler: Derecelendirme kuruluşları, objektiflik, karşılaştırma, analiz

ABSTRACT

MS THESIS

ASSESSMENTS OF OBJECTIVITY OF CREDIT RATING ORGANIZATIONS: COMPARATIVE ANALYSIS OF CREDIT RATINGS AND TURKEY AND THE BRIC COUNTRIES

AHMET CAN DEĞER

**THE GRADUATE SCHOOL OF SOCIAL SCIENCE INSTITUTE OF BATMAN
UNIVERSITY THE DEGREE OF MASTER THESIS, DEPARTMENT OF
ECONMICS**

Advisor: Asst. Prof. Özlem ÜLGER

2019, 152 Pages

Jury Assoc.

Asst. Prof. Özlem ÜLGER

Asst. Prof. Onur OĞUZ

Asst. Prof. Ümit BOZOKLU

Along with the liberalization; the fact that capital desires to turn to profitable and safe investments, increase in the diversity of financial instruments, the gradual loss of transparency of capital markets as well as the fund needs of countries and companies have brought credit rating agencies to a key point. Rating agencies provide investors with information that will eliminate uncertainty by measuring the risk-return of investors. Since investors tend towards rated financial instruments that they consider as safe ports, countries and companies request to be rated from rating companies to attract funds from these investors. The need for these institutions playing a critical role in the functioning of the global economy to make an independent and impartial rating is of paramount importance in terms of earnings, cost and reputation of companies and investors; as the rating influences the borrowing costs of countries and companies. In this study, information on important credit rating agencies has been presented; in addition, the historical development of credit rating agencies has been discussed along with credit rating methods and sample applications. After the economic crises of the countries and company bankruptcies, which the rating agencies has not managed to foresee; the objectivity of these institutions in question has been open to dispute. In particular, with the financial crisis in 2008 and Lehman Brothers incident, the objectivity of these institutions came under harsh criticism throughout the world. In this respect, Turkey's political, economic and financial indicators along with those of BRIC counties have been revealed and combined score has been found based on PRS-ICRG method. Then, the rating score that the rating agency of Moody's has given to these countries and the combined scores of countries have been compared.

Keywords: rating organizations, objectivity, comparison, analysis

ÖNSÖZ

Bu çalışmanın yürütülmesi sırasında bana desteklerini esirgemeyen, yol gösteren, danışmanım Dr. Öğr. Üyesi Özlem Ülger'e, beni sabırla dinleyen Dr. Öğr. Üyesi Onur Oğuz'a; tüm eğitim hayatım boyunca benden maddi ve manevi desteklerini esirgemeyen her zaman yanımda olan sevgili babam Şeyhmus Değer ve annem Latife Değer'e, ayrıca, tez çalışmam süresince bana anlayış gösteren destek veren eşim Gül Merve'ye teşekkürlerimi bir borç bilirim.

Ahmet Can DEĞER

SİMGELER VE KISALTMALAR

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BDDK	: Banka Denetleme ve Düzenleme Kurumu
CDS	: Credit Default Swap
GSYİH	: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
KDK	: Kredi Derecelendirme Kuruluşları
MIS	: Moody's Investor Services
NYSE	: New York Menkul Kıymetler Borsası
NASDAG	: National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NRSRO	: Ulusal Olarak Tanınmış İstatistiki Derecelendirme Kuruluşları
OECD	: Ekonomik İş birliği Kalkınma Örgütü
PRS-ICRG	: Political Risk Services-International Country Risk Guide
SEC	: Securities and Exchange Commission (ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu)
S&P	: Standard Poor's
SPK	: Sermaye Piyasası Kurumu
TMB	: Tayland Merkez Bankası
Vd	: Ve Diğerleri
Vb	: Ve Benzeri
%	: Yüzde

TABLÖLER LİSTESİ

Tablo 1.1 NRSRO Kategorisi İçindeki Derecelendirme Kuruluşları.....	16
Tablo 1.2 Harf Notlarının Risk Düzeyi	24
Tablo 1.3 Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Ülke Notu Sistemi.....	25
Tablo 1.4 Standard&Poor's Asya Krizi Öncesi ve Sonrası Derecelendirme Notu.....	34
Tablo 1.5 Standart Poor's ve Fitch Derecelendirme Kuruluşlarının Rusya Krizi Öncesi ve Sonrası Verdiği Notlar	35
Tablo 2. 1 PRS-ICRG Kuruluşu Ülke Riski Değerlendirme Kategorisi ve Faktörleri ..	42
Tablo 2.2 Politik Risk Alt Bileşenleri	44
Tablo 2.3 Politik Risk Değeri Skalası	49
Tablo 2.4 Ekonomik Risk Kategorisinin Alt Faktörleri ve Sayısal Ağırlıkları.....	50
Tablo 2. 5 GSYİH'nın Yüzdesi Olarak Cari Hesap	51
Tablo 2.6 Yıllık Reel GSYİH Artışı Puanlaması	52
Tablo 2.7 Yıllık Enflasyon Artış Puanlaması	53
Tablo 2.8 Bütçe Dengesine Göre Puanlama	54
Tablo 2.9 Kişi Başına Düşen GSYİH Puanlaması Skalası	55
Tablo 2.10 Ekonomik Risk Değeri Skalası	56
Tablo 2.11 Finansal Risk Kategorisi Alt Bileşenleri ve Puanlama Skalası	57
Tablo 2.12 Toplam Mal ve Hizmet İhracatının Yüzdesi Olarak Cari Hesap.....	57
Tablo 2.13 GSYİH'nın Yüzdesi Olarak Toplam Dış Borç ve Puanlama Skalası.....	58
Tablo 2.14 Toplam Mal ve Hizmet İhracatının Yüzdesi Olarak Dış Borç Servisi	59
Tablo 2.15 Döviz Kuru Kararlılığı ve Puanlama	60
Tablo 2.16 İthalatın Yapıldığı Aylar Bazında Net Uluslararası Risk Oranı ve Puanlama Skalası.....	61
Tablo 2.17 Finansal Risk Oranı ve Risk Düzeyi.....	62
Tablo 2.18 Birleşik Ülke Risk Not Baremi	63
Tablo 3.1 Türkiye'nin Kredi Notu Süreci	70
Tablo 3.2 BRIC Ülkelerinin ve Türkiye'nin Kredi Not Durumu (2018)	73
Tablo 3.3 Politik Riskin Alt Bileşenleri ve Bileşenlerin Alabilecekleri Maksimum Puanlar	75
Tablo 3.4 Ülkelerin 2010 Yılına Ait Politik Riskin Alt Bileşenleri-Politik Risk Skoru	76
Tablo 3.5 Ülkelerin 2011 Yılına Ait Politik Riskin Alt Bileşenleri-Politik Risk Skoru	77
Tablo 3.6 Ülkelerin 2012 Yılına Ait Politik Riskin Alt Bileşenleri-Politik Risk Skoru	78
Tablo 3.7 Ülkelerin 2013 Yılına Ait Politik Riskin Alt Bileşenleri-Politik Risk Skoru	80
Tablo 3.8 Ülkelerin 2014 Yılına Ait Politik Riskin Alt Bileşenleri-Politik Risk Skoru	81
Tablo 3.9 Ülkelerin 2015 Yılına Ait Politik Riskin Alt Bileşenleri-Politik Risk Skoru	82
Tablo 3.10 Ülkelerin 2016 Yılına Ait Politik Riskin Alt Bileşenleri-Politik Risk Skoru	83

Tablo 3.11 Ülkelerin 2017 Yılına Ait Politik Riskin Alt Bileşenleri-Politik Risk Skoru	84
Tablo 3.12 Ülkelerin 2010-2017 Yıllarına Ait Politik Risk Skorları ve Kredi Notları..	85
Tablo 3.13 Türkiye'nin KDK Ülke Notu Sistemine Göre Seviye ve ICRG Yöntemine Göre Politik Risk Durumu	86
Tablo 3.14 Brezilya'nın KDK Ülke Notu Sistemine Göre Seviye ve ICRG Yöntemine Göre Politik Risk Durumu	87
Tablo 3.15 Rusya'nın KDK Ülke Notu Sistemine Göre Seviye ve ICRG Yöntemine Göre Politik Risk Durumu	87
Tablo 3.16 Hindistan'ın KDK Ülke Notu Sistemine Göre Seviye ve ICRG Yöntemine Göre Politik Risk Durumu	88
Tablo 3.17 Çin'in KDK Ülke Notu Sistemine Göre Seviye ve ICRG Yöntemine Göre Politik Risk Durumu	89
Tablo 3.18 Ülkelerin 2010-2017 Yılları Arasına Ait Kişi Başına Düşen Oranlara Ait Skorlar.....	91
Tablo 3.19 BRIC Ülkeleri ve Türkiye'nin 2010-2017 Büyüme Oranlarına Ait Skorlar	92
Tablo 3.20 Ülkelerin 2010-2017 Yıllarına Ait Cari Hesap Dengesinin GSYİH' ya Oranı Ait Skorlar.....	94
Tablo 3.21 BRIC Ülkeleri ve Türkiye'nin 2010-2017 Yıllarına Ait Yıllık Enflasyon Skorları.....	95
Tablo 3.22 BRIC Ülkeleri ve Türkiye'nin Bütçe Açıklarının GSYİH' ya Oranı	97
Tablo 3.23 Ülkelerin 2010-2017 Yılları Arasına Ait Ekonomik Risk Skorları ve Moody's Kredi Notları.....	99
Tablo 3.24 Türkiye'nin KDK Ülke Notu Sistemine Göre Seviye ve ICRG Yöntemine Göre Ekonomik Risk Durumu	100
Tablo 3.25 Brezilya'nın KDK Ülke Notu Sistemine Göre Seviye ve ICRG Yöntemine Göre Ekonomik Risk Durumu	101
Tablo 3.26 Rusya'nın KDK Ülke Notu Sistemine Göre Seviye ve ICRG Yöntemine Göre Ekonomik Risk Durumu	101
Tablo 3.27 Hindistan'ın KDK Ülke Notu Sistemine Göre Seviye ve ICRG Yöntemine Göre Ekonomik Risk Durumu	102
Tablo 3.28 Çin'in KDK Ülke Notu Sistemine Göre Seviye ve ICRG Yöntemine Göre Ekonomik Risk Durumu	103
Tablo 3.29 Ülkelerin 2010-2017 Yıllarına Ait Toplam Dış Borç/GSYİH oranına Ait Aldıkları Puanlar.....	105
Tablo 3.30 Ülkelerin 2010-2017 Yılları Arasında Toplam Mal ve Hizmet İhracatının Yüzdesi Olarak Dış Borç Servisi Oranlarına Ait Skorlar	107
Tablo 3.31 Ülkelerin 2010-2017 Yıllarına Arasında Cari Hesaplarının İhracata Oranına Ait Skorlar.....	108
Tablo 3.32 Ülkelerin 2010- 2017 Yıllarına Ait Kur Değişim Yüzdesi Faktöründen Aldıkları Puanlar.....	110
Tablo 3.33 İthalatın Yapıldığı Aylar Bazında Ülkelerin 2010-2017 Yıllarına Ait Net Uluslararası Likidite Oranına Ait Faktör Puanları.....	111

Tablo 3.34 Ülkelerin 2010-2017 Yılları Arasına Ait Finansal Risk Skorları ve Moody's Kredi Notları	112
Tablo 3. 35 Türkiye'nin KDK Ülke Notu Sistemine Göre Seviye ve ICRG Yöntemine Göre Finansal Risk Durumu	113
Tablo 3. 36 Brezilya'nın KDK Ülke Notu Sistemine Göre Seviye ve ICRG Yöntemine Göre Finansal Risk Durumu	114
Tablo 3.37 Rusya'nın KDK Ülke Notu Sistemine Göre Seviye ve ICRG Yöntemine Göre Finansal Risk Durumu	115
Tablo 3.38 Hindistan'ın KDK Ülke Notu Sistemine Göre Seviye ve ICRG Yöntemine Göre Finansal Politik Risk Durumu.....	115
Tablo 3.39 Çin'in KDK Ülke Notu Sistemine Göre Seviye ve ICRG Yöntemine Göre Finansal Risk Durumu	116
Tablo 3.40 Türkiye'nin Birleşik Risk Skorları ve Moody's Kredi Notları.....	118
Tablo 3.41 Brezilya'nın Birleşik Risk Skorları ve Moody's Kredi Notları.....	119
Tablo 3.42 Rusya'nın Birleşik Risk Skorları ve Moody's Kredi Notları	121
Tablo 3.43 Hindistan'ın Birleşik Risk Skorları ve Moody's Kredi Notları.....	122
Tablo 3.44 Çin'in Birleşik Risk Skorları ve Moody's Kredi Notları.....	123
Tablo 3.45 Ülkelerin Kredi Notları- CPFER Puanı	124

GRAFİKLER VE ŞEKİLLER LİSTESİ

Grafik 1.1 NRSRO Bünyesinde Yapılan Toplam Derecelendirme Sayısı.....	17
Grafik 3.1 Yıllar itibariye Üç Büyük Derecelendirme Kuruluşunun Türkiye Kredi Notları.....	71
Grafik 3.2 Türkiye ve BRIC Ülkelerinin Politik Risk Skorları.....	88
Grafik 3.3 Türkiye ve BRIC Ülkelerinin Ekonomik Risk Skorları.....	101
Grafik 3.4 Türkiye ve BRIC Ülkelerinin 2010-2017 Yıllarına Ait Finansal Risk Skorları.....	114
Şekil 1.1 Moody's Derecelendirme Süreci.....	20
Şekil 1.2 Moody's Derecelendirme Süreci.....	28

İÇİNDEKİLER

TEZ BİLDİRİMİ	iv
ÖZET	v
ABSTRACT.....	vi
ÖNSÖZ	vii
SİMGELER VE KISALTMALAR.....	viii
TABLolar LİSTESİ	ix
GRAFİKLER VE ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xii
GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM	3
DERECELENDİRME İLE İLGİLİ KAVRAMLAR.....	3
1.1 Derecelendirme Kavramı ve Özellikleri.....	3
1.2 Derecelendirmenin Tarihi ve Gelişimi.....	4
1.3 Kredi Derecelendirmenin Önemi	7
1.3.1 Derecelendirme Notunun Ülkeler Bakımından Önemi	9
1.3.2 Derecelendirme Notunun Yatırımcılar Bakımından Önemi.....	10
1.3.3 Derecelendirme Kuruluşlarının Finans Kurumları ve Şirketler Bakımından Önemi	11
1.3.4 Derecelendirme Kurumlarının Sermaye Piyasası Bakımından Önemi	12
1.4 Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Derecelendirme Yöntemleri	14
1.5 Kredi Derecelendirmesi Yapılan Borç Araçları	15
1.6 Uluslararası Derecelendirme Kuruluşları ve Rating	16
1.6.1 Uluslararası Derecelendirme Kuruluşları	16
1.6.1.1 Moody's Kredi Derecelendirme Şirketi.....	17
1.6.1.1.1 Moody's Derecelendirme Süreci.....	19
1.6.1.2 Standard & Poor's Derecelendirme Şirketi (S&P)	20
1.6.1.3 Fitch Ratings Şirketi	22
1.6.1.4 Japon Kredi Derecelendirme Kuruluşu (JCR)	23
1.7 Derecelendirme Kuruluşlarının Not Sistemleri.....	23
1.7.1 Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Ülke Notu Sistemleri	23
1.7.2 Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının İşleyişi.....	26
1.7.3 Derecelendirme Kuruluşlarının Gelirleri.....	28

1.7.4 Derecelendirme Kuruluşlarının Dünyada Aldığı Rol ve Etki	29
1.8 Derecelendirme Kuruluşlarına Genel Bir Bakış ve Eleştiriler	30
1.8.1 Derecelendirme Kuruluşları ve Ekonomik Krizler.....	31
1.8.1.1 Meksika Krizi (1994).....	32
1.8.1.2 Asya Krizi (1997)	33
1.8.1.3 Rusya Krizi (1998).....	34
1.8.1.4 Amerika Mortgage Krizi (2008)	36
1.8.2 Derecelendirme Kuruluşları ve Kurumsal Şirketlerde Yaşanan Skandallar ..	37
1.8.2.1 Hannover Re Şirketi.....	37
1.8.2.2 Enron Şirketi (2001)	38
1.8.2.3 Worldcom Şirketi (2002).....	38
1.8.2.4 Parmalat Şirketi (2003).....	39
İKİNCİ BÖLÜM.....	41
DERECELENDİRME İÇİN KULLANILAN ÖLÇÜTLER	41
2.1 PRS-ICRG Ülke Riski Derecelendirme Metodolojisi.....	42
2.1.1. Politik Risk Kategorisi	43
2.1.1.1 Hükümetin İstikrarı.....	44
2.1.1.2 Sosyal-Ekonomik Risk	45
2.1.1.3 Yatırım Profili.....	45
2.1.1.4 İçsel Çatışmalar Riski	46
2.1.1.5 Dış Karışıklıklar Riski	46
2.1.1.6 Yozlaşma	47
2.1.1.7 Askeri Otoritenin Politikaya Etkisi.....	47
2.1.1.8 Dinsel Gerilimler	48
2.1.1.9 Kanun ve Düzenlemeler.....	48
2.1.1.10 Etnik Gerilim	48
2.1.1.11 Demokratik Sorumluluklar	49
2.1.1.12 Bürokrasi Etkisi	49
2.1.1.13 Politik Riskin Değerlendirme Skalası.....	49
2.1.2 Ekonomik Risk Kategorisi	50
2.1.2.1 GSYİH'nın Yüzdesi Olarak Cari Hesap	51
2.1.2.2 Yıllık Gerçek GSYİH Artış Oranı	52
2.1.2.3 Yıllık Enflasyon Artış Oranı.....	53
2.1.2.4 GSYİH'nın Yüzdesi Olarak Bütçe Dengesi	54
2.1.2.5 Kişi Başına Düşen GSYİH	55
2.1.2.6 Ekonomik Risk Faktörünün Değerlendirilmesi	56
2.1.3 Finansal Risk Kategorisi.....	56
2.1.3.1 Toplam Mal ve Hizmet İhracatının Yüzdesi Olarak Cari Hesap	57
2.1.3.2 GSYİH'nın Yüzdesi Olarak Toplam Dış Borç	58
2.1.3.3 Toplam Mal ve Hizmet İhracatının Yüzdesi Olarak Dış Borç Servisi	59
2.1.3.4 Yüzde Değişim Değeri Olarak Döviz Kuru Kararlılığı	60

2.1.3.5 İthalatın Yapıldığı Aylar Bazında Net Uluslararası Likidite	61
2.1.3.6 Finansal Riskin Değerlendirilmesi ve Risk Düzeyi	62
2.2 PRS-ICRG Modelinde Birleşik Ülke Riski Değerlendirmesi	62
2.3 Risk Analizindeki Yöntemler	63
2.3.1 Kantitatif (Nicel) Analiz	64
2.3.2 Kalitatif (Nitel) Analiz	64
2.4 Literatür Çalışması	65
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM	69
TÜRKİYE’NİN KREDİ NOTLARI VE BRIC (Brezilya-Rusya-Hindistan-Çin) ÜLKELERİYLE KARŞILAŞTIRILMASI	69
3. 1 Türkiye’nin Derecelendirme Tarihi ve Gelişimi	69
3.2 Türkiye ve BRIC Ülkelerinin Kredi Notu Karşılaştırması	73
3.3 Türkiye-BRIC Ülkelerinin Performansları ve Göstergelerle Karşılaştırılması	74
3.3.1 Ülkeleri Politik Göstergeler Açısından Değerlendirme	74
3.3.1.1 Ülkelerin Politik Riskin Alt Bileşenleri	75
3.3.1.2 BRIC ve Türkiye’nin Politik Risk Skorları	85
3.3.2 Ülkelerin Ekonomik Göstergeler Açısından Değerlendirilmesi	90
3.3.2.1 Ülkelerin, Kişi Başına Düşen Gayri Safi Geliri (KBDGSG)	91
3.3.2.2 Ülkelerin Reel Büyüme Oranları	92
3.3.2.3 Ülkelerin Cari Hesap Dengesinin GSYİH’ ya Oranı	93
3.3.2.4 Ülkelerin Enflasyon Oranları	95
3.3.2.5 Ülkelerin GSYİH’nın Yüzdesi Olarak Bütçe Dengesi	97
3.3.2.6 BRIC ve Türkiye’nin Ekonomik Risk Skoru	99
3.3.3 Ülkeleri Finansal Göstergeler Açısından Değerlendirme	104
3.3.3.1 Ülkelerin GSYİH’nın Yüzdesi Olarak Toplam Dış Borç Oranı	105
3.3.3.2 Ülkelerin Toplam Mal ve Hizmet İhracatının Yüzdesi Olarak Dış Borç Servisi	106
3.3.3.3 Ülkelerin Toplam Mal ve Hizmet İhracatının Yüzdesi Olarak Cari Hesap	108
3.3.3.4 Ülkelerin Değişim Yüzdesi Olarak Döviz Kuru İstikrarı	109
3.3.3.5 Ülkelerin İthalatın Yapıldığı Aylar Bazında Net Uluslararası Likidite	111
3.3.3.6 BRIC ve Türkiye’nin Finansal Risk Skoru	112
3.3.4 Ülkelerin Birleşik Ülke Riski Skorlar (Karma Skorlar)	117
SONUÇ VE ÖNERİLER	126
KAYNAKLAR	131
ÖZ GEÇMİŞ	139

GİRİŞ

Derecelendirme, kullanılacak kredinin zamanında ve eksiksiz bir şekilde geri ödenme ihtimali hususunda uluslararası sermaye piyasası kriterlerine uygun tarafsız, bağımsız, adil bir sınıflandırma ve değerlendirme faaliyetleri toplamıdır.

Derecelendirme faaliyetleri ilk defa ABD’de ve 1840 yılında doğudan batıya doğru taşınan ticari malların kayıt altına alınmasıyla başlamıştır. Süreç halkın belediye tahvillerini alması ve belediyelerin halka ait borçlarını geri ödeyememesi güven sorununu doğurmuştur. Moody’s şirketinin kurucusu John Moody belediyelerin ödeme gücüne göre sıralama yaparak, yatırımcıya bilgi sunmuş böylece derecelendirme kavramını somutlaştırmıştır (Hürriyet,2012). Günümüzde derecelendirme yapan pek çok kuruluş olmasına rağmen piyasanın yaklaşık yüzde 95’ini derecelendiren Amerikan merkezli üç kuruluş bulunmaktadır. Bunlar Moody’s, Fitch Ratings ve Standard & Poor’s’ tur.

Liberalleşme ile ortaya çıkan gelişmeler, finansal piyasa araçlarının artması, ucuz iş gücü dolayısıyla doğrudan yatırımların başka ülkelere kayma arzusu, şirketlerin pazara yakın olma ve yüksek faiz kazanma isteği vb. gibi etkenler dünya piyasalarına başka boyut kazandırmıştır. Yatırımcıların belirsizliğini ortadan kaldırıp yatırım isteğini yatırıma dönüştürebilmesi için ihtiyaç duyulan bilgiyi sağlayan ve yatırımcıya yön veren uluslararası derecelendirme kuruluşlarının önemi her geçen gün hızla artmaktadır.

Kredi derecelendirme özellikle gelişmekte olan ülkelerin çıkmazda olduğu fon bulma noktasında önemi ortaya çıkmaktadır. Büyümeyi, kalkınmayı sağlamak hem de dünya ile rekabet edip dış ticaret açıklarını kapatmak için fon bulma maliyetinin makul bir seviyede olması gerekmektedir. Bununla birlikte gelişmekte olan ülkelerin, ülke içinde yeterli düzeyde tasarrufa sahip olmadıkları ortadadır. Gelişmiş piyasalardaki rekabet ortamı piyasalarda kar marjlarının düşmesine karlılığın azalmasına neden olmuştur. Bu piyasalardaki yatırımcıların daha karlı piyasalara yatırım yapma isteği derecelendirmenin kritik rolünü ortaya çıkarmıştır. Kredi notları yatırımcıları kendi sermayeyi piyasalarına çekmeye çalışan ülkelerin borçlanma maliyetini düşürecektir. Ayrıca yatırımcılar için de risk belirsizliğini ortadan kaldırdığından, kredi notları iki taraf için de kilit bir rol oynamaktadır.

Kredi derecelendirme kuruluşları her ne kadar bir görüş niteliğinde olsa da sermayeyi yönlendirme konusunda en önemli unsur olduğunu ortaya koymuştur. Kısaca Derecelendirme bir ülkenin ve şirketin dış fonlara rahatça ulaşabilmesini sağlayan etkili bir silahtır. Bu tezin amacı, PRS-ICRG metodolojisi kullanılarak BRIC ve Türkiye'nin birleşik risk skoru bulunacak ve sonradan uluslararası alanda faaliyet gösteren derecelendirme kuruluşlarından Moody's şirketinin, BRIC ve Türkiye'ye verdiği kredi notları ile birleşik risk skoru karşılaştırılması yapılacak olup bunun sonucunda kredi derecelendirme kuruluşlarının, tarafsızlığı ve güvenilirliğini ortaya konulacaktır.

Tezin birinci bölümünde, derecelendirme kavramı ve özellikleri, derecelendirmenin tarihçesi ve öneminden söz edilecektir. Daha sonra en büyük kredi kuruluşlarının not sistemlerine, işleyişlerine, gelirlerine; dünyada aldıkları rol ve etkilerine değinilecektir. Ayrıca ülkelerin ekonomik krizleri ve şirketlerin iflaslarında, derecelendirme kuruluşlarına yapılan eleştirilerden bahsedilecektir.

İkinci bölümünde PRS-ICRG ülke risk derecelendirme metodolojisi, politik, ekonomik ve finansal risk kategorisi ve 22 alt bileşeni ayrıntılı bir şekilde açıklanacak ve uygulamalı örnekler verilecektir.

Üçüncü bölümünde ise BRIC ülkelerinin ve Türkiye'nin 2010-2017 yıllarına ait politik, ekonomik ve finansal göstergeleri, PRS-ICRG metodolojisi kullanılarak elde edilecek değerleri ve Moody's şirketinin bu ülkelere aynı tarih aralığında verdiği kredi notları karşılaştırılacaktır. Ayrıca bileşik risk skorunda virgülden sonra gelen yüzde kısmının beş ve sonrası yukarı doğru yuvarlanmıştır. Bileşik risk skorunda 0-0,65 puanlık bir sapma olabilir.

BİRİNCİ BÖLÜM

DERECELENDİRME İLE İLGİLİ KAVRAMLAR

Kredi derecelendirme ABD'nin belli bir bölgesinde başlayarak günümüzde bütün dünyada varlığını gösteren bir sistemdir. Amaçlarından en önemlisi asimetrik bilgi sorununu ortadan kaldırarak piyasanın işleyişini etkinleştirmektir. Sermaye hareketlerinin artması, kredi derecelendirmenin gelişmesini ve önemini artırmıştır (Kılıçaslan & Giter, 2016, s.61).

1.1 Derecelendirme Kavramı ve Özellikleri

2. Dünya savaşının etkilerinin yavaş yavaş ortadan kalkmasıyla birlikte hızla gelişmeye başlayan finansal piyasalarda ortaya çıkan menkul kıymetleştirme, teknolojik gelişmeler, küreselleşme gibi birtakım gelişmeler yaşanmıştır. Yasal engellerin minimize edilerek liberalleşmenin önünün açılmasıyla beraber finansal piyasalarda rekabet ortamı artmıştır. Bununla birlikte finansal enstrümanların çeşitliliği kredi hacminin artmasını sağlamıştır. Liberalleşmeyle birlikte ulusal ve uluslararası piyasaları daha etkin kullanan finansal aktörler, finansman ihtiyacına rahatça ulaşabilmişlerdir. Piyasaya fon arz eden yatırımcıların, arz ettiği fonların geri dönmeme ihtimali (temerrüde düşme), yatırımın karlılığına bağlı risk derecesi gibi sıraladığımız belirsizliklerin varlığı derecelendirme ve derecelendirme kuruluşlarının ortaya çıkması ve yaygınlaşmasına neden olmuştur (Eren, 2010, s.1).

Finansman ihtiyacı olan ülkeler veya şirketler fon gereksinimini sağlayabilmek için hisse senedi, tahvil, bono gibi menkul kıymet ihraç ederler. Fon arz ve talep edenlerin bulunduğu piyasalardaki en büyük sorunlardan biri asimetrik bilgidir. Yatırımcı neye yatırım yapacağını ve ne seviyede risk ile karşılaşacağını bilememektedir. Aynı zamanda ihraççılarda kendini tanıtmada bir sorun ile karşılaşmaktadır. Derecelendirme kuruluşları bu sorunu çözmede ihraççılara yardımcı olur (Akçayır, 2013, s.1-3).

Literatür araştırmalarında derecelendirme kavramı ile ilgili birçok tanım bulmak mümkün olup her bir kurum ve kuruluş derecelendirmeyi tanımlamıştır. Derecelendirme bir ihraççının genel anlamda kredibilitesini ya da bireysel

yükümlülüklerini yerine getirebilmesine dair bir fikirdir (Moody's, 2018). Derecelendirme; faiz ayrıcalıklı kâr payı, anapara geri ödemesi, sigorta hasarı talebi, karşı tarafa riski gibi bir varlığa ilişkin finansal taahhütlerin yerine getirilme yeteneğini ölçen bir görüş sağlamaktadır (Fitch Ratings, 2018).

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) 12.02.2007 Tarihli ve 26580 sayılı kanun ve tebliğe göre derecelendirme; İşletmelerin risk durumunu ve ödenebilirliklerinin veya borçluluğu sermaye piyasası araçlarının anapara faiz ve benzeri yükümlülüklerinin vadelerinde karşılama bilirliğinin derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyetidir.

Derecelendirme, piyasalar ve piyasalardan yararlanan yatırımcılar için yaşamı basitleştiren, maliyeti yüksek ve zor elde edilecek bilgileri basit sembollerle ortaya koyan bir araçtır (Yanar, 2002, s. 4). Aynı zamanda bir şirket, eyalet veya devlet olarak ihraççının finansal yükümlülüklerini tam ve zamanında karşılamak için oluşturulan bir fikir olarak tanımlanabilir (S&P, 2018).

1.2 Derecelendirmenin Tarihi ve Gelişimi

Kredi değerliliğinde ilk oluşum sanıldığı gibi aksine bankacılık-finance alanında ortaya çıkmamıştır. 1837 yılında Amerika Birleşik Devletleri'nde (ABD) henüz iç savaş yaşanmamışken gelişmiş bölgeden yani doğudan, gelişmekte olan bölge olan yani batıya doğru mal ticareti vardı. Doğudan giden malları satın alan şirketlerin kütük kaydı tutulup sicile işlenmekteydi. Daha sonra "tüccarlar ajansı" diye adlandırılacak bir yapı New York'ta oluşmaya başladı. O tarihlerde doğulu bir tüccar batıdan bir şirkete mal satarken şirketin borcunu zamanında ve tam olarak ödeyip ödemediği hakkında bilgiyi bu sicillerden bakarak bilgi eksikliğini gidermeye başlamıştı. Tüccarlar mal satarken şirketin borcunu ödeyip ödeyemeyeceğini, şirketin siciline göre belirlerdi (Hürriyet, 2012).

19. yy. da sanayi ve ticari anlamda faaliyet gösteren işletmelerin iş kayıtları ticari basın tarafından rapor edilmiştir. 1832 yılında Amerikan Demir Yolları Dergisi (American Railroad Journal) adından bir dergi oluşturulmuştur. Henry Varnum Poor 1849'da derginin yönetimini aldıktan sonra "*Poor's Manual of the Railroads of the*

United States’’ yayınlanmıştır. Poor şirketi 1941 yılında Standard Statistic ile birleşerek Standard & Poor’s (S&P) ismini almıştır (S&P, 2018).

1841 yılında New York’ta ilk ticari anlamda kredi kuruluşunun mimarı Louis Lewis Tappan’dır. (Hürriyet, 2012). Tappan’ın kurduğu firmayı Robert Dun daha sonra satın alarak bünyesine katmıştır. 1849 yılında John Bradstreet yeni bir işletme kurup 1857 yılında ‘kredibilite rehberini’ yayınlamıştır. 1933 yılında gelindiğinde iki işletme Dun &Bradstreet ismi altında birleşmiştir (Langohr, 2008, s. 375-376).

Günümüzde derecelendirme diye adlandırabileceğimiz kavramı, yaptıkları ile somutlaştıran Moody’s’ in kurucusu John Moody’s’tir. 1909 yılında Moody’s İnvestor Service şirketini kurmuştur. O zamanlarda menkul kıymet ihraç ederek (kâğıt) halktan borçlanan yerel idareler temerrüde düşmüştü. Menkul kıymetleri satın alan halk, parasını yerel idarelerden geri alamamıştı. John Moody bir el kitabı hazırlayarak yerel idareleri tasnif edip borcunu en iyi olasılıkta ödeyebilecek idareden, borcunu ödeyemeyecek idareye göre bir sıralama yapmıştır (Hürriyet, 2012). Böylece yatırımcıların hangi yerel idarenin kâğıdını alacağı ile ilgili bir görüş ortaya koymuştur.

Moody; Moody’s ‘‘Manual of Industrial and Corporation Securities’’ (Moody’s ‘in Endüstri ve Şirket Menkul Kıymetleri) adlı el kitabında derecelendirme sembolleri kullanarak yatırımcılara görüş bildirip yatırımcıları yönlendirmiştir. En yüksek kalitedeki borca ‘A’, orta kalitedeki borca ‘B’, en düşük kalitedeki borca da ‘C’ derecesini vermiştir (Hürriyet, 2012). 1914 yılına gelindiğin John Knowles Fitch kendi soyadını taşıyan Fitch Ratings şirketini kurmuştur (Milliyet, 2018) Şirketin yaptığı ilk icraat istatistiksel finansal bilgiler yayınlamak olmuştur. Finansal varlıkların bağımsız analizine duyulan ilgi ve talebi karşılamak için 1924’te ilk defa üç harfli (AAA-D) derecelendirme ölçeğini kullanarak yeniliğin öncüsü olmuştur (Bayar, 2015, s.43-44).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının gelişimi dört temel aşamadan meydana gelmektedir. Bunlar: (Langohr, 2008, s.376-378).

Birinci aşama (1909-1943): Refah seviyesinin arttığı 1920’ de kamu ve özel kesim tarafından tahvil ihraçlarıyla birlikte tahvil piyasası büyük bir gelişim

kaydetmiştir. Bu aşamada ABD’ de derecelendirme kuruluşları ilk defa denetim maksatlı kullanılmaya başlanmış ve bu aşama 2. Dünya Savaşına kadar devam etmiştir.

İkinci aşama (1944-1969): Savaş sonrası belirsizliklerin ortadan kalkması, refahın baş gösterdiği bu süreçte, kredi derecelendirmenin yeterli ilgi görmediği, kuruluşların birkaç analiz uzmanı istihdam edebildiği bir dönemdir. Ekonomik ve finansal istikrarın etkisinde olan piyasalar kredi derecelendirme kuruluşlarının bağımsız analizlerine yeterli bir talep göstermemişlerdir.

Üçüncü aşama (1970-2001): Bu dönemde ise finansal sisteminin temellerini piyasa belirlemiştir. Kurumların denetimine tabi olduğu sabit döviz kuru yerine piyasanın belirlediği esnek döviz kuru sistemine, kredi kontrolleri yerine para arzı sistemine, kurumların işletmeleri fonlandığı sistemden piyasanın işletmeleri fonladığı sisteme geçilmiştir. Bu aşamada kredi derecelendirme kurumlarının gelişimi ve işlem hacmi büyük bir ivme kazanmıştır.

Dördüncü aşama (2002- devam eden aşama): Küreselleşmeyle birlikte pazarın genişlemesi şirketler/kurumların ölçeklerinin büyümesine yol açmıştır. Ayrıca birçok şirketin iflas etmesi, sermaye piyasası kâğıtların karmaşıklığı, yazılımların ve teknolojik alt yapının gelişmesiyle birlikte ortaya çıkan sorunlar ve yenilikler kredi derecelendirme kurumlarının piyasada oluşan başka sorunları çözmesine imkân sağlayacak bir ortam sunmuştur. Şirketlerin büyüme ile ortaya çıkan fon ihtiyaçları ve bu büyümeden kazanç sağlamaya çalışan yatırımcıların, yatırımları için piyasanın belirsizlik ortamı, fon talep edenlerin güven tesis etme arzusu ile birlikte kredi derecelendirmeye talebi artırmıştır, bu durum kredi derecelendirme kuruluşlarının dünyada hızla yayılmasını sağlamıştır.

Kredi Derecelendirme Kuruluşları (KDK) olarak dünya genelinde 150 civarında işletme faaliyet göstermesine rağmen dünya derecelendirme piyasasının yaklaşık yüzde 95’ini ve ABD’nin derecelendirme piyasasının yaklaşık yüzde 97’sini etki altına alan üç büyük kredi derecelendirme kuruluşudur (Monaghan, 2012, s.12). Kredi derecelendirme piyasasının yüzde 80’ini S&P ve Moody’s şirketleri hâkimiyeti altındadır. Geri kalan kredi derecelendirme piyasasının yaklaşık yüzde 14 ‘ü de Fitch Ratings kuruluşunun etkisindedir. S&P ve Moody’s derecelendirme kuruluşlarında ortaya çıkan anlaşmazlık durumunda FitchRatings kuruluşunun görüşü kullanılmaktadır (Hill, 2004, s. 60).

KDK iki tür iş modeli kullanmaktadır: Bu iş modellerinin ilki olan abone temelli (yatırımcı) iş modeli 1970'lere kadar kullanılırken bu tarihten itibaren ise KDK piyasasını elinde tutan üç büyük kuruluş tarafından kullanılan iş modeli olan tahvil ihraç eden şirketin derecelendirme kuruluşuna ödeme yaptığı bir diğer modeldir. Daha önceleri KDK analizlerini fon talep eden şirketlerin çıkarmış olduğu değerli kâğıtlara ücret almazken fon arz edenlere (yatırımcılara) ücret karşılığı satmışlardır. Abone temelli modelde KDK, tahvil ihraç edenlerden bağımsız kalabilmiş olmasına rağmen faaliyetlerini sürdürebilecek bir gelir sağlayamadıkları için ikinci iş modeline geçilmiştir. ABD'de 1970'lerde başlayan ekonomik durgunlukla birlikte fon ihtiyacı olan ihraççı şirketler piyasada güvenilir olduğunu ortaya koymak için KDK'na kendilerini derecelendirmeleri için ödeme yapmışlardır (OECD, 2016, s. 6-7). KDK'nın ana sorumluluğu yatırımcılara gerekli bilgiyi sağlamaktır. KDK'nın ikinci iş modelinin kullanılmasıyla birlikte yatırımcıların bu hizmet karşılığı kredi kuruluşlarına ödeme yapmamaktadır İkinci iş modelinin kullanılmasıyla birlikte ihraççıların (Ülkeler ve şirketler) borç ödeme araçlarını değerlendirilmesi ve derecelendirmesi için KDK'na ödeme yapması, bununla birlikte kredi derecelendirme piyasasının oligopol yapısı, derecelendirme sektöründe ahlaki tehlikeye yol açmaktadır (Bayar, 2015, s. 44).

1970 yılı öncesindeki abone temeli iş modelinde yatırımcılardan kazanmış olduğu gelirle ancak birkaç analizcinin ücretini ödeyebilecek durumda olan KDK'nın ikinci iş modeline geçilmesiyle birlikte iş hacmi ve kazançlarında ortaya çıkan artış önemli boyutlara ulaşmıştır.

1.3 Kredi Derecelendirmenin Önemi

Kredi derecelendirmesi, ülkelerin ekonomisinin ihtiyacı olan dış kaynaklara rahatça ulaşmasında, finansal piyasalarının gelişmesinde ve ekonomik genel riski düşürüp ekonomik istikrarı sürdürebilir bir duruma getirerek ülkelerin büyümesinde önemli ve etkili bir role sahiptir (Ovalı, 2014, s. 56).

KDK'nın ülkelere ve şirketlere verdikleri notlar, borç araçlarına yatırım yapmak isteyen yatırımcıların yatırım kararlarını etkilemektedir. KDK yatırımcıların paralarını hangi ülkeye veya şirkete yönelteceklerini belirlemede önemli bir etkiye sahiptir. Bununla birlikte fon açığını karşılamak isteyen ülkeler ve işletmeler açısından ise KDK,

piyasa faiz oranını etkileyerek borçlanma maliyetlerini ortaya çıkarmaktadır (Ayaz, 2012, s.1). Ülkeler kredi derecelendirme kuruluşlarından elde ettiği yüksek derecelendirme notları ile önemli kazanımlar elde eder. Ayrıca KDK ülkelere verdiği kredi notları ile ülkelerin temin edeceği borçlanma faiz oranını ülkelere göre farklılaştırır ve borçlanabilme çeşitliliğin arttığı, ekonomik dengelerin oluştuğu, işlem hacminin kararlı bir şekilde arttığı ve yatırımcıların piyasaya güven duyacağı bir ortam oluşturur (Şen, 2014, s.8). Derecelendirme kuruluşları fon arz edenlerin (yatırımcıların) bilgi ve zaman maliyetinden kurtararak yatırımcıya yön vermektedir (Blaurock, 2007: 7). Yatırımcıların birçoğu, yatırım yaparken derecelendirilmiş borç araçlarını diğerlerine tercih etmektedir. Hükümetler sermayeyi ülkelere sokmak için derecelendirme kuruluşlardan borç araçlarının değerlendirip ve derecelendirilmesi için talepte bulunurlar (Cantor & Packer, 1986, s.38). Kredi derecelendirme notları bir görüş amaçlı olsa da yatırımcıların kararlarında son derece büyük öneme sahiptir. Tahvil alım-satım kararı, dış kaynaklı kredi borçlanması, ülkelerin alt yapı gibi büyük projeleri için ihtiyaç duyulan finansal kaynakların maliyetlerine etki etmektedir. ABD ve diğer ülkelerde fon arz ve talebi derecelendirme kuruluşlarının vermiş olduğu nota göre şekillenmektedir. Bu durum kredi derecelendirmenin saf bir görüş bildirme amacından çıkıp politik ve siyasi anlamda bir güç olarak kullanılabilir (Karagöl & Mihçioğur, 2012, s.4).

Kredi derecelendirme özellikle gelişmekte olan ülkelerin çıkmazda olduğu fon bulma noktasında önemi ortaya çıkmaktadır. Çünkü hem büyüme ve kalkınmayı sağlamak hem de dünya ile rekabet edip dış ticaret açıklarını kapatmak için fon bulma maliyetinin makul bir seviyede olması gerekmektedir. Bununla birlikte gelişmekte olan ülkelerin, ülke içinde yeterli düzeyde tasarrufa sahip olmadıkları ortadadır. Gelişmiş piyasalardaki rekabet ortamı piyasalarda kar marjlarının düşmesine karlılığın azalmasına neden olmuştur. Bu piyasalardaki yatırımcıların daha karlı piyasalara yatırım yapma isteği derecelendirmenin kritik rolünü ortaya çıkarmıştır. Kredi derecelendirme notları bu piyasalardaki sermayeyi piyasalarına çekmeye çalışan ülkelere maliyet konusunda, bu fonu sağlayacak yatırımcılar için ise alacakları risk konusundaki görüşü iki taraf için kilit bir rol oynamaktadır. Kısaca Derecelendirme bir ülkenin ve şirketin dış fonlara rahatça ulaşabilmesini sağlayan etkili bir silahtır.

1.3.1 Derecelendirme Notunun Ülkeler Bakımından Önemi

Ülkeler dış pazardan ihtiyaç duyduğu fonları karşılayabilmek ve sermayeyi kendi ülkelerine çekebilmesi için derecelendirme kuruluşlarının vermiş olduğu kredi notuyla sağlayabilmektedirler. Derecelendirme kuruluşlarının notları yabancı piyasalardan borçlanmanın temelini oluşturmaktadır. Verilen her yüksek notun derecesi ülkelerin borç maliyetlerini ters yönde etkilemektedir. Faiz oranlarının ülkelerin risk durumuna göre şekillendiği yatırımcı-spekülatör ve uluslararası-ulusal piyasa denge koşullarının olduğu bir durum sağlamaktadır. İşlem hacminin artması ile tesis edilen büyüme ivmesi piyasaların var olan belirsizliği ortadan kaldırarak ekonomik büyümeye katkı sunar. Yatırımcılar için en önemli sorunların başında güven problemi gelmektedir. Bu problemleri ve belirsizlikleri risk derecelendirmelerini yapan derecelendirme kuruluşları ortadan kaldırmaktadır. Böylece piyasada sağlamış olduğu yatırımcı dengesiyle spekülasyonları önlemiş olmaktadır (Halıcı, 2005, s.39). Şirketlerin sürekli olarak sınırları aşan ve yatırımların dünya genelinde yayıldığı küreselleşmiş bir dünyada, riski anlamak ve yönetmek günlük işlerin bir parçası haline gelmiştir. Ülke riskinin değerlendirilmesi, yeni fırsatların belirlenmesine ve operasyonlara yönelik tehditlerin azaltılmasına olanak sağlar (Frisbie, 2018, s.3).

KDK bir ülkenin ekonomik dengeleriyle oynayabilecek kadar öneme sahiptir. Moody's 'in, Kanada'nın kredi notunu inceledikten sonra ortaya atılan ülkenin kredi notunun düşürüleceği ile ilgili haberler, Kanada dolarına, ABD doları karşısında yarım puanlık değer kaybı yaşatmıştır. Kanada'da ortaya çıkardığı mali sarsıntı, KDK'nın en büyük üç kuruluşunun Moody's, Fitch ve S&P'nin, ülkeler için ortaya çıkarabileceği etkileri göstermesi açısından önemli bir olaydır. Dünya piyasalarından borçlanılabilecek 20 trilyon dolara yakın bir parasal hacim söz konusudur. Bu piyasalardan borçlanarak ülkeler birçok sosyal-altyapı projelerini gerçekleştirebilme şansına sahiptirler. Fakat ülkeler bu küresel pazardan fon sağlayabilmesi için büyük ölçüde kredi kuruluşlarının vermiş olduğu notlara bağlı olarak borçlanabilmektedir. (Tutar, Tutar ve Eren 2011, s.10-11).

ABD ve Avrupa fonlar içtüzüğüne göre vatandaşlarının başka ülkede yatırım yapabilmesi için derecelendirme kuruluşlarının yatırım yapılacak ülkeye vermiş olduğu kredi notu skalası 'yatırım yapılabilir' seviyesinde olması şartı, fon arz ve talep

edenlerin KDK'na olan bağımlılığını artırmaktadır. Amerika'nın trilyon dolarları bulan bireysel emeklilik fonları için ortaya konulan yatırım yapılabilir seviye şartı, bazı ülkelerin trilyon dolarlık bu fonlardan yararlanamamasına neden olmaktadır. Şartları sağlayamayan ve dolayısıyla fondan yararlanamayan ülkeler bu fonları kullanabilecek durumda olsalardı, düşük maliyetle borçlanmış olabileceklerdi (Karagöl & Mihçioğur, 2012, s.4).

Özetle, kredi derecelendirme ülkelerin dış kaynaklı fon bulabilme olanaklarını artırır. Ülkelerin boçlanma maliyetlerinin belirlenmesinde kredi derecelendirme kuruluşlarının notları etkili olmaktadır.

1.3.2 Derecelendirme Notunun Yatırımcılar Bakımından Önemi

Kredi derecelendirme, yatırımcıların yatırım yaparken karşılaşılabilecekleri riskleri tespit edilmesinde yatırımcılara bilgi sağlar. Ayrıca yatırımcının, yatırım kararı verirken fon talep eden kuruluşları karşılaştırma imkânı sağlayarak yatırımcıya yatırım kararı vermesinde kolaylık sağlar.

Derecelendirme kuruluşları yatırımcılara yatırım yapmadan önce işletmeler hakkında genel ve özel anlamda bilgi sunarak yatırımcı kararlarında etkin rol oynamaktadır (Şen, 2014, s.13). Bu durum yatırımcılara belirsizlikleri ortadan kaldıran ve etkin piyasa yapısı oluşmasını sağlayan bir ortam tesis eder.

Yatırımcılar, yatırım yapmak istedikleri ülke ve şirketler konusunda yeterli bilgiye sahip olmayabilir veya yeterli bilgiye ulaşamayabilirler. Derecelendirme kuruluşları küresel piyasalar ve şirketler hakkında karşılaştırmalı bir şekilde bilgi sunarak yatırımcının daha sağlıklı ve güvenilir yatırımlara yönelmesini sağlamaktadır (Kedikli, 2015, s.7). Derecelendirme işlemi, yatırımcının kendisi için yapmış olduğu değerlendirmeden daha tarafsız bir bilgi ortaya koyar. Tarafsız bir şekilde yapılan derecelendirmeler, yatırımcı için güvenilir bir şekilde yatırım kararı vermesine olanak sağlar (Halıcı, 2005, s.17). Yatırımcılar ortaya konulan derecelendirmeyle yapacağı yatırımın kar-risk oranlarını karşılaştırıp ileriye yönelik ortaya çıkabilecek belirsiz durumları ortadan kaldırır. Bu durum yatırımcının hedef kâra ulaşma imkânı sunar. Yatırımcılar arasında ortaya çıkabilecek bilgi eksikliğini ortadan kaldırarak piyasanın

daha etkin bir şekilde çalışmasına katkı sağlar (Seval, 2014, s.8). Emeklilik fonları, yatırım fonları, bankacılık ve sigortacılık gibi kurumsal yatırımcılar kendi imkânlarıyla yapmış oldukları analizleri ile derecelendirme kuruluşlarının yapmış olduğu analizleri karşılaştırıp çıkan sonuçların kontrolü sağlanmaktadır (Kedikli, 2015, s.8).

Yatırımcıların portföylerini oluştururken ihtiyaç duyulan bilgileri, sistemli ve toplu bir şekilde sunan ve asimetrik bilgi sorununu çözen derecelendirme kuruluşları yatırımcıların yatırım kararlarını yönlendirme konusunda yatırımcıya büyük bir hizmet sunmaktadır.

1.3.3 Derecelendirme Kuruluşlarının Finans Kurumları ve Şirketler Bakımından Önemi

Kredi derecelendirme sisteminde birçok taraf yer alıp bu süreçten etkilenmektedir. Bilindiği üzere işletmeler, sermaye piyasasının can damarlarındandır. Gerek işletmeleri yönetenler gerekse hissedarlar için derecelendirme kavramının anlamı büyük anlam ifade etmektedir. Derecelendirmenin işletmeler bakımından önemini aşağıdaki şekilde sıralanabilir (Taş, 2011, s.109).

- Bağımsız bir kuruluş tarafından işletmenin bulunduğu konumun, objektif olarak belirlenmesi
- Derecelendirme oluşumuna başlamadan işletmenin iyileştirme sürecine girmesi
- Derecelendirme sonucunda elde edilen notların karşılaştırılması
- Derecelendirme prosedürlerinin oluşturulmasında benzer işletmelerin, derecelendirme rakamlarına uyum sağlanması

Şirketin kalitesi ve işletmenin kurumsallığı hakkında bilgilerin dışarıya duyurulması ve üçüncü kişilerin bilgi ihtiyacının karşılanması bakımından derecelendirme, işletmeler için büyük öneme sahiptir. Bununla birlikte işletmeler aldıkları kredi notuyla kendileriyle ilgili zayıf, güçlü, avantajlı yönlerini görerek kendini tanımış ve işletmenin gelişimini izlemiş olur (Taş, 2011, s.108). Liberalleşmeyle birlikte uluslararası sermaye akımlarının ülke piyasalarını etkisi altına alabildiği bir süreç yaşanmakta ve bu süreçte finansal kurumlar ve bu kurumların başını çeken bankalar ülke ekonomileri için baş aktör durumundadır. Ülke ekonomilerinin sağlıklı ve istikrarlı

bir yapıya kavuşması için finansal alt yapının güçlü olması önem arz etmektedir. Derecelendirme finansal alt yapının kurulması hem de sistemin sorunsuz işlemesi bakımından önemli bir rol üstlenmektedir (Şen, 2014, s.9).

Derecelendirme sisteminin finans kurumlarına faydalarını şu şekilde sıralayabiliriz (Babuşçu, Hazar ve Yenice, 2011, s.383).

- Firmaların risk derecelerini ölçmek suretiyle, banka portföyündeki risk dağılımını optimum düzeyde tutmak ve sorunlu kredileri en aza indirmek,
- Firmaların risk analizini dönemler itibariyle izlemek ve analiz etmek,
- Firmaları risk derecelerine göre birbirleriyle karşılaştırmak,
- Bireysel yorumları ve kararları en aza indirmek,

Reel sektör firmalarını ile finansal kuruluşlar arasında ilişkide, derecelendirme önemli unsurdur. Basel kriterlerine göre firmaların almış olduğu kredi notuna göre bankalar sermaye karşılıkları ayırmak zorundadır. Bu da bankaların her firma için farklı karşılık ayırması demektir. Bir firmanın derecelendirme notu AAA/AA ise banka, firma için yüzde 20 oranında karşılık ayırmak zorundayken bir firmanın notu B- altındaysa banka o firmaya yüzde 150 oranında karşılık ayırmak zorundadır. Bir firma için derecelendirme yapılmamışsa o firmanın risk ağırlığı yüzde 100 kabul edilir ve banka yüzde 100 oranında karşılık ayırmak zorundadır (Geyikçi & Karğın, 2014, s.324).

Özetle derecelendirme kuruluşlarının kriterlerine kendilerini adapte eden firmalar ve finans kurumları yönetsel ve yapısal anlamda daha güçlü bir görüntü çizmektedirler. Bunun sonucunda finansal kurumlar ve firmalar dış dünyayla rekabet edebilmek için dönüşüm göstermektedir. Bu da işletmelerin daha şeffaf olmasını sağlayıp borçlanma maliyetlerini düşürerek işletmelere gelişime açık istikrarlı ve sağlıklı bir piyasa ortamı sağlar.

1.3.4 Derecelendirme Kurumlarının Sermaye Piyasası Bakımından Önemi

Sermaye Piyasası; Modern ekonomi olarak tanınan, ekonomik büyümeyi teşvik eden ve düzenli bir endüstriyel gelişmeyi sağlayan piyasalardır. Ayrıca ekonomik kalkınmada temel rol oynayan, düşük maliyetli fonların sağlandığı, orta ve uzun vadeli

projeleri finanse etmek gibi fonksiyonlara sahiptir (Aklahyel v.d, 2014, s.64). Finansal piyasalarda hızlı bir yükseliş ve piyasaların karmaşık yapısı doğru ve güvenilebilir bilgi ihtiyacını doğurmuştur. Bu durum derecelendirmenin önemini her geçen süre zarfında artırmıştır.

Küreselleşme ile sermaye piyasalarının giderek şeffaflığını yitirmesi ve gelişmiş ülke piyasalarında yeni finansal enstrümanların çeşitliğinin artmasıyla derecelendirmenin önemi artmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşlarınca sağlanan tarafsız, bağımsız ve güvenilebilir bilgi gereksinimini ortaya çıkarmıştır. Yatırımcıların çoğu derecelendirilmiş olan finansal araçlara yatırım yapmayı diğer araçlara tercih ettiğinden, ülkeler yatırımcıları sermaye piyasasına çekmek için derecelendirilme talebinde bulunmaktadır (Cantor & Packer, 1996, s.38-39).

Yazıcı'nın 2009 yılında yayınlanan çalışmasında derecelendirmenin ekonomiye ve bununla birlikte sermaye piyasasına kazandırdığı faydalar şöyle sıralanabilir;

- Ekonomiye güvenilir ve istikrar içinde gelişen piyasalar kazandırır.
- Ekonominin dış kaynak ihtiyacını karşılar ve ulusal piyasaların uluslararası piyasalarla bütünleşmesini sağlar.
- Ekonominin genel risk düzeyini sınırlandırarak, mali işlemlerin etkinliğini artırır ve büyümenin daha etkin fon ihtiyacını sağlar.

Yukarıda sayılan faydalar etkin çalışan, düzenlenen ve denetlenebilen piyasalarda sağlanabilir (Yazıcı, 2009, s.4). Tarafsızlıktan uzak piyasalarda, ülke ve kurumlarının derecelendirmeleri sağlıklı olamayacağından istikrarlı ekonomik büyüme ve mali yapı söz konusu olamaz.

Kredi derecelendirmesi uluslararası sermaye piyasalarındaki standartlara uygun ve tarafsız bir ölçü sağlayarak ihraççıların borç almak için çıkardıkları menkul kıymetlere yatırım yapacaklara, yatırımları karşılığında almış oldukları risk düzeyini gösterecektir (Yardımcı & Bora, 2013, s.112).

Derecelendirme kuruluşlarının kurumsal ve profesyonel kimlikleri yatırımcılar açısından bir güven olarak algılanmaktadır. Bu sayede yatırımcının bilgi eksiği olduğu

ya da bilgisinin olmadığı piyasaları karşılaştırmak veya tanımak için bu kuruluşların analizlerinden, açıklamış olduğu bilgi ve görüşlerden yararlanmaktadırlar. İşletmelerin ihraç ettiği menkul kıymetlerinin talebini buna bağlı olarak piyasa değerini belirlemede yatırımcıları yönlendirmede baş aktör olan derecelendirme kuruluşlarının işletmeler için verdiği notlar etkili olduğundan, işletmelerin fon bulmada ve uygun maliyetle borçlanmada derecelendirme kritik noktadadır. Yatırımların ülke piyasalarına girmesiyle sermaye piyasasının işlem hacmi genişleyip işlem derinliği artacaktır.

1.4 Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Derecelendirme Yöntemleri

Günümüz şartlarında sürekli değişen ve gelişen ekonomik ve finansal koşullar doğrultusunda derecelendirme kuruluşları bu doğrultuda bilgilerini güncel tutmaktadır. Derecelendirme kuruluşlarının başarısı ve etkinliği yönetsel anlamda belirli farklılık gösterse de genel anlamda tecrübe ve bilgi birikimi etkin rol oynamaktadır. Bu kuruluşlar faaliyetlerini deneyimli ve bilgi birikimi yüksek çalışanlarla yapmaktadırlar (Moody's, 2018).

KDK kredi notlarına ulaşmaya çalışırken genel açıdan birbirlerine benzer yöntemler kullanırlar. Ancak bu kuruluşlar birbirinden ayrı ve bağımsız hareket ettiklerinden ortaya çıkan yaklaşım ve derecelendirme farklılık gösterebilmektedir. Genel anlamda KDK' ı ülkeler ve işletmeler hakkında kredi riskleri ile ilgili görüş ortaya koyarken istatistiksel / matematiksel modelleri ya da bu iki yöntemin kombinasyonunu kullanmaktadırlar (Seval, 2016, s.92). Model sonucu ortaya çıkan notlar nicel (kantitatif) verilere dayanarak ve bu notların matematiksel modellere dönüştürülmesi neticesinde kredi notları belirlenmektedir.

Analistlere bağlı yöntemde ise süreç değerlendirmeye tabi tutulacak şirket veya belediye için bir analist atanır ve atanan analistle birlikte çalışacak yeterli sayıda uzmanla, ihraççı hakkında ihtiyaç duyulan veri ve bilgi toplanarak ilerler. Analistler ve uzmanlar bu bilgileri ihraççının kamuya açıkladığı ya da ihraççı ile özel görüşmelerinden etmiş olduğu bilgi ile sağlar. Bu bilgiler neticesinde ihraççının faaliyet performansını, finansal durumunu, kurumsal politikasını ve risk yönetim stratejilerini ortaya koyup değerlendirilerek bir kredi notu elde edilir (Seval, 2016, s.92). KDK genellikle kendine has bir derecelendirme yöntemi geliştirmişlerdir. Bilançoların

çeşitli kalemlerini karşılaştırarak ortaya çıkan rasyoları kullanmaktadırlar. Bu kuruluşlar ihraççıları değerlemeye tabi tutarken benzer işletmelerin, bankalardan vb. gibi kurumların ortaya koyduğu ikincil kaynakların bilgilerinden faydalanmaktadırlar (Taş, 2004, s.1).

Özetle, derecelendirme kuruluşları toplamış olduğu verileri bilgiye dönüştürerek ortaya koyduğu birincil kaynaktan yararlanmaktadır. Bir diğer yöntem ise piyasa içinde yer alan ikincil kaynak dediğimiz bilgileri kullanmaktadırlar. Daha sonra birincil ve ikincil kaynakları harmanladığı ve kredi notlarının ortaya konduğu bir yöntem oluşmaktadır.

1.5 Kredi Derecelendirmesi Yapılan Borç Araçları

Küreselleşme ve kapitalizmin yaygınlaşmasıyla birlikte sermayenin pek çok ülkeye kurumlarıyla girmesi finansal piyasaların borç kalemlerinin çeşitlenmesine neden olmuş ve sermaye piyasalarının büyüüp gelişmesini sağlamamıştır. Bununla birlikte piyasaya pek çok bilginin akmasıyla bu bilgilerin analiz edilmesi noktasında oluşan talebi sağlayan kredi derecelendirme kuruluşları bu eksikliği ortadan kaldırarak uzman ve profesyonel çalışmalarıyla yatırımcıların bilgi eksikliğini gidermişlerdir. Ayrıca yatırımcıların üstlendikleri riskler konusunda bilgi sağlayarak belirsizlikleri ortadan kaldırma noktasında rol oynamışlardır (Seval, 2016, s.32).

Derecelendirme kuruluşları finansal araçları ve fon talebi olan ihraççıların kredibilitesini değerlendirme sürecidir. Değerlendirmeye tabi tutulan borç araçları aşağıda belirtilmiştir (Seval, 2016, s.32).

- Şirketler Piyasası: Finansman Bonosu, Teminatlı ve Teminatsız Tahviller, Öncelikli Pay Senetleri, Proje finansmanı
- Devlet Borçları: Devlet Tahvilleri
- Yerel Yönetim Borçları: Belediyelerin Borçları
- Menkulleştirme: Konut Kredilerine Dayalı ve Varlığa Dayalı menkul kıymetler
- Fonlar: Tahvil: Tahvil fonları, Yatırım fonları, Para piyasası fonları
- Swap Risk Dereceleri: Fonlanmamış kredilere bağlı riskler

İhraççılar genellikle derecelendirme talebinde bulunduktan sonra derecelendirme kuruluşları derecelendirme sürecine başlar ve kamuoyuna kredi notunu duyurur.

1.6 Uluslararası Derecelendirme Kuruluşları ve Rating

Dünyada birçok uluslararası derecelendirme kuruluşu bulunmaktadır. Lakin bu kuruluşların içinde derecelendirme piyasasının büyük bir kısmını etki alanına almış üç büyük kuruluş vardır. Bu kuruluşların derecelendirme notu tüm dünyada kabul görmüştür. Buna bağlı olarak derecelendirme notu açıklamaları tüm dünyada merak ve heyecanla beklenmektedir. Bu kuruluşların etki alanları nedeniyle dünya finans piyasalarına ve sermaye akımlarına yön veren bir yapıya sahiptir.

1.6.1 Uluslararası Derecelendirme Kuruluşları

Sermaye akımlarının serbestleşmesi sonucu işletmeler devletten bağımsız olarak tahvil ihraç etmeye başladılar. Aynı zamanda gün geçtikçe önemi artan KDK'nın yasal olmayanları ortaya çıktı. Bu durum yapılan derecelendirmelerin sağlıklı olmamasına ve gerçeği yansıtmayan değerlendirmelere neden olan sonuçlar ortaya çıkardı. Böyle bir durum piyasalar için önemli bir tehlike arz etti. SEC (Securities Exchange Commission) bu duruma müdahale etmek için yeni bir düzenlemeye giderek “*Ulusal Olarak Tanımlanmış İstatistikî Derecelendirme Kuruluşları*” (NRSRO) adı altında ve sadece belli başlı derecelendirme kuruluşlarıyla yeni bir kategori oluşturmuştur. Tablo 1.1 de tanımlanmış derecelendirme kuruluşları gösterilmiştir (Hürriyet, 2018).

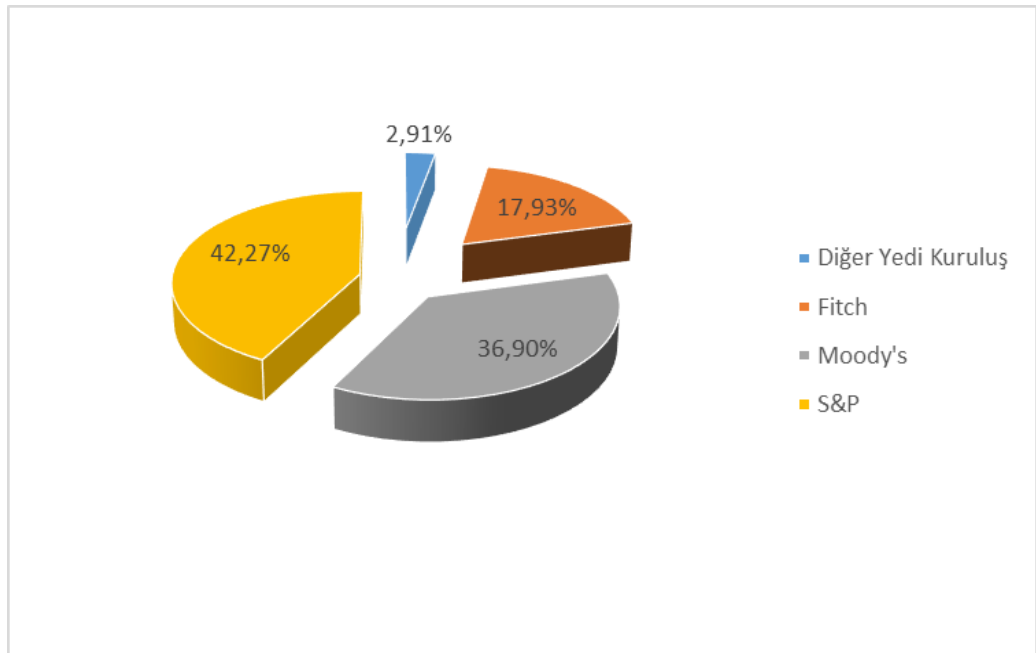
Tablo 1.1 NRSRO Kategorisi İçindeki Derecelendirme Kuruluşları

NRSRO Kategorisindeki Kuruluşlar		
Moody's Investor Service	Standard & Poor's	Fitch Ratings,
A.M. Best Company	Dominion Bond Rating Service Ltd.	Japan Credit Rating Agency Ltd.
Egan-Jones Ratings Company	LACE Financial,	R&I Inc.
Realpoint LLC		

Kaynak: Hürriyet, 2012. Kredi Derecelendirmenin 170 Yıllık Tarihi [online], Hürriyet Gazetesi, <http://www.hurriyet.com.tr/ekonomi/kredi-derecelendirmenin-170-yillik-tarihi-20626051>. [Erişim Tarihi: 04 Nisan 2018].

NRSRO kategorisinde, derecelendirme piyasasının önemli bir bölümünü etki altına almış üç kuruluş olan Moody's, Fitch Ratings ve S&P bulunmaktayken daha sonra Tablo 1.1'de belirttiğimiz diğer yedi kuruluştaki katılmıştır.

Grafik 1.1'de NRSRO bünyesinde bulunan kredi derecelendirme kuruluşlarının 2001 yılında yapmış olduğu 2.816.599 adet kredi derecelendirme notunun 2.734.711 âdetini uluslararası derecelendirme kuruluşu Moody's, S&P ve Fitch vermiştir. Bu kuruluşların toplam sayı içindeki oranı yaklaşık olarak yüzde 97'dir. Bu oran bize üç büyük kuruluşun dünya üzerindeki derecelendirme piyasasında ne kadar etkili olduklarını göstermesi açısından yeterli bir göstergedir (Ayaz, 2013).



Grafik 1.1 NRSRO Bünyesinde Yapılan Toplam Derecelendirme Sayısı

Kaynak: Ayaz, M. Süheyp., 2013. Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları Eleştirel Bir Bakış, [online]. Bilgesam, <http://www.bilgesam.org/incele/230/-uluslararasi-kredi-derecelendirme-kuruluslari--elestirel-bir-bakis/#.XPOjSYgzbiU> [Erişim Tarihi: 10 Nisan 2018].

1.6.1.1 Moody's Kredi Derecelendirme Şirketi

Moody's kredi derecelendirme kuruluşları içinde en köklü şirket olarak bilinmektedir. 1909 yılında şirkete kendi adını da verdiği John Moody tarafından kurulmuştur. Şirket değerlendirmeye aldığı ülke ve şirketlerin kredi notlarını basın yoluyla duyurmaktadır (Hasbi, 2012, s.28).

Moody's derecelendirme kuruluğu finans piyasaları içinde faaliyette bulunan kişi ve kurumlar tarafından derecelendirme kuruluğları içinde en etkili ve en büyük kuruluğ olarak kabul görmektedir. Bu neticenin ortaya çıkmasında, kuruluğun yüzden fazla ülkede faaliyetlerini sürdürmesi ve birçok etken söz konusudur (Halıcı, 2005: 79). Uluslararası finans piyasalarından yararlanmak isteyen birçok şirket kendi değerini tanımak ve yatırımcıya göstermek adına Moody's şirketi tarafından derecelendirme talebinde bulunmaktadır. Bu durum aslında finans piyasaları tarafları açısından kuruluğun ne kadar büyük öneme sahip olduğunu göstermektedir (Demir, 2014, s.34).

Moody's; derecelendirme, araştırma, risk analizi gibi hizmet sunmaktadır. Ayrıca şirket müşterilerine büyüme, verimlilik ve risk yönetim hedeflerini destekleyen finansal bilgi ve analitik amaçlar sunmaktadır. İşletmenin derecelendirme ve analizi; 135 bağımsız ülke, yaklaşık 5000 mali olmayan kurumsal ihraççı, 4000 finansal kurum ve kuruluğu, 18.000 kamu finansmanı kuruluğu, 1000 yapılandırılmış finans işlemi ve 1000 altyapı- proje finansı veren kuruluğunu kapsayan borç takibi yapılmaktadır. 11.900 kişiye iş sağlamak ve 41 ülkede varlığını sürdürmektedir (Moody's, 2018).

Moody's şirketi uzmanlaşmış iki farklı alanda müşterilerine hizmet vermektedir. Moody's şirketine bağlı bu kuruluğlar Moody's Analytics ve Moody's Investor Services'dir (MIS). MIS çeşitli piyasalardaki kamu-özel tahvil ve hisse senedi piyasalarında faaliyette bulunmaktadır. Para fonları, yatırım fonları, sabit getiri fonları yanı sıra yönetilebilen belediye, hükümet ve şirket tahvilleri ayrıca bankalar, banka dışı finansman şirketleri dâhil yapılandırılmış finansman varlıklarını da kapsamaktadır (Kedikli, 2015, s.30). Moody's şirketi, yerel derecelendirme şirketleri ile ortak girişimlerde bulunarak veya anlaşma yoluna giderek sürekli tahvil piyasasını genişletmiştir (Karagöl & Mihçioğur, 2012, s.11).

Moody's şirketinin satın aldığı şirketler aşağıda sıralanmıştır (Kedikli, 2015, s. 31-32)

- Software Products Group of Crowe, Chizek & Co. (2000)
- Risk Metrics (2000)
- KMV (Kealhofer, Mc Quownand Vasicek) (2002)
- Economy.com (2005)

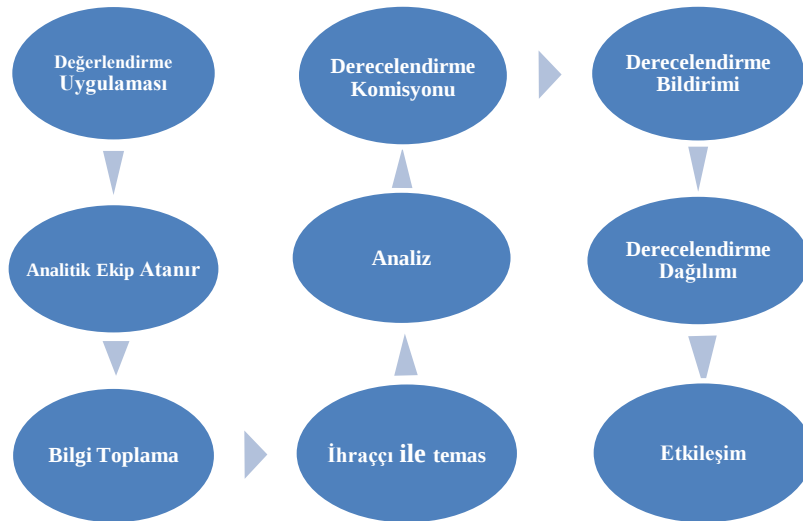
- Wall Street Analytics (2006)
- Fermat International (2008)
- Enb Consulting Ltd. (2008)
- Canadian Securities Institute Global Education Inc. (2010)
- Copal Partners (2011)
- Barrie & Hibbert Limited (2011)
- Amba Investment Services (2013)

Derecelendirme kuruluşları kredi derecelendirmesi yaparken genelde analitik yöntem kullanırken Moody's bununla birlikte nitel uygulamalara da ağırlık vermektedir. Şirketin ikili bir yöntem kullanmasındaki neden analitik yöntemlerin hızla değişen veriler ve eklenen yeni parametreler olması, tek başına güvenilir ve sağlıklı bir değerlendirme olmayacağını öne sürmesinden kaynaklıdır (Karagöl & Mihçioğur, 2012, s.11). Moody's hem yenilikçi yöntemler kullanarak hem de yerel ve uluslararası derecelendirme şirketlerini satın alarak derecelendirme pazarına hâkimiyet kurmaya çalışan ve böylece önemi sürekli artan bir şirket haline gelmektedir.

1.6.1.1.1 Moody's Derecelendirme Süreci

Süreç tanıtım toplantısı veya telekonferans çağrısı ile başlamaktadır. Bu toplantıdaki amaç Moody's şirketini tanıtmaktır. Toplantıda derecelendirme sürecinin ve ürünlerin üst düzeyde tanıtılmaktadır. Düzenleyen kuruluş hazır olduğunda Moody's şirketinden uygun derecelendirme uygulamasını isteyecektir. Yayıncı bu uygulamayı imzalayıp geri verdiğinde, Moody's derecelendirme sürecine başlayacaktır (Moody's, 2018). Belli bir ihraççıya tahsis edilen analist veya analistler (Baş analist), ilgili bilgileri toplayarak analize başlarlar. Derecelendirme kuruluşu halka açık kaynaklardan ihraççı hakkında bilgi toplamaya başlar. İhraççının ilgili finansal ve finansal olmayan bilgilerin sağlanması istenecektir. Kesin bilgi listesi sektör ve piyasa bilgilerine göre değişebilir. Analistler, ihraççıları veya temsilcileriyle kendi sektörlerindeki güçlü, zayıf yönleri ve eğilimleri de dahil olmak üzere derecelendirme hakkında açık tartışmalar yapabilmektedirler. Bilgi toplandıktan sonra Baş Analist, nicel ve nitel faktörleri dikkate alarak ilgili Moody's Investor Services (MIS) kredi uygulama yöntemlerini uygulayarak ihraççının ilk analizini gerçekleştirecektir (Moody's, 2018).

Baş Analist, ilk derecelendirme komisyonu tarafından değerlendirilmek üzere önerisini formüle edecektir. Derecelendirme komisyonu, derecelendirme sürecinin kalitesini, tutarlılığını ve bütünlüğünü teşvik etmede kritik bir mekanizmadır. MIS' in kredi notları bireysel analistler tarafından değil derecelendirme komisyonu aracılığıyla, derecelendirme komisyon üyelerinin çoğunluk oyu ile belirlenir. Derecelendirme komisyonu bir karara vardığında, komisyonun kararını bildirmek için ihraççıya veya tayin edilen temsilcisine başvurur. Daha sonra kredi derecelendirmeleri Moody's şirketinin internet sitesinden duyurulmakta ve kamuya ücretsiz olarak iletilmekte bununla birlikte büyük finansal haber kanallarına dağıtılmaktadır. Açık bir şekilde derecelendirme notu olarak tanımlanan kredi notları haricinde, bir kredi notu yayınlandıktan sonra MIS, uygun gördüğü takdirde kredi notunu sürekli olarak izlemeye almaktadır ve gerektiğinde kredi notunu değiştirebilmektedir. İhraççının kredibilitesi hakkında görüşe bağlı olarak izlenen tüm kredi notları en az on iki ayda bir, devlet kredi notları ise en az altı ayda bir gözden geçirilir (Moody's, 2018).



Şekil 2.1 Moody's Derecelendirme Süreci

Kaynak: Moody's Process, 2018. Değerlendirme Süreci [online]. <https://www.moodys.com/Pages/amr002001.aspx> [Erişim Tarihi: 02 Nisan 2018].

1.6.1.2 Standard & Poor's Derecelendirme Şirketi (S&P)

Standard & Poor's dünya çapında 28 ülkede, 10.000 çalışanıyla ve 150 yıldan daha uzun bir geçmişe sahip olan derecelendirme şirketi, Amerika Birleşik Devletleri (ABD) New York merkezli bir kuruluştur. S&P kredi derecelendirme, araştırma ve

düşünce liderliği şeklinde pazar istihbaratı sağlamaktadır. Devlet, kurumsal, finansal sektör ve yapılandırılmış finans kuruluşları ve menkul kıymetler üzerinde 1 milyondan fazla kredilendirme yapmış bir kuruluştur (S&P, 2018).

ABD'nin en büyük ikinci derecelendirme kuruluşu olan şirket, finansal kurumların ihtiyacı olan bilgiler sunan, şirketlerin piyasa değerlerini ortaya koyan ve kurumlara için analiz yapıp, görüş sağlayan bir uluslararası derecelendirme kuruluşudur. S&P Henry Varnum Poor tarafından 1860 yılında kurulmuştur. Şirket bünyesinde finans konusunda deneyimli yaklaşık 6300 analist ve yardımcı personel çalıştırmaktadır. Şirket 1946 yılında ilk defa derecelendirme ve değerlendirmede kullanmak üzere bilgileri toplamak ve depolamak için elektronik hesaplama sistemine geçiş yapmıştır (Karagöl & Mıhçıokur, 2012, s.12).

Standard & Poor's şirketinin derecelendirme faaliyetlerini sürdürürken temel ölçüt olarak kullandığı göstergeler aşağıda sıralanmıştır (Hasbi, 2012, s.41-42).

- Ekonomik yapı,
- Politik risk,
- Mali esneklik,
- Para politikası,
- Büyüme trendi,
- Dış ticaret faaliyetleri,
- Genel hükümet sorumlulukları,
- Dış borç yükü, diye sıralanmaktadır.

S&P'nin ölçüt olarak kullandığı göstergeleri diğer KDK da kullanmakla birlikte S&P'nin bazı ölçütleri kullanmada diğer derecelendirme kuruluşlarından küçük farklılıklar söz konusudur. İşletme kredi notu değerlendirmesi yaparken yararlandığı beş temel faktör olan ekonomik, politik, mali, dışsal ve parasal skorların hangisine, hangi oranda ağırlık verildiği de bilinmemektedir (Karagöl & Mıhçıokur, 2012, s.17).

S&P'nin dünya geneli tarafından takip edilen indeksleri bulunmaktadır. Bu indekslerin tutarı piyasa değeri yaklaşık olarak 1,25 trilyon dolardır civarındadır. Bu indekslerden S&P 500 indeksi, Amerikan şirketlerinden 500 büyük şirketi ifade

etmektedir ve bu da Amerikan hisse senedi piyasasının dörtte üçünü içine almaktadır (Şen, 2014: 32). S&P 500, ABD'nin en büyük ve en değerli şirketlerini barındıran indeksi, New York Menkul Kıymet Borsası (NYSE) ve NASDAQ' da işlem gören hisse senetlerinden oluşmaktadır. Bu indeks potansiyel olarak Amerikan borsalarının en büyük ve güçlü işletmelerini içinde barındırdığından Amerikan ekonomisi için bir yükseliş veya düşüş sinyalleri verebilecek önemli bir yapıya sahiptir (Investaz, 2018).

S&P bu gibi birçok özelliğiyle tüm dünyada saygınlık kazanmış ve yatırımcıların ve derecelendirilen kurumların S&P tarafından verilecek kredi notları duyurularının merakla beklendiği bir uluslararası derecelendirme kuruluşu olarak dünyada yerini almıştır.

1.6.1.3 Fitch Ratings Şirketi

1914 yılında John Knowles Fitch tarafından kurulmuştur. Fitch Ratings 30'dan fazla ülkede faaliyet gösteren ve 2000 çalışanıyla finansal bilgi hizmetleri sunan bir gruptur. Kredi derecelendirme ve araştırmasında dünyada önemli yer edinmiş bir şirket olan Fitch Ratings kredi piyasaları verileri sağlayıcısı, analitik hizmetler sunmaktadır. Gelişmekte olan ve sınırlardaki pazarlarda uzmanlaşmış bir ülke risk endüstri hizmeti sağlayıcısıdır. Fitch Ratings Londra ve New York iki merkezli bir kuruluştur (Fitch Ratings, 2018).

Fitch Ratings kredi derecelendirme, yorum ve araştırma alanında faaliyet göstermektedir. Kuruluşun sağladığı bağlam, bakış açısı ve anlayışlar, yatırımcının büyüme için fon sağlamasına ve önemli kredi kararları vermesine yardımcı olmaktadır (Fitch Ratings, 2018).

Fitch Ratings' in dünya genelinde 49 ofisi mevcut olmakla birlikte 5500 finans kurumunu, 1800 adetten fazla anonim şirketi, 700 sigorta şirketini derecelendirmiştir. Aynı zamanda 100'ün üstünde ülkenin kredi notunu derecelendirmeyi sürdürmektedir (Karagöl & Mihçioğur, 2012, s.12). İki büyük derecelendirme kuruluşu olan Moody's ve S&P dünyadaki derecelendirme piyasasının yaklaşık yüzde 80'ine sahiptir. Lakin bu iki kuruluşun derecelendirdikleri kurumların kredi notlarında herhangi bir tutarsızlık söz

konusu olduğunda üçüncü bir görüş olarak Fitch Ratings' in görüşü önem kazanmaktadır (Bongaerts vd., 2012, s.115).

1.6.1.4 Japon Kredi Derecelendirme Kuruluşu (JCR)

Japon Credit Rating Agency (JCR) şirketi dünyanın en büyük derecelendirme kuruluşları olan Moody's, S&P ve Fitch Ratings' ten sonra dünyada en tanınmış derecelendirme kuruluşlarından. Şirket 1985 yılında ve merkezi Tokyo olarak kurulmuştur. Şirket bünyesinde 90 kişi istihdam etmektedir. NRSRO tarafından 2007 yılında tanınan kuruluş, 2011 yılında da AB tarafından da tanınmıştır (Şen, 2014, s.37).

JCR, sadece Japonya'da değil, aynı zamanda ABD, Avrupa, Türkiye, Hong Kong, Endonezya ve Tayland'da da resmen tanınmakta ve JCR'nin notları büyük denizaşırı piyasalarda da kullanılmaktadır. Finansal küreselleşme ilerledikçe, Japonya'nın en önemli kredi derecelendirme kuruluşu olan JCR, ihraççıların ve yatırımcıların küreselleşmeye yönelik artan talepleri karşılamak için ihtiyaçlara cevap veren bir kuruluş olma özelliği kazanmıştır (JCR, 2018).

1.7 Derecelendirme Kuruluşlarının Not Sistemleri

Moody's, Fitch, S&P'nin istatistiksel analiz sonucu ortaya çıkan değerlendirmelerini açıkladıkları not sistemleri birbirine oldukça benzemektedir. Üç önemli kuruluşun ülke kredi notunu 'yatırım yapılabilir seviye', 'spekülatif seviye', 'iflas seviyesi' olarak üç ana kategoriye ayırmışlardır. Fitch ve S&P bire bir aynı not sistemi kullanırken Moody's bu kuruluşlardan biraz farklı bir not sistemi kullanmaktadır (Ovalı, 2014, s.56).

1.7.1 Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Ülke Notu Sistemleri

Derecelendirme kuruluşlarının açıkladığı notları; piyasalardan ve birçok kesimden yararlanacak yatırımcı olacağından, kredi notunun her kesimin anlayabileceği bir şekilde duyurulma ihtiyacı, bu kuruluşların not açıklamalarını harfler ile ifade edilen sembolleri kullanmaya itmiştir. Bu sembollerin ifade ettiği anlamlar aslında işletmelerden toplanan bilgi ve verilerin analiz edilip incelenmesi sonucu çıkan değer basitleştirilerek sembollere dönüşmesidir. Harf sembolleri dışında yatırımcılara

duyurulan kredi notları derecelendirme kuruluşlarınca izlemeye de alınabilmektedir. İzlemeye alınan kredi notunun değişikliğe uğrama ihtimali yüksek olmaktadır ve değişikliğin hangi yönde olacağı ile ilgili kredi notunun yanına ihtimal olan değişme yönünü ifade eden ‘pozitif’, ‘durağan’, ‘negatif’, ‘gelişen’ kelimeler parantez içine yazılır ve yatırımcılara duyurulur (Karagöl & Mıhçıokur, 2012, s.15).

S&P ve Fitch en yüksek kredi notu derecesi olan ve ülkelerin yükümlülüklerini yerine getirme ihtimali en yüksek not anlamını taşıyan AAA veya AA harf notunu kullanmaktadır. Bu not ülkelerin finansal anlamda yükümlülüklerini yerine getirebilecek, kapasitesi oldukça güçlü bir ekonomik yapıda olduğunu göstermektedir. A notu da yüksek bir derecelendirme notudur lakin ekonomik koşullarda oluşabilecek bir olumsuzluğa karşı duyarlı bir ekonomiye sahip olduğunu ifade etmektedir. Bir ülkenin ‘yatırım yapılabilir’ seviyede olması için en azından ‘BBB’ kredi notuna sahip olunmalıdır. Bu notun piyasalar için taşıdığı anlam ise bu kredi notuna sahip ülkenin bir ülkenin yükümlülüklerine getirebilecek kapasitede olduğunu lakin bu kredi notuna sahip bir ülkenin ekonomisinde mevcut problemlerin olduğudur. Piyasa katılımcılar bir ülkeye yatırım yapmak için alabilecekleri en üst risk düzeyini gösteren simge ise ‘BB’ kredi notudur (Karagöl & Mıhçıokur, 2012, s.15).

Tablo 1.2 Harf Notlarının Risk Düzeyi

Açıklama	Moody's	S&P ve Fitch
Mali yükümlülükleri karşılama kapasitesi çok yüksek	Aaa	AAA
Mali yükümlülükleri karşılama kapasitesi yüksek	Aa	AA
Mali yükümlülükleri karşılama kapasitesi güçlü fakat olumsuz ekonomik gelişmelere duyarlı	A	A
Mali yükümlülükleri karşılama kapasitesi güçlü fakat olumsuz ekonomik gelişmelere fazla duyarlı	Baa	BBB
Yakın dönemde az etkilenecek olsa da ters ekonomik koşullarda büyük belirsizliklerle karşılaşması olası.	Ba	BB
Mevcut koşullarda mali yükümlülüklerini karşılayabilse de terse dönecek ekonomik koşullarda fazla kırılgan	B	B
Zayıf bir mali yapıya sahip, mali yükümlülüklerini yerine getirebilmek için doğru politikaları izlemesi gerekli	Caa	CCC
Yüksek derecede kırılganlığa sahip	Ca	CC
Mali yükümlülüklerini karşılamayı sürdürmekle birlikte iflas dosyasına girmiş durumda	C	C

Mali yükümlülüklerini karşılayamayacak durumda	D	D
--	---	---

Kaynak: Eğilmez, M. (2014). Bir Ekonominin Kredi ve Risk Derecesi [online]. Kendime Yazılarım, <http://www.mahfiegilmez.com/2014/04/bir-ekonominin-kredi-ve-risk-derecesi.html>. [Erişim Tarihi 05 Haziran 2018].

Kredi notu olarak yatırım yapılamaz veya spekülative anlam içeren finansal varlıklar için kullanılan simgeler ‘B’, ‘CCC’, ‘CC’, ‘C’ ve ‘D’dir. Bu simgelerden ‘B’ savunmasız bir ekonomik yapının olduğunu lakin finansal yükümlüklerini karşılayabilecek güce sahip olduğunu simgeler. ‘CCC’ kredi notunda savunmasız ekonomik koşullara sahip bir durum söz konusudur ve yükümlülüklerini karşılayabilmesi için ise ekonomik ve finansal koşulların gidişatına bağlıdır. Diğer kredi notları olan ‘CC’, ‘C’ ve ‘D’ ise en riskli, en düşük ve spekülative yatırım düzeyini simgelemektedir. Moody’s diğer derecelendirme kuruluşunda biraz farklı olarak en yüksek kredi notunu ‘Aaa’ diğer yüksek kredi notlarını ise sırasıyla ‘Aa1’, ‘Aa2’ ve ‘Aa3’ olarak simgelemektedir. ‘A1’, ‘A2’ ve ‘A3’ simgeleri ise finansal yükümlüklerini karşılayabilecek güçte bir düzeye sahip ama ekonomin olumsuz değişimlere duyarlı olduğunu göstermektedir. ‘Baa1’, ‘Baa2’ ve ‘Baa3’ sembolleri ise yatırım yapılabilir kredi notlarıdır. Piyasa katılımcıların alabileceği en yüksek risk düzeyini temsil eden kredi notları ‘Ba1’, ‘Ba2’ ve ‘Ba3’ ile simgelenmiştir. Yatırım yapılamaz ve spekülative bir değere sahip finansal varlıklar için kullanılan kredi notları ise ‘B1, B2, B3’, ‘Caa, Caa3, Ca’, ve ‘D’ ile simgelenmektedir (Karagöl & Mıhçıokur, 2012, s.15).

KDK’nın birçok parametreyi bir araya getirerek kurumlar için ortaya koyduğu değerleri piyasa oyuncularının anlayabileceği evrensel simgelere dönüştürerek tüm dünya piyasalarına duyurmaktadır. Bu simgeler, yatırımcıları rahatlatarak çelişkilerin, anlamsızlıklar gibi sıkıntıların önüne geçerek karmaşıklığın ortadan kalkmasını yardımcı olmaktadır.

Tablo 1.3 Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Ülke Notu Sistemi

Moody's	S&P	Fitch	Açıklama	Seviye	Risk Ağırlığı
Aaa	AAA	AAA	En Yüksek Kredi derecesi	Yatırım Yapılabilir Seviye	%0
Aa1	AA+	AA+	Yüksek Kredi Derecesi		
Aa2	AA	AA			
Aa3	AA-	AA-			

A1	A+	A+	İyi Kredi Derecesi		%20
A2	A	A			
A3	A-	A-			
Baa1	BBB+	BBB+	Ortanın Altı Derece		%50
Baa2	BBB	BBB			
Baa3	BBB-	BBB-			
Ba1	BB+	BB+	Yatırım Yapılamaz	Spekülatif Seviye	%100
Ba2	BB	BB			
Ba3	BB-	BB-	Spekülatif		
B1	B+	B+	Önemli Derecede Spekülatif		
B2	B	B			
B3	B-	B-			
Caa1	CCC+	CCC	Şiddetli Risk	Aşırı Spekülatif Seviye	%150
Caa2	CCC	CCC			
Caa3	CCC-	CCC-			
Ca	CC	C	Aşırı Spekülatif		
C	C				
D	D	DDD	Yükümlülüğüne yerine getiremez	İflas Seviyesi	
		DD			
		D			

Kaynak: Moody's. (2018). Ratings S&P (2018). Ratings Fitch Rating (2018). Ratings Ovalı, 2014: 57, Erişim Bilgisi: <https://tradingeconomics.com/country-list/rating> [Erişim Tarihi: 09 Nisan 2018].

1.7.2 Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının İşleyişi

İşletmeler fon ihtiyaçlarını bazı finansal araçlarla sağlayabilmektedirler. Bunlardan biri işletmenin bir kısmı veya tamamını halka arz ederek, ikincisi banka gibi kredi veren kuruluşlardan borçlanarak, üçüncüsü ise anapara ve faiz karşılığı doğrudan piyasadan borçlanarak yani tahvil basarak fon ihtiyacını karşılayabilmektedirler (Yardımcıoğlu & Bora, 2013, s.113). İşletmenin politikasına göre hangi finansal araçtan fon sağlamak daha uygunsa o aracı kullanarak nakit ihtiyacını sağlayabilmektedir.

İşletmeler için çoğu zaman tahvil basıp fon ihtiyacını bu şekilde karşılamak daha ekonomik olabilmektedir. Ayrıca banka ve hisse senediyle nakit ihtiyacını karşılamak isterse bir yatırım bankasıyla irtibata geçme durumu söz konusudur. İşletme, tahvil piyasalarından borçlanmak isterse, kredi derecelendirme kuruluşları tahvil yatırımcıları için bu yatırımın risk durumunu değerlendirir (Toraman & Yörük, 2014, s.

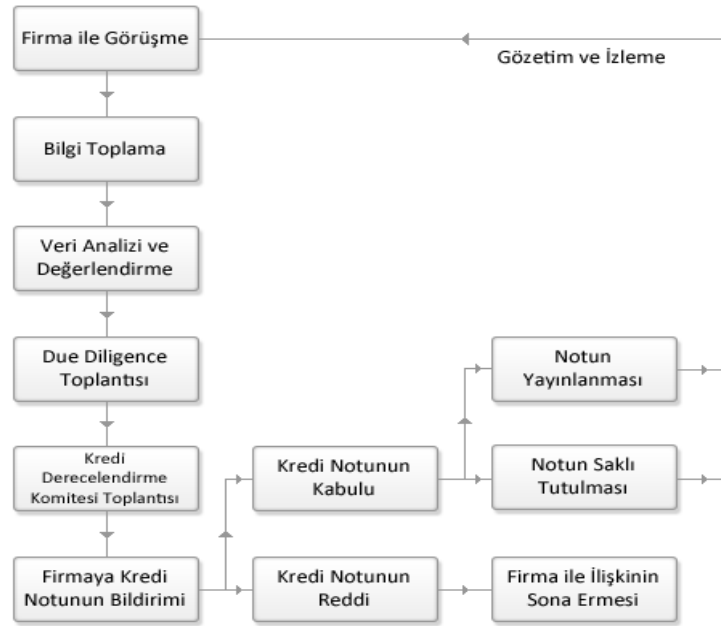
134-135). KDK böylece işletmelerin ihtiyaç duyduğu güvenilirlik unsurunu sağlayıcı bir rol üstlenmektedir.

İşletmeler derecelendirme kararını verdikten sonra derecelendirme süreci ilk aşamayla başlar. Daha sonra şirket ile kredi kuruluşu aralarında bir sözleşme imzalanır. Kredi derecelendirme kuruluşu işletmeyi analiz etmek için bir baş analist veya uzman tayin eder. Bu uzman/analist işletmenin mali, ekonomik ve teknik analiz içinde kalarak işletmenin kamu ile paylaştığı bilgileri ve işletmenin bulunmuş olduğu sektörün durumunu da kapsayacak şekilde detaylı bir analiz yapar. Kredi derecelendirme kurumu faaliyetini gizlilik içinde yapmaktadır. İşletme ilk defa derecelendirilecekse, işletmeyi gözlemleyebilmek ve daha doğru ve sağlıklı kredi notu verebilmek için ihraççının merkezinde incelenir. İhraççının geçmişe dönük beş yıllık finansal durumu ve ileriye dönük projeleri analiz edilir. Buraya kadar yapılan analizler işletme içi yapılan analizdir. Bunun dışında işletme dışı analiz olan sektörsel, makroekonomi, siyasi atmosfer gibi durumlarda analize dâhil edilmektedir (Halıcı, 2005, s.88).

Yatırımcılar; yatırım kararları verirken getiri-risk arasında bir orantı aramaktadır. Bu tutum yatırımcının kredi derecelendirme kuruluşlarının duyurularına iterken, ihraççılar için de değerlendirilmeye ve derecelendirmeye muhtaç kılmaktadır.

Derecelendirmeye tabi tutulan işletmeler için aşağıdaki değerlendirme faktörleri baz alınmaktadır (Turkrating, 2018).

- Ekonomik ve finansal yönetimin kalitesi,
- Son ekonomik gelişmeler,
- Ekonomi politikalarının istikrarı,
- Ekonomin derinliği ve incelikleri
- Politik sistemin verimliliği ve istikrarı
- Uzun vadeli eğilimler ve beklenen gelecek performans.



Şekil 1.2 Moody's Derecelendirme Süreci

Kaynak: Turkrating, (2013). Derecelendirme Süreci, [online]. <http://www.turkrating.com/derecelendirme/derecelendirme-sureci>. [Erişim Tarihi 09.04.2018].

1.7.3 Derecelendirme Kuruluşlarının Gelirleri

Derecelendirme kuruluşlarının ortaya çıktığı tarihten 1970'li yılların başına kadar geçen süre zarfında yatırımcılara sunduğu hizmetler ve yayınlar ile gelir elde etmekteydi. Daha sonraları derecelendirme kuruluşlarının öneminin artması ve yatırımcının bu kuruluşların verdiği nota göre yatırımlarını yapması ile tahvil ihraç eden firmaların kredi kuruluşlarından kendilerini değerlendirip derecelendirmeleri için talepte bulunmaya başlamışlardır. Bu durum kredi derecelendirme kuruluşlarının en büyüğü olan S&P ve Moody's' in 1970'lerin başında yeni bir ödeme sistemi geliştirmesini sağlamış ve böylece 1980'lerin başına gelindiğinde derecelendirme kuruluşları, yatırımcılardan ücret alma politikasından vazgeçip, derecelendirme talebinde bulunan işletmelerin çıkardıkları tahviller için ücret ödeme politikasına geçmişlerdir (Karagöl & Mıhçıokur, 2012, s.15).

Derecelendirme talebinde bulunan işletmelerin, derecelendirme kuruluşlarına ücret ödemeye başladığı yeni bir ödeme sistemine geçilmiştir. Yatırımcıların ise ihtiyaç duyduğu ve kullandığı bilgiler için ücret ödeme sistemi ortadan kalktığı yeni bir süreç başlamıştır (Şen, 2014, s.46). Bazı derecelendirme kuruluşları; yapmış oldukları

araştırmalar için aylık abonelik ücreti alırken, bazıları derecelendirme yaptığı firmadan ücret almaktadır. Bu kuruluşlar gelirlerini çıkarmış oldukları süreli yayınlardan, dergilerden, ihraç edilen tahvil komisyonlarından, derecelendirdiği şirketlerden elde etmektedirler. KDK'nın derecelendirme talebi olmayan müşterilerden, kurum ve kuruluşlardan sağlanan veya sağlanma ihtimali olan ücret veya faydanın, kredi notu ile açıklanması zorunludur (Karagöl & Mihçioğur, 2012, s.15 ve 25).

Ücret politikasının yeni modelinde ihraççılar ile kredi derecelendirme kuruluşlarının ilişkisinde objektif değerlendirme ve derecelendirme noktasında sıkıntılı bir durum söz konusu olabilmektedir. Çünkü sistem yeterli denetlenmediği bir durumda parayı veren düdüğü çalar misali, yüksek ücret veren şirket, hak etmediği yüksek notu alması söz konusu olabilmektedir. Bununla birlikte değerlendirmeye tuttuğu işletmeye danışmanlık yaparak nasıl yüksek kredi notu alınabileceği ile ilgili tavsiyelerde bulunabilmektedir. Bu gibi durumlar ve KDK'nın öngöremediği ülke ve şirket krizleri kredi kuruluşlarına olan güveni sarsmakta ve bu kuruluşlara olan eleştirilerin artmasına neden olmaktadır.

1.7.4 Derecelendirme Kuruluşlarının Dünyada Aldığı Rol ve Etki

Derecelendirme kuruluşları piyasada ortaya çıkan koşulları doğru ve zamanında okuyamayan yatırımcılara yol göstererek piyasanın etkili, güvenilir, istikrarlı bir şekilde işlemesini sağlamaktadır. Bu durum derecelendirme kuruluşlarının ekonomiler için ihtiyaç duyduğu kaynağı bulma noktasında önemli rol oynayarak, ekonominin istikrarlı ve dengeli bir şekilde büyümesine katkı sunmaktadır (Yardımcıoğlu & Bora, 2013, s. 116).

Kredi derecelendirme kuruluşları ülkeleri, şirketleri ve borçlanma araçlarını derecelendirerek sermayeyi yönlendirme açısından yatırımcıya bir görüş belirtmektedir. Derecelendirme kuruluşlarınca verilen kredi notları ise fon ihtiyacı olanlar için ödeyecekleri faiz oranını yani kredi maliyetini belirlediği için ekonomiler için önemli unsurdur (Ayaz, 2013). Derecelendirme finans ve ekonomi alanında başta olmak üzere birçok piyasa tarafları için büyük öneme sahiptir. Bu piyasa tarafları; yatırımcılar, menkul kıymet ihraççıları, ülkeler, fon sahipleri, para piyasaları, sermaye piyasalarıdır. Derecelendirme faaliyetleri ülkelerin kayıt dışı ekonomisinde bir azalmaya etki ettiği,

kaynakların etkin kullanıldığı, yolsuzluk oranlarında bir düşüş olduğu, piyasaların disipline ederek kaynakların verimli kullanmaya kadar ekonomiye birçok katkı sunmaktadır. Şirketlerin halka arz edilmelerini sağlayarak, şirketin itibarını artıracak yenilikler sunar. Yerel kuruluşlar ve kamu ve özel kurumların ihalelere girip avantaj kazanmasını sağlar. Kurumların projelerini yerine getirmek için ihtiyaç duyduğu fonu bulmasına katkı sunar. İşletmelerin yapılarının gözden geçirilerek, yapısal anlamda seviyenin dünya standartlarına ulaşmasına yardımcı olur. Borç araçları arasında var olan risk düzeyi ve kalite farkını ortaya koyarak belirsizlikleri ortadan kaldırır (Akbulak, 2012, s.172-178).

Bir ülkenin kurum ve kuruluşlarının günümüz küresel ekonomik sistem içinde var olması ve bu sistemden etkilenmesi kaçınılmaz bir gerçektir. Ülkeler ve piyasa oyuncuları bu gerçekten en iyi şekilde yaralanabilmesi için kredi derecelendirme kurumlarının vermiş olduğu kredi notuna ihtiyaçları vardır. Derecelendirme kuruluşları küresel sermayeyi hareketlendirip ülke ekonomilerinin dolayısıyla kurum ve kuruluşların finansman açığını kapatan ve borç alma maliyetlerini belirleyen bir güce sahiptirler. Derecelendirme kuruluşlarının yanlış verilebilecek bir kredi notu ile güçlü ülke ekonomilerini bile sermaye hareketlerinden dolayı ülke ekonomilerini şoka uğratıp ülkelerin hak etmediği bir durumla karşı karşıya kalmasına neden olabilecek güce sahiptir.

1.8 Derecelendirme Kuruluşlarına Genel Bir Bakış ve Eleştiriler

Dünya’da teknolojinin gelişmesi, iletişim olanaklarının artması ve ekonomik engellerin ortadan kalkmasıyla beraber sermayede ve sermaye hareketlerinde artış gözlemlenmektedir. Dünya ekonomisi bu değişimlerle farklı bir boyut kazanmasıyla ülkelerin kendi aralarındaki ticari, ekonomik ve uluslararası ilişkiler de yeni bir boyut kazanmıştır. Daha önceleri ülke ekonomilerinin büyüme ve gelişmesi daha çok kendi tasarruflarına, projelerine ve kaynaklarına bağlıken günümüzde ise tasarruf ve yatırımların milliyetleri ortadan kalkmaya yüz tutmuştur. Bu durumların tamamı ülke ekonomilerinin yönetimini zorlaştıran bununla birlikte fon bulma ve yatırımları artırma konusunda ise durumu avantaja çeviren bir yapıya dönüşmüştür (Yardımcıoğlu & Bora, 2013, s.116). Bu ekonomik yapı içinde oluşan kurum ve kuruluşlarının özellikle ekonomik yönden kırılgan ülkelerin ekonomisini sarsan ya da toparlayan bir konuma

gelebilmıştır. Uluslararası derecelendirme kuruluşlarının dünya ekonomisinde sermaye ve tasarrufları yönetme ve yönlendirme noktasında kilit rol aldığından, ülke krizleri ve şirket iflasları incelenerek bu kuruluşların kriz ve iflaslarda ne yaptıkları değerlendirilecektir.

Kredi derecelendirme kuruluşları ülkelerin uluslararası arenada rekabet edebilmesini sağlayacak ve karlılığını artıracak bir öneme sahiptir. Bu kuruluşlar ülke ve işletmelere vereceği kredi notlarıyla borçlanma maliyetlerinin artmasına veya azalmasına neden olabilmektedir (Karaca, 2005, s.1). Böylece bu kuruluşların verebileceği yanlış veya art niyetli bir kredi notu ülkelerin ekonomik sorunlarını daha da derinleştirebilmektedir.

1.8.1 Derecelendirme Kuruluşları ve Ekonomik Krizler

Finansal piyasalarda ortaya çıkabilecek döviz kuru gibi bazı belirsizlikler yatırımcılarda bir hassasiyet oluşturmaktadır. Akabinde kredi derecelendirme kuruluşlarının basit olumsuz bir açıklaması ile döviz kurundaki krizi daha da derinleştirebilmektedir (Tekin, 2016, s.191). Derecelendirme kuruluşları öngöremediği ekonomik krizleri daha sonra şiddetli kredi notu indirimleriyle cezalandırarak krizlerin kronikleşmesine neden olabilmektedir (Çelik, 2004, s. 70-71). Kredi derecelendirme kuruluşlarına bazı eleştiriler aşağıda sıralanmıştır (Tekin, 2016, s.92-93).

- Derecelendirme kuruluşlarının gelir kaynağının, değerlendirdiği ülke ve şirketlerden sağlanması eleştirilmektedir.
- Derecelendirme kuruluşlarının kredi derecesi verdiği kurum ve kuruluşlara daha sonra bu notlar için bir sorumluluk üstlenmemekte, bu kuruluşlar bir yaptırımla karşılaşmamaktadır.
- Küresel piyasaların karmaşık yapısı ve büyüklüğü dolayısıyla yatırımcıların belirsizlik yaşamasına bundan dolayı yatırımcıların kredi derecelendirme kuruluşlarının anonslarına körü körüne bağlı kalmaktadırlar.
- Verilen kredi notuyla beraber piyasanın realitesiyle mi yoksa yatırımcının kuruluşun açıkladığı kredi notu kararıyla mı piyasalarda bir yükseliş trendi oluşmaktadır sorusu belirsizliğini korumaktadır.

KDK ile ilgili; krizlerin derinleşmesine etki ettiği, yanlış kredi notları verdiği, piyasaları manipüle ettiği, krizleri öngöremediği gibi birçok eleştiri söz konusudur. Bu kuruluşlar ile ilgili yapılan eleştiriler, ülke krizleri ve şirket iflaslarıyla birlikte ele alınmıştır.

1.8.1.1 Meksika Krizi (1994)

1990'lı yılların ortalarına doğru Meksika ekonomisinin seyrini olumsuz etkileyen olaylar baş göstermiştir. Gelişmiş ülke ekonomilerinde canlanma ve bununla birlikte artan faiz oranlarıyla, Meksika ekonomisine sermaye akışının durmasına ve sermayenin ülkeyi terk etmesine neden olmuştur. Ayrıca ülke içinde siyasi çatışmaların artması akabinde toplumsal çatışmaların ortaya çıkması ile ekonomik beklentilerin daha da olumsuz bir duruma sürükleyerek ülkenin döviz kuru rejimini sıkıntıya sokmuştur (Seyidoğlu & Yıldız, 2006, s.177).

20 Aralık 1994 yılına gelindiğinde hükümet Meksika para birimi pezoyu yüzde 15 devalüe etmiştir. Bu durum uluslararası piyasalarda şok etkisi yaratmıştır. Paranın değer kaybından bir gün sonra sabit döviz kurundan, dalgalı kura geçilmiştir. Bununla birlikte Pezo'nun değer kaybı yüzde 39'a yükselerek rekor kırmıştır (Kozanoğlu, 1995: 1). Uluslararası derecelendirme kuruluşlarının, ülkelerin kredi notlarında yaptıkları ani değişikliklerin etkileri, ülkelerin mevcut uluslararası rezervlerin miktarına göre farklı olabilmektedir. Kriz öncesinde verilen kredi notu ile kriz sonrasında verilen kredi notunun etkisi piyasalar açısından değişiklik göstermektedir. Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşu Standart Poor's kriz öncesi tarih olan 23 Eylül 1994'te, Meksika'ya BB+ kredi notu vermişken kriz sonrasında, 10 Şubat 1995 tarihinde bu kuruluş kredi notunu güncelleyerek BB olarak açıklamış ve akabinde 23 Mart 1995 tarihinde Meksika Pesosu daha fazla değer kaybetmesiyle sonuçlanmıştır (Kraussl, 2000, s.14-15).

Derecelendirme kuruluşları Meksika ekonomik krizinde kriz öncesi olumsuz bir değerlendirmede bulunmazken krizin patlak vermesiyle beraber not indirimine gitmesi ve akabinde krizin etkisinin derinleşmesine neden olmuştur. Derecelendirme kuruluşlarının krizi öngörememesi, ekonomide baş gösteren krizin sonucuna göre kredi

notu açıklaması, yatırımcıları ve sermayeyi tedirgin ederek krizin derinleşip yayılması noktasında eleştirilmektedir.

1.8.1.2 Asya Krizi (1997)

Asya kıtasının doğu ve güneydoğusunda bulunan Malezya, Hong Kong, Güney Kore, Filipinler, Endonezya, Singapur 1970’li yıllarda ekonomik yönden hızlı bir büyüme gerçekleştirmiştir. Bu ülkelerin ortaya koydukları büyüme; ekonomi literatüründe ‘mucize’ diye adlandırılmış ve gelişmekte olan ülkeler için rol model olarak gösterilmiştir (Turan, 2011, s.60).

Asya krizi 1997 yılının temmuzunda Tayland’ ta başlayarak tüm Asya ülkelerine sıçramıştır. Bu kriz Malezya, Güney Kore, Hong Kong, Endonezya, Filipinler ve Singapur’ a yayılarak Güneydoğu Asya krizi olarak adlandırılmıştır. Krizle birlikte ülke paraları dolar karşısında ciddi bir şekilde değer kaybetmiş ve finansal piyasalarında dalgalanmalar olmuştur. Aynı anda başlayarak birçok ülkeyi etkisi altına alan bölgesel krizin etkileri uzun sürmüş ve 1998 yılında Rusya ve 1999 yılında Brezilya bu krizden etkilenerek ekonomik ve finansal krizin içinde kendini bulmuştur (Seyidoğlu& Yıldız, 2006, s.180).

Krizin ortaya çıkmasında Tayland Baht’ının 1997 yılına gelindiğinde aşırı bir şekilde değer kazanması ile ülke ihracat toplamını artırabilmek için Baht’ın dolar karşısında değerinin düşürülme ihtimali ve beklentisi spekülörlerin iştahını kabartmıştır. Bu durumun ortaya çıkmasıyla birlikte Tayland Merkez Bankası (TMB) Baht’ın istikrarını korumak için kuru sabitlemiş, piyasaya müdahalede bulunmuş lakin başarı sağlayamamıştır (Turan, 2011, s.60). TMB’nin bu müdahaleleri döviz rezervlerinin azalmasına neden olmuştur. Sonuçta TMB’nin sürdürülebilir bir uygulama ve yeterli mevcut rezervlere sahip olmayınca, sabit döviz kuru sisteminde vazgeçilmiş ve Baht’ın değeri serbest bırakılmış ve Baht, döviz karşısında kısa sürede ve önemli bir düzeyde değer kaybı yaşamıştır (Turan, 2011, s.61). Asya Krizi ile ülkelerin ekonomilerinde daralma yaşanması, finansal piyasaların çökmesi, sermaye akımlarının ülkeye girişlerinin kesilmesi, bankaların ve şirketlerin iflası, faiz oranlarının hızlıca artmasıyla ülkeler büyük bir mali kriz yaşamıştır (Turan, 2011, s. 61). Derecelendirme kuruluşları, krizle birlikte hızlıca ve hatırı sayılır bir şekilde kredi notunu düşürmüştür.

Standard & Poor's, Tayland' a kriz öncesi A notu ile derecelendirmişken kriz sonrası ise BBB- seviyesine düşürmüştür. Endonezya'nın kriz öncesi derecelendirme notu BBB iken, kriz sonrası ise derecelendirme notunu CCC+ seviyesine çekmiştir. Güney Kore'nin notu kriz öncesi derecelendirme notu AA- seviyesinde iken kriz sonrası ise BB+ seviyesine, Malezya'nın A+ kredi notu ise BBB- seviyesine düşürülmüştür (Kraussl, 2000, s.5-6).

Tablo 1.4 Standard & Poor's Asya Krizi Öncesi ve Sonrası Derecelendirme Notu

Ülkeler	1 Temmuz 1997 (Kriz öncesi)	30 Kasım 1998 (Kriz sonrası)
Tayland	A	BBB-
Endonezya	BBB	CCC+
Malezya	A+	BBB-
Güney Kore	AA-	BB+

Kaynak: Kraussl, Roman. (2000). Sovereign Credit Ratings and Their Impact on Recent Financial Crises. Goethe University Frankfurt, Center for Financial Studies (CFS), CFS Working Paper, No. 2000/04. S.5

Tablo 1.4'te de görüldüğü gibi kısa süre içinde finansal, ekonomik göstergelerde önemli bir değişiklik olmamasına rağmen yüksek kademelerle kredi notu düşürülmüştür. Burada derecelendirme kuruluşlarının eleştirildiği nokta krizi öngörememesi ve ülkelerin harf notlarını, birden fazla kademe düşürülmesidir. Bu tablonun derecelendirme kuruluşlarının ülkeler için sağlıklı, gerçekçi bir analiz yapmadığını göstermesi ve vermiş olduğu kredi notlarının güvenilirliği açısından son derece önemlidir (Gür &Öztürk, 2011, s.77).

1.8.1.3 Rusya Krizi (1998)

Sovyetler Birliği'nin 1991 yılında dağılmasıyla birlikte ülkenin ekonomik sisteminde de bir değişim söz konusu olmuştur. Sovyetler dağılmadan merkezi ekonomik sistemle yönetilirken, Sovyetler dağıldıktan sonra serbest piyasa ekonomisine geçmiştir. 1992 yılında fiyatlar piyasa şartlarına göre dengelenmiş, uluslararası ticaret serbest bırakılmış, kamuya ait mallar özelleştirilerek özel sektöre devredilmiştir (Seyidoğlu &Yıldız, 2006, s.362).

1997 yılında yaşanan Asya Krizi' den etkilen Rusya ekonomisi, IMF'ye borç ödemelerini askıya alması piyasalarda şok etkisi yaratmış ve Rusya Rublesinin

değerinde büyük düşüş yaşanmış, borsa indeksi de değer kaybetmiştir (Kraussl, 2003, s.30). Krizi etkileyen iki önemli faktörden ilki, Asya Krizi ile baş gösteren ticaret hacminin daralması ve bununla birlikte Rusya ekonomisinin bağımlı olduğu petrol fiyatlarının sert düşüşü ile ülke gelirlerinin azalmasıdır. İkincisi ise, Merkezi ekonomik yapıdan, serbest ekonomiye geçme sürecinde yapısal sıkıntıların devam etmesi Rusya Krizinin önemli bir ikinci sebebidir (Seyidoğlu &Yıldız, 2006, s.362). Uluslararası derecelendirme kuruluşlarından Moody's Rusya'nın harf notunu düşürmesiyle birlikte Rusya, 1998 yılının 17 Ağustos'unda borç erteleme ilan ederek yaklaşık 45 milyar dolarlık yükümlülüğünü yerine getirmemiş ve Ruble yüzde 15 oranında devalüe edilmiştir (Tekin, 2016, s.194).

9 Haziran 1998' de yani krizden hemen önce Rusya kredi notunu B+ olarak açıklayan S&P, 13 Ağustos 1998' de B- notu vermiş, krizin yaşandığı gün CCC' ye, krizden yaklaşık bir ay sonra ise CCC'- ye düşürmüştür (Kraussl, 2003, s.30). Derecelendirme kuruluşunu peş peşe yapmış olduğu kredi harf notunu düşürmesi piyasayı sarsmıştır. Bu durum yatırımcıları daha da paniğe sokarak krizin içinden çıkılmaz bir noktaya gelmesine yol açmıştır.

Tablo 1.5 Standart Poor's ve Fitch Derecelendirme Kuruluşlarının Rusya Krizi Öncesi ve Sonrası Verdiği Notlar

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

Kaynak: Kraussl. (2013). Sovereign risk, credit ratings and the recent financial crises in emerging markets: empirical analysis and policy implications [Online], <https://scholar.google.com/citations?user=GbGKx24AAAAJ&hl=en> [Erişim Tarihi: 10.01.2018].

Tablo 1.5' te görüldüğü üzere krizin hemen öncesi makul seviyede olan kredi notunun bir anda üst üste kredi notunun düşürülmesi derecelendirme kuruluşlarının analizlerinin güven vermediğini ayrıca piyasada oluşan paniği artırarak krizin daha da sertleşmesine ve derinleşmesine neden olmaları derecelendirme kuruluşlarının eleştirilen noktalardır (Kedikli, 2015, s.99).

1.8.1.4 Amerika Mortgage Krizi (2008)

2007-2008 yılında başlayan ABD merkezli finansal kriz, daha sonra tüm dünyaya yayılarak küresel bir finansal krize dönüşmüştür. Ana hatlarıyla krizin nedenlerini denetim eksikliği, piyasa yapısı ve kriz sürecindeki çözüme dair yollar krizi öngörülme-yen olumsuzluğa sürüklemiştir (Tong ve Wei, 2008). Faizlerin çok düşük olduğu ABD finansal piyasalarında, finansal kurumların karlarını artırmak için, kişilerin kredibilitesine bakılmadan verilen subprime mortgage kredilerinde ortaya çıkan faiz artışlarıyla, kişiler borçlarını ödeyemeyecek duruma gelmiş ve bu durumda kurumlar ipotekle kredi verdiği bireylerin gayrimenkullerini icra yoluyla satmaya başlamış, bundan etkilenen karmaşık türev araçların finansal sistemi de içine alarak kriz hızla yayılmıştır (BDDK, 2008, s.45). Subprime mortgage; Birincil piyasadan kredi alamayan bireylerin, ikincil piyasalardan daha yüksek faizle ve ipotekli konut kredisi elde edilmesiyle adlandırılan kredi türü, krizi alevlendirmiştir (Sabah, 2018). Kısaca krizin çıkmasının temel nedenlerini aşağıda belirtilmiştir (Çitçi & Çeviş, 2012, s.59)

- Parasal bolluk ve özensiz kredilerin artması
- Menkul kıymetleştirme ile risk transferinin başka kurumlara geçmesi
- Saydamlık sorunu
- Finansal istikrarın olmaması ve finansal denetimin yetersizliği
- Finansal serbestleşme
- Derecelendirme kuruluşlarının kredi notu kararlarının objektifliği
- Finans kurumlarını düzenleyen ve denetleyen kuruluşların problemleri öngörememesi ve çözüm üretememesi
- Faiz oranları ve finansal piyasanın dengesizliği

Finansal kriz ile ilgili birçok araştırmacı, politikacı ve ekonomist, derecelendirme kuruluşlarını eleştirerek 2008 krizinde risk düzeyi yüksek olan mortgage kredilerini dayanak göstererek, kalitesi düşük olan türev enstrümanlara yüksek kredi notu vererek, kredi piyasalarında oluşan balona katkıda bulunduğu söylemektedir (Ryan, 2012). Finansal krizin simgelerinden Lehman Brothers 160 yıllık tarihi sahip geçmişi ve deneyimiyle dünyanın en büyük yatırım bankalarından biridir. Banka 15 Eylül 2008’de 613 Milyar Dolar borç ilan ederek ABD tarihinde yaşanan en büyük iflası açıklamasıyla küresel krizin domino taşını düşürmüştür. Derecelendirme

kuruluşları, şirket iflasını açıklamadan bir gün önce Lehman Brothers' a en yüksek kredi notu olan 'AAA' harf notunu vermiştir. Verilen kredi notu kredi kuruluşlarına olan güveni bir kez daha sorgulamaya itmiştir (Akçayır, 2013, s.85). Finansal aktörler yatırımlarını yaparken derecelendirme kuruluşlarının verdiği kredi notuna bakarak risk-getiri düzeyine göre hareket ettiğinden (Bostancı, 2012, s.62). Bu kuruluşlar yatırımcıların kazançlarında kayıplara neden olmuş ayrıca derecelendirdiği kuruluşun fonlama maliyetlerinde işletmeye avantaj sağlayarak piyasa dengesini olumsuz yönde etkilemişlerdir.

1.8.2 Derecelendirme Kuruluşları ve Kurumsal Şirketlerde Yaşanan Skandallar

Derecelendirme kuruluşları ülkelere verdiği notlar dışında şirketleri de değerlendirmeye alarak kredi notu vermektedir. Derecelendirme kuruluşlarının işletmelere verdiği notlar, şirketlerin fon bulmasında, borçlanma maliyetlerinde ve uluslararası çapta itibarı konusunda son derece önemlidir. İşletmelerin piyasa değerini sarsacak harf notu anonslarıyla işletmeleri iflasa sürükleyebilecek bir etkiye sahiptirler. Bu bölümde derecelendirme kuruluşları ile işletmeler arasında yaşananlar ortaya konulmuştur.

1.8.2.1 Hannover Re Şirketi

Alman sigorta şirketi olan Hannover Re dünyaca ünlü bir şirkettir. Moody' s 1998 yılında Alman şirketine bir bildiri göndererek herhangi bir ücret karşılığı olmaksızın işletmeyi inceleyeceğini şirkete bildirir. S&P ve Fitch derecelendirme kuruluşlarıyla çalışan şirket, Moody's' derecelendirme kuruluşunun inceleme talebini geri çevirir. Buna rağmen Moody's sigorta şirketini değerlendirmeye almış ve diğer kredi kuruluşlarının şirket için koyduğu olumlu derecelendirme tablosunun aksine olumsuz yönde tablo ortaya koymuştur. Bu olumsuz değerlendirme şirket ortaklarında (Hisse sahiplerinde) bir kaygıya yol açmıştır. Moody's sigorta şirketinin harf notunu kademeli düşürmesinin devam etmesiyle beraber 2013 yılına gelindiğinde işletmenin piyasa değerinde 100 milyonlarca dolar değer kaybı yaşanmıştır (Maliye Raporu, 2005, s.4).

Bu olay derecelendirme kuruluşlarının, şirketleri iflasa sürükleyebilecek güce sahip olduklarını göstermektedir. Ayrıca Moody's derecelendirme kuruluşunun sigorta şirketleri arasında yaşanabilecek rekabette taraflı bir tutum sergileyerek çıkar gruplarının isteğine göre hareket ederek Hannover Re şirketini zayıf düşürme ya da iflasa sürüklemesi gibi amaçlar söz konusu olma ihtimali bulunmaktadır.

1.8.2.2 Enron Şirketi (2001)

Şirket 1985 yılında ABD' de kurulan ve ülkenin en büyük 7. şirketi olan firma, doğal gaz sektöründe faaliyet göstermekteydi. İflas etmeden hemen önce Fortune dergisi tarafından en beğenilen şirket olarak ilan edilmiştir. Şirketin yaklaşık yüzde 90'lık kısmı halka arz edilmiştir (Tekin, 2016, s.195). 2002 yılına gelindiğinde Enron şirketi iflasını açıklamasıyla skandallar ortaya çıkmıştır. Dünyanın en saygın denetim firması arasında yer alan Arthur Andersen, Enron şirketinin 3 yıl süresince olumsuz olan mali tablolarını, olumlu gibi göstererek halka açık olan firmanın ortaklarını aldattığını ortaya çıkmasını sağlamıştır (Dinç & Cengiz, 2014, s.224).

Şirketin iflasından önce uluslararası derecelendirme kuruluşları olan Fitch, S&P ve Moody's' in Enron Şirketine vermiş olduğu 'yatırım yapılabilir' seviye iflas sonrasında ise sert not indirimleri derecelendirme kuruluşlarının tutarsızlığını gündeme getirmiş ve derecelendirme kuruluşlarını eleştirilerin odağına oturtmuştur. Kuruluşlara yapılan eleştiri bazılarına göre derecelendirme kuruluşları için 'değersiz' bazılarına göre 'merhametli' bazılarına göre ise hükümet için 'yeterince iyi' yorumlarıyla eleştirilmiştir (Hill, 2009, s.283). Bir eleştiri noktası da firmanın hileli muhasebe kayıtlarına rağmen derecelendirme kuruluşlarının işletmelere verdiği yüksek harf notlarıdır (Gür ve Öztürk, 2011, s.76).

1.8.2.3 Worldcom Şirketi (2002)

1983 yılında ABD' de bir telefon şirketi olarak kuruldu. 1990 yılında şirket kısa sürede büyüyerek piyasa değerini 180 milyar dolara çıkarmıştır. En parlak dönemini yaşadığı 1999 yılında şirketin hisse senedi lotu 64 dolar üzerindeydi. İstihdam ettiği 80.000 kişiyle şirket zirve yaptığı dönemde ABD'nin 2. Büyük telefon şirketi olmuştur. (Odabaşı ve Ergen, 2014, s.3). Ancak Worldcom şirketi, Enron skandalında olduğu gibi denetim kuruluşlarınca hileli muhasebe kaydı, şişirilmiş bilançolarla; 2001 yılında 1,4

milyar dolarlık, 2002 yılının ilk çeyreğinde ise 130 milyon dolar kar açıklamasının gerçeği yansıtmadığı ortaya çıkmıştır (Kedikli, 2015, s.98). Bu durumun açığa çıkmasıyla şirketin, hisse senetlerinin âdetinin 9 cente düşmesine ve nihayetinde 2002 yılında şirketin iflasını açıklamasına neden olmuştur (Odabaşı ve Ergen, 2014, s.3).

1.8.2.4 Parmalat Şirketi (2003)

Şirket 1961 yılında İtalya'nın Parma şehrinde süt pastörizesi üzerine kurulmuştur. Şirket Milan Sermaye Piyasasına 1990 yılında kayıt olmuştur. Şirket hızlı bir şekilde büyüyerek İtalya'nın ilk 10 büyük şirketinden biri haline gelmiştir (Odabaşı ve Ergen, 2014, s.4).

Şirket 30 ülkede, 250 şubesi olup 36.000 istihdam kapasitesiyle uluslararası bir şirket halini almıştır. İtalya' da yaşanan Parmalat skandalı, Avrupa'nın Enron'u diye adlandırmışlardır. Skandal ortaya çıkmayana kadar S&P şirketin kredi notunu yatırım yapılabilir seviyede tutması, KDK'nın sert eleştirilere maruz kalmasına ve menfaat ilişkilerinin sorgulanmasına kadar ilerletmiştir. Şirket 30 Eylül 2003 yılına kadar piyasa değeri 2,2 Milyar Euro değerindeydi. Şirket finansal bilgilerin manipüle edilmesinin duyulması sonucu hisse senedi alım-satımını durdurmuştur. Ardından 15 Eylül 2003' te S&P şirketin notunu BBB+ dan BBB' ye düşürmüştür. Daha sonra şirket; 150 milyon Avroluk tahvil yükümlülüğünü yerine getiremeyeceğini açıklamasıyla S&P şirketin kredi notunu B+’ ya çekmiştir. Şirketin hisse senedi adeti 2,24 Avro’ dan sert bir düşüşle 1,18’Avro’ya kadar inmiştir. Şirketin finansal ve muhasebe kayıtlarındaki hilelerine her geçen gün yenilerinin eklenmesiyle S&P’ şirketin kredi notunu D (Default) olarak açıklamıştır. Bu kredi notunun açıklamasının ardından şirket hisseleri borsada 0,30 Avroyu görerek büyük kayba uğramıştır. Nihayetinde İtalyan Borsası 0,13 Euro’ da şirket hisse senedi satışlarını durdurmuştur. (Tekin, 2016, s.196).

Derecelendirme kuruluşu Parmalat şirketinin skandallarının ortaya çıkmasından önce şirket için herhangi bir olumsuz görüş bildirmemesi, iflas riskini öngörememesi kuruluşun değerlendirmelerini ve kredi notlarını sorgulanmasına neden olmaktadır. Skandallarının ortaya çıkmasıyla birlikte art arda sert not indirimleri derecelendirme kuruluşlarının kendini düze çıkarma çarpınışlarını göstermektedir. Bu olay,

yatırımcıların derecelendirme kuruluşlarının ileriye dönük tahmin ve öngörülerinde isabetli olmadıklarını ortaya koymuştur.

İKİNCİ BÖLÜM

DERECELENDİRME İÇİN KULLANILAN ÖLÇÜTLER

Kredi derecelendirme kuruluşları değerlendirmede bulunduracağı ülkenin kredi notunu belirlerken niceliksel ve niteliksel bazı ölçütleri kullanmaktadır. Bu ölçütler ülkelerin ekonomik ve siyasi durumunun geçmişi, mevcut durumu ve geleceği analiz edilerek ortaya konulmaktadır (Karagöl & Mıhçıokur, 2012, s.16-17).

Yatırımcılar; yatırım kararları verirken getiri-risk arasında bir orantı aramaktadır. Risk oranı yüksek bir yatırımdan yüksek bir getiri, risk oranı düşük bir yatırımdan ise daha düşük bir getiri elde etmek isterler. Risk ise beklenen getiri ile gerçekleşen getiri arasındaki fark olarak tanımlanır. Yatırımcıların alacağı riskleri ortaya koyabilmesi için derecelendirme kuruluşlarının bazı faktörleri kullanarak risk-getiri oranını ortaya koymaya çalışmaktadır. Derecelendirme kuruluşlarının asıl amacı ekonomideki risk durumunu gerçekçi bir şekilde ortaya koyup yatırımcıları yönlendirme noktasında onlara yardımcı olmaktır.

Ülkeler derecelendirilirken pek çok faktör göz önünde bulundurulmaktadır. Bu faktörlerden önemli olanları aşağıda sıralanmaktadır (Maliye, 2005, s. 10)

- Cari işlemler dengesi,
- Kamu kesimi borçlanma gereği,
- İşsizlik oranı,
- Bütçe açığı
- Büyüme oranı

Bu ekonomik göstergeler yanı sıra ülkelerin siyasi istikrarı, seçim zamanı gibi siyasal göstergeler ayrıca ülkelerin uluslararası ilişkileri ve dış politikaları kredi derecelendirme sürecine dâhil edilerek ülkelere verilen kredi notu ortaya çıkmaktadır.

Ülke riski değerlendirmesi yapılırken derecelendirme kuruluşlarının metodolojisi olan PRS-ICRG (Politic Risk Services- International Country Risk Guide) sisteminden yararlanılmaktadır. Ekonomik, politik ve finansal anlamda ülke riskini ölçmeye yarayan PRS-ICRG modeli International Report Dergisi editörlerince 1980

yılında geliştirilmeye başlanmıştır. Editörler yatırımlar üzerindeki muhtemel riskleri analiz edebilmek için, yeni bir istatistiki yöntem buldular. Bu modelde çıkan sayısal sonuçları açıklayarak yeni bir modele öncülük ettiler (Kırankabeş, 2006, s.3-4).

2.1 PRS-ICRG Ülke Riski Derecelendirme Metodolojisi

PRS-ICRG modeli ekonomik, politik ve finansal üç ana risk kategorisi içinde yer alan 22 alt faktörden meydana gelmektedir. Ekonomik risk kategorisi, ülkelerin ekonomik durumu ile ilgili değerlendirmeleri için beş alt faktörden oluşmaktadır. Politik risk kategorisi ise; sosyal ve politik alanda toplam 12 alt faktörden oluşmaktadır. Kategori için de yer alan üçüncü kategori olan finansal riskte, finansal durum ile ilgili değerlendirmeler için ise beş alt faktör kullanılmaktadır. Bu faktörlerden her birinin finansal durum değerlendirmesinde sabit bir değeri bulunmaktadır (PRS, 2018, s.1).

Tablo 2. 1 PRS-ICRG Kuruluşu Ülke Riski Değerlendirme Kategorisi ve Faktörleri

PRS-ICRG Kuruluşu Ülke Riski Değerlendirme Kategorileri ve Faktörleri		
Ekonomik Risk Kategorisi	Politik Risk Kategorisi	Finansal Risk Kategorisi
Kişi Başına Düşen GSYİH	Hükümetin İstikrarı	GSYİH'nın Yüzdesi Olarak Toplam Dış Borç
Yıllık Gerçek GSYİH	Sosyo-Ekonomik Durum	Toplam Mal ve Hizmet İhracatının Yüzdesi Olarak Dış Borç Yüzdesi
Yıllık Reel Enflasyon Artış Oranı	Yatırım Ortamı	Toplam Mal ve Hizmet İhracatının Yüzdesi Olarak Cari Hesap
GSYİH Yüzdesi Olarak Bütçe Dengesi	İç Karışıklık	İthalatın Yapıldığı Aylar Bazında Net Uluslararası Likidite
GSYİH'nın Yüzdesi olarak Cari Hesap	Dış Karışıklık	Yüzde Değişim Değeri Olarak Döviz Kuru Kararlılığı
	Yozlaşma	
	Askeri Otoritenin Politikaya Etkisi	
	Dinsel Gerilimler	
	Kanun ve Düzenlemeler	
	Etnik Gerilim	
	Demokratik Sorunlar	
	Bürokrasi Etkisi	

Kaynak: PRS Grup. (2018). ICRG Metodolojisi. [Online]. <https://www.prsgroup.com/wp-content/uploads/2012/11/icrgmethodology.pdf> [Erişim Tarihi 06 Mayıs 2018].

PRS-ICRG kendi yöntemi doğrultusunda üç kategori için indeksler oluşturulmaktadır. Politik risk indeks değeri 100, finansal risk indeks değeri 50 ve ekonomik risk indeks değeri 50 puan üzerinden değerlendirilmektedir. Bu değerlendirmelerden sonra kategoriler toplanıp 2'ye bölünerek birleşik indeks bulunmaktadır. Bu indeks 0-100 arasında bir değer almaktadır. Standartlaştırılmış bir skala baz alınarak ülkenin risk düzeyi ortaya konulmaktadır. Skaladaki risk değeri en düşük değer 80-100 puan aralığındaki değerken, en yüksek risk değere sahip skala puanı ise 0- 49,5'tir. PRS-ICRG kuruluşu kalitatif ve kantitatif verileri kullanmaktadır. Bu verilerden ilki yargısal değerlendirmelerde yani politik risk kategorisinde kullanılmakta, ikinci veri tipi sayısal değerleridir bu ikinci veri tipi ekonomik ve finansal risk kategorilerinde kullanılmaktadır (Kırankabeş, 2006, s.5).

2.1.1. Politik Risk Kategorisi

Yerli ve yabancı yatırımcıların ülkelerde yatırım yapması için ülkenin politik istikrara sahip olmasını ve yatırımcılara tutarlı ve iyi niyet ortaya koymasını beklemektedir. Politik risk, bir ülkede iktidarların politik kararları sonucunda oluşabilecek toplumsal ve ekonomik olayların yatırımcılar için oluşan maddi kayıplar, belirsizlik durumunun ortaya çıkması durumudur (Aydın, 2013, s.1). Ayrıca kur farklarından oluşabilecek zarar olarak tanımlanır. Bu risk kategorisinde ülkelerin karşı karşıya gelebileceği olağanüstü durumlar olan istila, darbe ve savaş tehlikesi bir politik risk olarak da karşımıza çıkabilmekte ve ülke riski hesaplamalarında yüksek bir yüzde oranına sahip bir faktördür. Ülkede yaşanabilecek politik olaylara karşın nakit akışında beklenmedik değişimleri ifade eder (Kuzulu, 2018).

Politik risk faktörü değerlendirmeleri kalitatif (yargısal) olduğundan diğer faktörler olan ekonomik ve finansal kategorilere göre sübjektif unsurlar barındırmaktadır. Bu durumdan analizlerde sayısal veriler kullanılamamaktadır. Politik risk kategorisinin alt faktörlerini 12 alt başlıkta gösterip kendi içinde tespit edilmiş farklı ağırlıkları bulunmaktadır (Kırankabeş, 2006, s.4). Bu kategorideki 12 faktör tablo 2.2'de puan ağırlıklarıyla gösterilmektedir.

Tablo 2.2 Politik Risk Alt Bileşenleri

Politik Risk Bileşenleri	Risk Kategorisindeki Ağırlığı (Maksimum Ağırlık)
1-Hükümetin İstikrarı	12
2-Sosyal-Ekonomik Koşullar	12
3-Yatırım Profili	12
4-İçsel Çatışmalar	12
5-Dışsal Çatışmalar	12
6-Yolsuzluk	6
7-Askeri Otoritenin Siyasetteki Rolü	6
8-Dinsel Gerilimler	6
9-Kanun ve Düzen	6
10-Etnik Gerilimler	6
11-Demokratik Hesap Verilebilirlik	6
12-Bürokrasi Kalitesi	4
Toplam	100

Kaynak: PRS-ICRG. (2018). ICRG Metodolojisi. [Online]. <https://www.prsgroup.com/wp-content/uploads/2012/11/icrgmethodology.pdf> [Erişim Tarihi 06 Mayıs 2018].

2.1.1.1 Hükümetin İstikrarı

Hükümetlerin devletin esas yapısında yapacağı bir değişimle birlikte yükümlülüğünü yerine getirememe ihtimaline karşı ortaya çıkabilecek risklerdir (PRS, 2018, s.3). Bu gibi riskler hükümetlerin kurulamadığı ve sıkça değiştiği ülkelerde sistemlerin gelişmediği veya az geliştiği ülkelerde görülmektedir.

Bu risk grubunu değerlendirmede hükümetlerin yürütme organı, kurmuş ve ortaya koymuş olduğu plan ve programı uyguluyor olması baz alınmaktadır. Hükümetin istikrarı faktörü, her biri 0-4 puandan oluşan üç alt bileşenin değeriyle ortaya çıkmak ve toplam 12 puan ağırlığa sahiptir. Faktörün alt bileşen için 4 skoru, maksimum puanı ve en düşük risk seviyesini ifade ederken 0 skoru ise minimum puanı ve en yüksek risk seviyesini ifade etmektedir. Alt bileşenler aşağıda sıralanmıştır (PRS, 2018, s.3).

- Yasama Gücü
- Hükümet Bütünlüğü (Uyumu)
- Halk Desteği

Bir ülkenin politik kurumlarının istikrarı, öngörülebilirliği ve şeffaflığı, politika hatalarının ne kadar hızlı tespit edildiği ve düzeltilmesi dahil olmak üzere ekonomik politika oluşturma parametrelerinin analiz edilmesinde önemli hususlardır (Beer, 2004, s.4).

2.1.1.2 Sosyal-Ekonomik Risk

Ülkenin nüfus artışı, nüfus yoğunluğunun ülke içinde dengeli olması gibi unsurlar ülkenin sosyal-ekonomik risk faktörlerindendir. Ülkenin belli bölgelerinde nüfusun yoğunlaşması ülkelerin iç göç sorununun olduğunu bununla birlikte birçok alt yapı yatırımlarına ihtiyaç duyacağını göstermektedir. Ayrıca nüfus yoğunluğunun yüksek, kişi başına düşen milli gelirin düşük olduğunu yerlerde işsizlik sorununun varlığını ortaya koymaktadır. Bu gibi alt yapı ve istihdam için gerekli finansman ihtiyacı sorununun var olması bu sorunları çözme noktasında ülkenin yükümlülüğünü yerine getirememesi gibi risk durumları söz konusudur. Refah seviyesinin düşük olduğu ülkelerde sürdürülebilir bir borç politikası riskli bir seviyededir. Ülkelerin okuryazarlığı, eğitim seviyesi sağlık imkânları, insani gelişmişlik indeksi gibi unsurlar politik risk unsuru kapsamında incelenmektedir (Hasbi, 2012, s.15).

Bu faktör de 3 alt ana bileşenden oluşmaktadır. Her biri maksimum 4 ve minimum 0 puan üzerinden değerlendirilmektedir. Alt bileşenler aşağıda sıralanmıştır (PRS, 2018, s.3).

- İşsizlik
- Tüketici İtimadı
- Refah

2.1.1.3 Yatırım Profili

Üç ana kategorinin içine girmeyen bileşenleri kapsayan bir faktördür. Bu faktörde 3 ana alt bileşen bulunmaktadır. Puanlama olarak her biri maksimum 4, minimum 0 değeri alır. Alt bileşenlerini aşağıdaki sıralanmaktadır (PRS, 2018, s.4-5).

- Yatırımın kamusallaştırılma olasılığı

- Sermayenin geri transferindeki risk
- Ödeme gecikmeleri

Doğrudan yatırımlara, dolaylı yatırımlara veya teknolojiye, ar-ge vb. gibi yatırımların yapılması ülke ekonomilerine olan güveni sağlayıp ekonomilerin gelişip büyümesine katkı sağlayacağı için risklerin azalmasına etki etmektedir.

2.1.1.4 İçsel Çatışmalar Riski

Ülke içinde yaşanabilecek bir kargaşa veya bir şiddetin hükümetler üzerine oluşabilecek etkiyi değerlendirmeye yarayan bir faktördür. Bu faktördeki alt bileşenlerin en yüksek puanı 4'tür. Bu puan en düşük risk seviyesini, yani sivil veya askeri olayların yaşanma ihtimalinin düşük olduğu ülkelere verilen bir puandır. '0' puanı ise askeri veya sivil bir olumsuzluğun yaşanabilme riskinin yüksek olduğu ülkelere verilen bir puandır. Aşağıda alt bileşenleri sıralanmaktadır (Kırankabeş, 2006, s.8).

- Terörizm/Politik Şiddet
- Sivil Kargaşa
- Sivil Savaş/ Askeri veya Sivil Darbe Tehlikesi

Demokrasinin derinleşemediği ve aynı zamanda siyaset ile toplumsal huzurun olmadığı ülkelerde bu risk faktörünün yüksek olduğu yadsınamaz bir gerçektir.

2.1.1.5 Dış Karışıklıklar Riski

Bu faktör bir ülkenin dış müdahaleye veya diplomatik baskılara maruz kalması üzere değerlendirilir. Bu faktörde de her alt bileşen 4 puan üzerinden değerlendirilmektedir. Bu değerlendirmede 4 maksimum ve en düşük risk seviyesini temsil eder, 0 minimum puanı ve en yüksek riski ifade eder. Bu faktörün alt bileşenleri ise aşağıdaki gibidir (PRS, 2018, s.5).

- Sınır Ötesi Çatışma
- Savaş

- Dış Baskılar

Ülke ekonomilerini ticaretinin gelişimi ve uluslararası sermayeden yeterli bir şekilde faydalanabilmesi için güçlü bir diplomasi ve çatışmasız bir ortamın var olması ihtiyacını ortaya çıkarmaktadır.

2.1.1.6 Yozlaşma

Siyasi karar mekanizmalarında etkili olan şahısların (politikacılar, seçmenler, bürokratlar baskı ve çıkar grupları) şahıslarına ait çıkar sağlama amacıyla toplumda var olan sosyal düzenleyici kuralları (hukuki, ahlaki, dini, kültürel normları) ihlal edici eylem ve davranışlarda bulunulmasıdır (Coşkun, 2001, s.52).

Ekonomide kullanılan kaynakların israfı, kaynak dağılımının kötü olması ve verimli kullanılamamasını değerlendiren bir faktördür. Gelir dağılımının adaletsiz olması, baskı ve çıkar gruplarının etkileri ekonomiyi denge noktasından çıkarır. Sistemden ve dengeden sapan ekonomilerde yolsuzluk artacağından gelir dağılımı adaletsizliği düşük gelirli aleyhine artacaktır. Bu durumların tamamı ülke ekonomilerinin risk boyutunu artırmaktadır.

2.1.1.7 Askeri Otoritenin Politikaya Etkisi

Hükümetler seçimle iş başına gelmektedir ve ekonomik, politik, ticaret ile ilgili programlara sahiptirler. Ülkelerin güvenlik kanadı olan askeri yönetim ise atamayla göreve gelmektedir. Ülke yönetim yapısının tam oturmadığı sistemlerde askeriye, hükümetlerin programlarına derin ya da yüzeysel anlamda yürütme ve yasamayı etkileyerek hükümetlerin yürütme fonksiyonlarını etkisi altına alabilmektedir. Bu durumda uzun vadede güven ortamını yok edecek aynı zamanda ülke içinde var olan uluslararası sermayenin yatırımları askıya alabileceği veya yapmış oldukları yatırımları çekebileceği ihtimali artmaktadır. Akabinde ülkelerin borç yükümlülüklerini yerine getirmede risk teşkil edeceğinden kredi kuruluşları için kredi notu değerlendirmelerinde önemli bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır.

Bazı ülkelerde askeri baskı sonucunda mevcut hükümet değişerek yerini başka bir hükümetin alabildiği bir sonuçla karşı karşıya kalılabilmektedir. Ya da askeri

otoritenin sivil hükümeti devre dışı bırakarak yönetime el koyması söz konusudur. Yönetim sıkıntılarının olduğu bu tür ortamlarda liberalleşme azalmaktadır. Böylelikle ülkeler güvenli yatırım ortamından uzak bir durum ile karşı karşıya kalır (Kırankabeş, 2006, s. 9).

2.1.1.8 Dinsel Gerilimler

Bu bileşen devleti yöneten kesimin tek bir din grubu hâkimiyetinde olmasını ve sivil kanunları değiştirerek yerine dinsel kanunları koymasını ifade etmektedir. Böyle bir durumun yaşanması halinde ise diğer dini grupların toplumsal ve siyasal alandan soyutlanmasına neden olmaktadır. Bu durum çok sesli anlayışın ortadan kalkmasına neden olup ülke yönetiminin baskın dini grubun istekleri doğrultusunda şekillenir. Baskı sistemin oluşmasıyla beraber karşı grubun sivil ayaklanmasına ve daha kötü bir senaryo olarak iç savaşa kadar gidebilecek bir atmosfere götürecek riskler barındırır (Ovalı, 2014, s. 64).

2.1.1.9 Kanun ve Düzenlemeler

Bu faktörde kanun ve düzenlemeler ayrı ayrı ele alınmıştır. Kanun sistemin yargısal bağımsızlığı ve gücünü değerlendirmeye alırken, düzenleme ise yasal sistemin toplum üzerine etkisini değerlendirmeye alır. Puanlama 3 maksimum puan üzerinden değerlendirilir (PRS, 2018, s.6). Mevcut yasaların suçlara uygulanması arasındaki ilişkiye bakılmaktadır. Suçlulara yasaların öngörmüş olduğu cezayı yargı vermiyorsa ya da veremiyorsa risk faktörü olarak ele alınmaktadır.

2.1.1.10 Etnik Gerilim

Bir ülke içinde farklı dil, ırk ve millet grupları varsa aralarında ortaya çıkabilecek gerilimlerin değerlendirilmesinin yapıldığı bir faktördür. Aralarında farklılık olan gruplar arasındaki anlaşmazlıkların var olması ve sorunlarını çözememeleri durumunda yüksek riskli bir ülke olacaklarından değerlendirmelerde düşük notu alacaklardır (PRS, 2018: 6).

2.1.1.11 Demokratik Sorumluluklar

Hükümetleri başa getiren halka karşı, sosyal sorumluluklarını yerine getirme hassasiyetini ölçen bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır. Topluma karşı görevlerini yerine getiremeyen hükümetler ise ya seçimle ya da darbeyle görevleri sonlanır (Ovalı, 2014, s.64). Demokratik hesap verilebilirlik değerlendirilmesinde aşağıdaki koşullar dikkate alınır (Kırankabeş, 2006, s.10).

- Alternatifli Demokrasi
- Hâkim Demokrasi
- Gerçek Tek Partili Demokrasi
- Mutlak Tek Parti Sistemi Monarşi

2.1.1.12 Bürokrasi Etkisi

Bir devleti yönetmek için gelen hükümetlerin politika değişikliğine karşı, devleti oluşturan kurumsal ve bürokratik yapının direnç gösterebilme kabiliyetini değerlendiren bir faktördür. Hükümetin siyasi baskılarına karşı, devletin yapısını oluşturan organların, devletin genel mekanizmasında önemli derecede değişiklik yaşamadan aşması durumunda, değerlendirme kriterlerinden yüksek bir puan alır. Böylece devlet yapısı siyasi baskılardan pek etkilenmez. Bununla birlikte genel mekanizmasını sürdürebilir. (Kırankabeş, 2006, s.10).

2.1.1.13 Politik Riskin Değerlendirme Skalası

PRS-ICRG modeline göre ülkelerin politik risk değeri ayrıntılı olarak açıkladığımız politik risk faktörünün 12 alt bileşeninin puan ağırlığından ortaya çıkan sayısal değerlerin toplamından sağlanır (PRS, 2018, s.8).

Tablo 2.3 Politik Risk Değeri Skalası

%0-49,9	Çok yüksek politik risk durumu
%50-59,9	Yüksek politik risk durumu
%60-69,9	Orta düzey politik risk durumu
%70-79,9	Düşük politik risk durumu
%80 ve üzeri	Çok düşük politik risk durumu

Kaynak: PRS-ICRG. (2018). ICRG Metodolojisi. [Online]. <https://www.prsgroup.com/wp-content/uploads/2012/11/icrgmethodology.pdf> [Erişim Tarihi 07 Mayıs 2018].

2.1.2 Ekonomik Risk Kategorisi

Ekonomik risk, bir ülkenin makro ve mikro anlamda ekonomik göstergeleri, yapısal durumu göz önünde bulundurularak ülkenin ekonomik yeterlilik durumunu ve borç ödemelerini yerine getirme açısından değerlendirilmeye tutulmaktadır. Ekonomik göstergelerden olan ve yatırımcı kararlarına önemli ölçüde etki eden unsurlar olan enflasyon oranı, faiz oranı, kişi başına düşen milli gelir, GSYİH artış yönü, döviz kazanç sağlayıcı faaliyetlerin yönü (turizm, ihracat), döviz kuru, yatırımların toplam ekonomi içindeki oranı ekonomik risk değerlendirmelerinde kullanılmaktadır (Hasbi, 2012, s.16). Ekonomik risk durumu ekonomilerin zayıf ve güçlü yanlarını değerlendirerek, güçlü yanları zayıf yanlarından daha fazlaysa risk bakımından düşük kategoriye girmektedirken, tam tersi durumdaysa risk olarak yüksek kategoriye girmektedir (Kırankabeş, 2006, s.11).

Derecelendirme kuruluşlarının ülke ekonomi notlarını belirlerken kullandığı birçok ekonomik değişken vardır. Bunlar sektörsel farklılıklar, finansal yapının derinliği, kaynakların etkin dağılımı, borçlanma kanallarının çeşitliliği, gelir dağılımı durumu, ekonomi faaliyetlerinin liberalliği gibi ekonomik yönden büyümeye etki edecek birçok faktör etkili olmaktadır (Ovalı, 2014, s.66). Derecelendirme kuruluşlarının ve yatırımcıların değerlendirmelerinde büyük öneme sahip olan bu kategori yoruma çok fazla yer vermemesi dolayısıyla daha objektif değerlendirilebilmektedir.

Tablo 2.4 Ekonomik Risk Kategorisinin Alt Faktörleri ve Sayısal Ağırlıkları

ALT FAKTÖRLER	ALT FAKTÖRLERİN AĞIRLIĞI
GSYİH'nın Yüzdesi Olarak Cari Hesap	15 Puan (Ekonomik Risk içindeki Ağırlığı)
Yıllık Gerçek GSYİH Artışı	10 Puan (Ekonomik Risk içindeki Ağırlığı)
Yıllık Enflasyon Artış Oranı	10 Puan (Ekonomik Risk içindeki Ağırlığı)
GSYİH'nın Yüzdesi Olarak Bütçe Dengesi	10 Puan (Ekonomik Risk içindeki Ağırlığı)
Kişi Başına Düşen GSYİH	5 Puan (Ekonomik Risk içindeki Ağırlığı)
TOPLAM	50 PUAN

Kaynak: PRS-ICRG. (2018). ICRG Metodolojisi. [Online]. <https://www.prsgroup.com/wp-content/uploads/2012/11/icrgmethodology.pdf> [Erişim Tarihi 06 Mayıs 2018].

2.1.2.1 GSYİH'nın Yüzdesi Olarak Cari Hesap

Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla (GSYİH), Yurtiçinde belirli bir süre boyunca üretilen üretilmiş nihai mal ve hizmetlerin değeridir (Bondarenko, 2018).

Cari denge olarak da tanımlanan cari işlemler dengesi, ödemeler dengesi bilançosunun en önemli ana hesaplarından. Dış ticaret (İhracat-ithalat dengesi), hizmetler (hizmet alımları-hizmet satımları), yatırım (net faktör), gelirleri (dış yatırım gelirleri- dış yatırım giderleri) ve cari transferler (karşılıksız olarak elde edilen dış gelirler-karşılıksız olarak yapılan dış giderler), dengelerin toplamından oluşmaktadır. (Şahin, 2011, s.48-49).

Tablo 2.5 GSYİH'nın Yüzdesi Olarak Cari Hesap

Yüzde Değeri	Puan
10,0 ve üstü	15,0
8,0/9,9	14,5
6,0/7,9	14,0
4,0/5,9	13,5
2,0/3,9	13,0
1,0/1,9	12,5
0,0/0,9	12,0
-0,1/-0,9	11,5
-1,0/-1,9	11,0
-2,0/-3,9	10,5
-4,0/-5,9	10
-6,0/-7,9	9,5
-8,0/-9,9	9,0
-10,0/-11,9	8,5
-12,0/-13,9	8,0
-14,0/-15,9	7,5
-16,0/-16,9	7,0
-17,0/-17,9	6,5
-18,0/-18,9	6,0
-19,0/-19,9	5,5
-20,0/-20,9	5,0
-21,0/-21,9	4,5
-22,0/-22,9	4,0
-23,0/-23,9	3,5
-24,0/-24,9	3,0
-25,0/-26,9	2,5
-27,0/-29,9	2,0
-30,0/-32,4	1,5
-32,5/-34,9	1,0
-35,0/-39,9	0,5
-40,0 ve altı	0,0

Kaynak: PRS-ICRG. (2018). Metodolojisi. [Online]. <https://www.prsgroup.com/wp-content/uploads/2012/11/icrgmethodology.pdf> [Erişim Tarihi 07 Mayıs 2018].

Bir ülkenin GSYİH'nın yüzdesi olarak cari hesap oranı, ülkenin cari hesabının o ülkenin GSYİH'ya bölünmesiyle bulunmaktadır. Örneğin bir ülkenin cari işlemler hesabı -20 milyar dolar ve GSYİH'sı ise 300 milyar dolarsa, değerlerin bu kural çerçevesinde bölünmesiyle oran bulunur. $-20\$/300\$ = -0,0066 \times 100 = -0,66$ değeri bulunmuştur. Ülkenin GSYİH'nın yüzdesi olarak cari hesap oranı '-0,66' çıkmıştır. Çıkan sonuca göre değerlendirilen ülkenin alacağı puanın 2.5'teki tabloya göre 9,5 olarak tespit edilmiştir.

2.1.2.2 Yıllık Gerçek GSYİH Artış Oranı

Ülke içinde bir yıl boyunca üretilen ürünlerin fiyatları toplamının enflasyondan arındırılmış halidir. Derecelendirme kuruluşların bu faktörü baz almasındaki neden, gerçek anlamda ülkelerin üretim düzeyine ulaşmasında bu faktör daha sağlıklı bilgi sunmaktadır.

Tablo 2.6 Yıllık Reel GSYİH Artışı Puanlaması

Yüzde Değişim	Puan
6,0 ve üstü	10
5,0/5,9	9,5
4,0/4,9	9,0
3,0/3,9	8,5
2,5/2,9	8,0
2,0/2,4	7,5
1,5/1,9	7,0
1,0/1,4	6,5
0,5/0,9	6,0
0,0/0,4	5,5
-0,1/-0,4	5,0
-0,5/-0,9	4,5
-1,0/-1,4	4,0
-1,5/-1,9	3,5
-2,0/-2,4	3,0
-2,5/-2,9	2,5
-3,0/-3,4	2,0
-3,5/-3,9	1,5
-4,0/-4,9	1,0
-5,0/-5,9	0,5
-6,0 ve altı	0,0

Kaynak: PRS-ICRG. (2018). ICRG Metodolojisi. [Online]. <https://www.prsgroup.com/wp-content/uploads/2012/11/icrgmethodology.pdf> [Erişim Tarihi 07 Mayıs 2018].

Bir ülkenin mevcut dönemki reel GSYİH büyüme oranı bir önceki yılın GSYİH'ya bölünmesiyle bulunmaktadır. Örneğin bir ülkenin 2010 yılı GSYİH 300 milyar dolar, 2011 yılına ait GSYİH ise 315 milyar dolardır. 2010 yılına ait GSYİH üretimi temel alınarak işlem yapılacaktır. Buna göre yapılan işlemde oran bulunmaktadır. $315\$/300\$ = \text{yüzde } 5$ değeri bulunmuştur. Reel GSYİH'sı büyümesi hesaplanan ülkenin yüzde 5 oranında büyüdüğü ve çıkan büyüme sonucuna göre değerlendirilen ülkenin alacağı puanın 2.6'daki tabloya göre 9,5 olarak tespit edilmiştir.

2.1.2.3 Yıllık Enflasyon Artış Oranı

Yatırımcıların yatırım kararlarında etkili olan reel getirinin tespitini sağlayan bir değişken olan enflasyon, derecelendirme kuruluşlarının değerlendirmelerinde kullandığı bir faktördür. Enflasyon ülkelerin faiz oranlarını belirlemede önemli bir değişkendir. Faiz oranları ise reel yatırımları belirleyen ve ekonomik büyümeyi etkileyen bir değişken olduğundan, enflasyonun piyasa yapımcılarının tamamına etki eden bir sonucu doğurur (Kırankabeş, 2006, s.16). PRS-ICRG yöntemine göre bir ülkenin enflasyon değerine göre alacağı puanlar 0-10 arasında değerlerden oluşmaktadır. Enflasyon oranı düşük olan ülkeler daha yüksek puana sahip olacakken enflasyon değeri yüksek olan ülkeler daha düşük puana sahip olacaktır.

Tablo 2.7 Yıllık Enflasyon Artış Puanlaması

Yüzde değişim	Puan
<2	10
2,0/2,9	9,5
3,0/3,9	9,0
4,0/5,9	8,5
6,0/7,9	8,0
8,0/9,9	7,5
10,0/11,9	7,0
12,0/13,9	6,5
14,0/15,9	6,0
16,0/18,9	5,5
19,0/21,9	5,0
22,0/24,9	4,5
25,0/30,9	4,0
31,0/40,9	3,5
41,0/50,9	3,0
51,0/65,9	2,5
66,0/80,9	2,0
81,0/95,9	1,5

96,0/110,9	1,0
11,0/129,9	0,5
130,0 ve üstü	0,0

Kaynak: PRS-ICRG. (2018). ICRG Metodolojisi. [Online]. <https://www.prsgroup.com/wp-content/uploads/2012/11/icrgmethodology.pdf> [Erişim Tarihi 06 Mayıs 2018].

Bir ülkenin yıllık enflasyon oranı değeri ve o ülkenin tablo 12’de alacağı puan ortaya konulacaktır. Örneğin bir ülkenin yıllık enflasyon oranı yüzde 14,2 ise değerlendirilen ülkenin alacağı puanın 2.7’deki tabloya göre ‘6’ olarak tespit edilmiştir.

2.1.2.4 GSYİH’nın Yüzdesi Olarak Bütçe Dengesi

Bu faktör hesaplanırken tahmini bütçe dengesinin, tahmini GSYİH’ ya ulusal para cinsine göre bölünmesiyle bulunan değer aşağıda gösterilen tablodaki karşılık değerine göre puanlanmasıyla değerlendirmeye tabi tutulur (PRS Grup, 2018, s.10). PRS-ICRG yöntemine göre puanlama 0-10 arasında değerler alır. Bu puanlamaya göre bir ülkenin bütçe dengesi/GSYİH oranı ne kadar yüksek ise ülkenin alacağı puan o kadar yüksek, bir ülkenin bu oranı ne kadar düşük ise ülke o kadar düşük puan alacaktır.

Tablo 2.8 Bütçe Dengesine Göre Puanlama

Yüzde Değeri	Puan
3,9>	10
3,0/3,9	9,5
2,0/2,9	9,0
1,0/1,9	8,5
0,0/0,9	8,0
-0,1/-0,9	7,5
-1,0/-1,9	7,0
-2,0/-2,9	6,5
-3,0/-3,9	6,0
-4,0/-4,9	5,5
-5,0/-5,9	5,0
-6,0/-6,9	4,5
-7,0/-7,9	4,0
-8,0/-8,9	3,5
-9,0/-9,9	3,0
-10,0/-11,9	2,5
-12,0/-14,9	2,0
-15,0/-19,9	1,5
-20,0/-24,9	1,0
-25,0/-29,9	0,5
-30,0 ve üstü	0,0

Kaynak: PRS-ICRG. (2018). ICRG Metodolojisi. [Online]. <https://www.prsgroup.com/wp-content/uploads/2012/11/icrgmethodology.pdf> [Erişim Tarihi 08.Mayıs 2018].

Bir ülkenin tahmini bütçe dengesinin, o ülkenin tahmini GSYİH'ya bölünmesiyle bulunmaktadır. Örneğin bir ülkenin tahmini bütçe dengesi- 20.330.000 milyar TL ve tahmini GSYİH ise 483.678.432 milyar TL'dir. Buna göre yapılan işlemde oran bulunmaktadır. $-20.330.000/483.678.432=0,042*100=$ yüzde -4,2 değeri bulunmuştur. Bütçe dengesi/ GSYİH hesaplanan ülkenin yüzde -4,2 oranında bütçe açığı verdiği, çıkan sonucuna göre değerlendirilen ülkenin alacağı puanın 2.8'deki tabloya göre 5,5 olarak tespit edilmiştir.

2.1.2.5 Kişi Başına Düşen GSYİH

Ülkede yaşayan bireylerin ortalama refah düzeyini ortaya koyan bir değerdir. Yani bir ülke üretilen ürününün toplamın, ulusal paradan dolar kuruna çevrilip daha sonra ülke nüfusuna bölünmesiyle ortaya çıkar. Dolar kuruna çevrilme nedeni ise ülkelerin karşılaştırılması anlamında bir kolaylık sağlamaktadır (Ekonomist.co, 2018).

PRS-ICRG modelinde incelemeye alınan ülkelerin kişi başına düşen gayri safi yurtiçi gelirinin ortalaması bulunur. Daha sonra incelenen ülkenin kişi başı gelirini, dünya ortalamasına ait kişi başına gelirle bölünmesiyle kişi başına düşen GSYİH yüzdesi bulunur. Aşağıdaki 2.10'da ki tabloda yer alan puanlamaya göre çıkan yüzde sonuç ülkenin ekonomik risk değerini ifade eder (Kırankabeş, 2006, s.13).

Tablo 2.9 Kişi Başına Düşen GSYİH Puanlaması Skalası

Yüzde Değeri	Puan
250,0 +	5,0
200,0-249,9	4,5
150,0-199,9	4,0
100,0-149,9	3,5
75,0-99,9	3,0
50,0-74,9	2,5
40,0-49,9	2,0
30,0-39,9	1,5
20,0-29,9	1,0
10,0-19,9	0,5
9,9'a kadar	0

Kaynak: PRS-ICRG. (2018). ICRG Metodolojisi. [Online]. <https://www.prsgroup.com/wp-content/uploads/2012/11/icrgmethodology.pdf> [Erişim Tarihi 08 Mayıs 2018].

Bir ülkenin GSYİH'ya göre kişi başı düşen gelirini, GSYİH'ya göre dünya kişi başına düşen gelire bölünmesiyle bulunmaktadır. Örneğin: A ülkesinin kişi başına düşen GSYİH'ya göre 5400 dolardır. PRS-ICRG kurumunun incelemeye aldığı kişi başına düşen GSYİH ortalaması 8000\$ dolardır. Buna göre yapılan işleme göre yüzde oran bulunur. $5400\$/8000\$ = 0,675 \times 100 =$ yüzde 67,5 değeri bulunmuştur. Çıkan sonucuna göre değerlendirilen ülkenin alacağı puanın 2.9'daki tabloya göre 2,5 olarak tespit edilmiştir.

2.1.2.6 Ekonomik Risk Faktörünün Değerlendirilmesi

Ekonomik risk faktörünün alt bileşenleri toplamının sayısal değerlerini aşağıdaki tablodaki karşılığına bakarak ülke ekonomik risk düzeyi ortaya çıkmış olacaktır. Ekonomik risk değeri skalası minimum 0 değerini, maksimum 50 değerini almaktadır (PRS Grup, 2018, s.10).

Tablo 2.10 Ekonomik Risk Değeri Skalası

Ekonomik Risk	Ekonomik Risk Düzeyi
%0,0- 24,9	Çok Yüksek
%25,0- 29,9	Yüksek
%30,0- 34,9	Orta
%35,0- 39,9	Düşük
%40,0 ve üzeri	Çok Düşük

Kaynak: PRS-ICRG. (2018). ICRG Metodolojisi. [Online]. <https://www.prsgroup.com/wp-content/uploads/2012/11/icrgmethodology.pdf> [Erişim Tarihi 08 Mayıs 2018].

2.1.3 Finansal Risk Kategorisi

Finansal risk, bir ülkenin yurtiçi veya yurtdışındaki ticari işlemlerinde ortaya çıkan sonuca bağlı olarak, borç yükümlülüklerini yerine getirebilme riskini ortaya koyar. İthalat ve ihracat rakamlarının ay sonu ve yılsonu toplam değeri, döviz kurunun istikrarı, hammadde fiyatlarında dalgalanmalar, likidite sıkışıklığı gibi unsurlar finansal risk faktörünü etkilemektedir (Hasbi, 2012, s.18-19).

Finansal risk, ülkelerin kaynaklarını harcarken nasıl bir tutum izlediği konusunda değerlendirilme kapsamındadır. Bu kategoride de minimum 0 ve maksimum

50 puan üzerinden değerlendirilmektedir (PRS, 2018, s.11). Tablo 2.11’de finansal risk faktörlerinin alabileceği maksimum değerler gösterilmiştir.

Tablo 2.11 Finansal Risk Kategorisi Alt Bileşenleri ve Puanlama Skalası

Finansal Risk Faktörleri ve Puanlama Ağırlığı	
Toplam Mal ve Hizmet İhracatının Yüzdesi Olarak Cari Hesap	15 Puan (Risk Ağırlık Puanı)
GSYİH’nın Yüzdesi Olarak Toplam Dış Borç	10 Puan (Risk Ağırlık Puanı)
Toplam Mal ve Hizmet İhracatının Yüzdesi Olarak Dış Borç Servisi	10 Puan (Risk Ağırlık Puanı)
Yüzde Değişim Değeri Olarak Döviz Kuru Kararlılığı	10 Puan (Risk Ağırlık Puanı)
İthalatın Yapıldığı Aylar Bazında Net Uluslararası Likidite	5 Puan (Risk Ağırlık Puanı)
Toplam	50 Puan

Kaynak: PRS-ICRG. (2018). ICRG Metodolojisi. [Online]. <https://www.prsgroup.com/wp-content/uploads/2012/11/icrgmethodology.pdf> [Erişim Tarihi 09 Mayıs 2018].

2.1.3.1 Toplam Mal ve Hizmet İhracatının Yüzdesi Olarak Cari Hesap

Bu faktörde ödemeler dengesindeki ülke cari hesabının tahmini değeri o günkü döviz kuruyla ABD Dolarına çevrilir ve daha sonra çıkan tutar, tahmini toplam mal ve hizmet ihracatının karşılık gelen ABD Dolarına bölünmesiyle yüzde sonuç aşağıdaki tablodaki karşılığına göre puanlanır (Kırankabeş, 2006, s. 21).

Tablo 2.12 Toplam Mal ve Hizmet İhracatının Yüzdesi Olarak Cari Hesap

Yüzde Değeri	Puan
25,0 ve üstü	15,0
20,0/24,9	14,5
15,0/19,9	14,0
10,0/14,9	13,5
5,0/9,9	13,0
0,0/4,9	12,5
-0,1/-4,9	12,0
-5,0/-9,9	11,5
-10,0/-14,9	11,0
-15,0/-19,9	10,5
-20,0/-24,9	10
-25,0/-29,9	9,5
-30,0/-34,9	9,0
-35,0/-39,9	8,5
-40,0/-44,9	8,0
-45,0/-49,9	7,5

-50,0/-54,9	7,0
-55,0/-59,9	6,5
-60,0/-64,9	6,0
-65,0/-69,9	5,5
-70,0/-74,9	5,0
-75,0/-79,9	4,5
-80,0/-84,9	4,0
-85,0/-89,9	3,5
-90,0/-94,9	3,0
-95,0/-99,9	2,5
-100,0/-104,9	2,0
-105,0/109,9	1,5
-110,0/-114,9	1,0
-115,0/-119,9	0,5
- 120,0'nin altındaki değerler	0,0

Kaynak: PRS-ICRG. (2018). ICRG Metodolojisi. [Online]. <https://www.prsgroup.com/wp-content/uploads/2012/11/icrgmethodology.pdf> [Erişim Tarihi 09 Mayıs 2018].

Bir ülkenin cari işlemler hesabının o ülkenin mal ve hizmet ihracatına bölünmesiyle bulunmaktadır. Örneğin bir ülkenin cari işlemler hesabı-20.350 milyar dolardır. Mal ve hizmet ihracatı toplamı ise 70.400 milyar dolardır. Buna göre yapılan işlem sonucunda- $20.350/70.400=-0,289 \times 100$ =yüzde -28,9 değeri bulunmuştur. Çıkan sonucuna göre değerlendirilen ülkenin alacağı puanın 2.12'deki tabloya göre 9,5 olarak tespit edilmiştir.

2.1.3.2 GSYİH'nın Yüzdesi Olarak Toplam Dış Borç

Özel kesim, kamu kesimi ve Merkez Bankalarının kısa ve uzun vadeli dış borçları toplamının GSYİH'ya bölünmesiyle bulunur (Eğilmez, 2016). Bir ülkenin bu faktöre göre alabileceği puan skalası 0-10 değerleri arasındadır. Toplam Dış Borç/GSYİH oranının düşük çıkması o ülkenin yüksek puan almasına, oranın yüksek çıkması halinde ise düşük puan almasına sağlayacaktır.

Tablo 2.13 GSYİH'nın Yüzdesi Olarak Toplam Dış Borç ve Puanlama Skalası

Yüzde Değeri	Puan
0,0 /4,9	10
5,0 /9,9	9,5
10,0 /14,9	9,0
15,0 /19,9	8,5
20,0 /24,9	8,0
25,0 /29,9	7,5
30,0 /34,9	7,0
35,0 /39,9	6,5
40,0 /44,9	6,0

45,0 /49,9	5,5
50,0 /59,9	5,0
60,0 /69,9	4,5
70,0 /79,9	4,0
80,0 /89,9	3,5
90,0 /99,9	3,0
100,0 /109,9	2,5
110,0 /119,9	2,0
120,0 /129,9	1,5
130,0 /149,9	1,0
150,0 /199,9	0,5
200,0 ve üstü	0,0

Kaynak: PRS-ICRG. ICRG Metodolojisi (2018). [Online]. <https://www.prsgroup.com/wp-content/uploads/2012/11/icrgmethodology.pdf> [Erişim Tarihi 09 Mayıs 2018].

Bir ülkenin toplam dış borcunun o ülkenin GSYİH'ya bölünmesiyle bulunmaktadır. Örneğin bir ülkenin 2018 yılına ait bir ülkenin dış borç toplamı 305 milyar dolar, GSYİH'sı ise 623 milyar dolardır. Buna göre yapılan işlem sonucunda $305/623=0,489*100 =$ yüzde 48,9 değeri bulunmuştur. Çıkan sonucuna göre değerlendirilen ülkenin alacağı puanın 2.13'teki tabloya göre 5,5 olarak tespit edilmiştir.

2.1.3.3 Toplam Mal ve Hizmet İhracatının Yüzdesi Olarak Dış Borç Servisi

Bir ülkenin dış borç toplamının ihracata bölünmesiyle bulunur. İhraç edilen mal ve hizmetten elde edilen gelirin hangi miktarda borç servisine ayrıldığını ortaya koymaktadır. Diğer bir deyişle ülkenin dış borçlarını karşılama radyosudur. Ülkenin uluslararası borç ödeme yükümlülüğüne karşı yaşayabileceği likidite sorununu ölçmeye yarar (Sarı, 2004, s.10). Bir ülkenin alabileceği puan skalası 0-10 arasındadır. Bir ülkenin Dış Borç Servisi/ İhracat oranının düşük çıkması, o ülkenin yüksek puan almasını sağlarken bu oranın yüksek çıkması halinde o ülkenin düşük puan almasına neden olmaktadır.

Tablo 2.14 Toplam Mal ve Hizmet İhracatının Yüzdesi Olarak Dış Borç Servisi

Yüzde Değeri	Puanlama
0,0 /4,9	10
5,0 /8,9	9,5
9,0 /12,9	9,0
13,0 /16,9	8,5
17,0 /20,9	8,0
21,0 /24,9	7,5
25,0 /28,9	7,0
29,0 /32,9	6,5

33,0 /36,9	6,0
37,0 /40,9	5,5
41,0 /44,9	5,0
45,0 /48,9	4,5
49,0 /52,9	4,0
53,0 /56,9	3,5
57,0 /60,9	3,0
61,0 /65,9	2,5
66,0 /70,9	2,0
71,0 /75,9	1,5
76,0 /79,9	1,0
80,0 /84,9	0,5
85,0 ve üstü	0,0

Kaynak: PRS-ICRG. ICRG Metodolojisi (2018). [Online]. <https://www.prsgroup.com/wp-content/uploads/2012/11/icrgmethodology.pdf> [Erişim Tarihi 09 Mayıs 2018].

Bir ülkenin dış borç servisinin o ülkenin mal ve hizmet ihracatına bölünmesiyle bulunmaktadır. Örneğin bir ülkenin 2018 yılına ait dış borç servisi 35milyar dolar ve mal ve hizmet ihracatı ise 68,5milyar dolardır. Buna göre yapılan işlem sonucunda $35 / 68,5 = 0,510 \times 100 =$ yüzde 51,09 değeri bulunmaktadır. Çıkan sonucuna göre değerlendirilen ülkenin alacağı puanın 2.14'teki tabloya göre 4,0 olarak tespit edilmiştir.

2.1.3.4 Yüzde Değişim Değeri Olarak Döviz Kuru Kararlılığı

Bu değerlendirmede bir yıllık süre içinde ulusal paraların, ABD Doları karşısında değer kazandığı veya değer yitirdiği durumun yüzdesi olarak hesaplanır. Tabloya göre kazanılan ve kaybedilen yüzdelik değerın karşılığına göre puanlamaya tabi olur (Kırankabeş, 2006, s. 21-22). Bir ülkenin alabileceği puan skalası 0-10 arasındadır. Bir ülke yüksek puan alabilmesi için parasal istikrarını koruması gerekmektedir.

Tablo 2.15 Döviz Kuru Kararlılığı ve Puanlama

Yükselme Değeri (+)	Düşme Değeri (-)	Puan
0,0 /9,9	-0,1/-4,9	10
10,0 /14,9	-5,0/-7,4	9,5
15,0 /19,9	-7,5/-9,9	9,0
20,0 /22,4	-10,0/-12,4	8,5
22,5 /24,9	-12,5/-14,9	8,0
25,0 /27,4	-15,0/-17,4	7,5
27,5 /29,9	-17,5/-19,9	7,0
30,0 /34,9	-20,0/-22,4	6,5
35,0 /39,9	-22,5/-24,9	6,0
40,0 /49,9	-25,0/-29,9	5,5
50 ve üzeri	-30,0/-34,9	5,0
	-35,0/-39,9	4,5
	-40,0/-44,9	4,0

	-45,0/-49,9	3,5
	-50,0/-54,9	3,0
	-55,0/-59,9	2,5
	-60,0/-69,9	2,0
	-70,0/-79,9	1,5
	-80,0/-89,9	1,0
	-90,0/-99,9	0,5
	-100'ün altındaki değerler	0,0

Kaynak: PRS-ICRG. ICRG Metodolojisi (2018). [Online]. <https://www.prsgroup.com/wp-content/uploads/2012/11/icrgmethodology.pdf> [Erişim Tarihi 09 Mayıs 2018].

Bir ülkenin dönem sonlarındaki dolar kurların cari dönemdeki dolar kurunun geçmiş dönemdeki dolar kuruna bölünmesiyle bulunmaktadır. Örneğin Türk Lirasının 2017 sonu dolar kuru 3.814 ve 2018 yılı dönem sonu kuru ise 4.385'dir. Buna göre yapılan işlem sonucunda $4,385 / 3,814 =$ Yüzde 114,9 sonuç olarak + 14,9 değişim gerçekleşmiştir. Çıkan sonucuna göre değerlendirilen ülkenin alacağı puanın 2.15'teki tabloya göre 9,0 olarak tespit edilmiştir.

2.1.3.5 İthalatın Yapıldığı Aylar Bazında Net Uluslararası Likidite

Uluslararası likidite; ülkelerin dış borçlarının ödemek için sahip olduğu ve ülkelerin merkez bankalarında kayıtlı resmi dış rezervlerin toplamıdır. Bu rezervlerde Özel Çekme Hakları (SDR), döviz, altın ve IMF rezerv pozisyonlarından meydana gelmektedir (İktisat sözlüğü, 2018). Karşılaştırmalı likidite risk oranı, mevcut dış rezervlerin ülkenin yapacağı ithalata kaç ay yeteceğini ortaya koyar. Ülkenin net uluslararası resmi rezervleri yılsonu ABD Doları değerinin, bir ülkenin yılsonuna ait ortalama yıllık ithalatının (1 yıllık toplam ithalatın 12'ye bölünmesi) ABD Doları değerine bölünmesiyle risk oranı bulunur (Kırankabeş, 2006, s.21).

Tablo 2.16 İthalatın Yapıldığı Aylar Bazında Net Uluslararası Risk Oranı ve Puanlama Skalası

Risk Oranı	Puanlama
15 ve üstü	5,0
12 /14,9	4,5
9,0 /11,9	4,0
6,0 /8,9	3,5
5,0 /5,9	3,0
4,0 /4,9	2,5
3,0 /3,9	2,0
2,0 /2,9	1,5
1,0 /1,9	1,0
0,6 /0,9	0,5

0,0 /0,59	0,0
-----------	-----

Kaynak: PRS-ICRG. (2018). ICRG Metodolojisi [Online]. <https://www.prsgroup.com/wp-content/uploads/2012/11/icrgmethodology.pdf> [Erişim Tarihi 13 Mayıs 2018].

Örnek: Bir ülkenin 2018 yılına ait yılsonu likidite rezervleri ABD Doları olarak 96,8 milyon dolar ve bu ülkenin yılsonu itibariyle toplam ithalatı ise 234 milyon dolardır (FOB Teslim Şekli). Likidite risk oranını bulmak için toplam ithalatı 12'ye bölerek ortalama ithalat bulunur. $234/12=19,500$ bin dolar değeri bulunmuştur. Net rezervlerin ortalama ithalata bölünmesiyle risk oranı bulunur. $96,8/19,5=4,96$ değeri bulunmuştur. Çıkan sonucuna göre değerlendirilen ülkenin alacağı puanın 2.16'daki tabloya göre 2,5 olarak tespit edilmiştir.

2.1.3.6 Finansal Riskin Değerlendirilmesi ve Risk Düzeyi

Değerlendirmeye tabi tutulan finansal risk kategorisinin alt faktörlerinin alacağı toplam değer aralığı maksimum 50 puan ve minimum 0 puan aralığındadır (PRS Grup, 2018: 11). Finansal risk faktörlerinin her birine ait puanlar toplanarak finansal risk skoru belirlenmektedir. Bu puanların toplamı 50 olduğunda maksimum puanı ayrıca en düşük risk seviyesini, bu skor 25 puanın altına inmeye başladığında ise o ülkenin finansal risk düzeyine sahip olduğunu ortaya koymaktadır. Neticede ülkenin risk oranı yükseldikçe finansal risk düzeyinin azaldığını, ülkenin risk oranı düştükçe finansal risk düzeyi artmaktadır.

Tablo 2.17 Finansal Risk Oranı ve Risk Düzeyi

Finansal Risk Oranı	Finansal Risk Düzeyi
%0,0-%24,9	Çok Yüksek Finansal Risk
%25,0-%29,9	Yüksek Finansal Risk
%30,0-%34,9	Orta Düzey Finansal Risk
%35,0-%39,9	Düşük Finansal Risk
%40,0 ve üzeri	Çok Düşük Finansal Risk

Kaynak: PRS-ICRG. (2018). ICRG Metodolojisi [Online]. <https://www.prsgroup.com/wp-content/uploads/2012/11/icrgmethodology.pdf> [Erişim Tarihi 14 Mayıs 2018].

2.2 PRS-ICRG Modelinde Birleşik Ülke Riski Değerlendirmesi

Kredi derecelendirme kuruluşları birleşik risk değerlendirmelerini ülkelere özel yayınlamaktadır. PRS-ICRG modelinde de ülke risk değerlendirmesini finansal,

ekonomik ve politik ülke risk değerlerini formüle ederek kullanmaktadır. Bu modelin ülke risk değerlendirmesinde kullandığı formül aşağıda gösterilmiştir

(Kırankabeş, 2006, s.23).

- CPFER: Birleşik Risk Değeri
- ER: Politik Risk Değeri
- FR: Finansal Risk Değeri
- PR: Politik Risk

Bileşik ülke risk değeri formülü: **CPFER (A ülkesi) = 0,5(FP+ER+PR).**

Bu hesaplama sonucu çıkacak değer 0-100 arasındadır ve ülkenin aldığı puan ile risk arasında ters yönlü bir ilişki söz konusudur. Yüksek Puan alan ülke düşük düzeyde riskliken, düşük değere sahip ülke ise yüksek düzeyde riskli durumdadır.

Tablo 2.18 Birleşik Ülke Risk Not Baremi

Risk Düzeyi	Not Barem
Çok Yüksek Risk	0,0-49,5
Yüksek Risk	50,0-59,5
Orta Düzeyde Risk	60,0-69,9
Düşük Risk	70,0-79,9
Çok Düşük Risk	80 ve üzeri

Kaynak: PRS-ICRG. (2018). ICRG Metodolojisi [Online]. <https://www.prsgroup.com/wp-content/uploads/2012/11/icrgmethodology.pdf> [Erişim Tarihi 09 Mayıs.2018].

2.3 Risk Analizindeki Yöntemler

Risk kavramı çağrıştırdığı anlam bakımından aynı olmakla beraber birçok bilim dalı tarafından farklı bir şekilde ifade edilmiştir. Risk, yola çıkılan bir olayda veya alınan bir kararda ortaya çıkabilecek tehlikeli bir durumu, beklenen bir durumdan farklı bir durumun ortaya çıkmasıdır (Emhan, 2009: s.210). Risk kavramına coğrafya, sektör, kültür ve konjonktürler gibi birçok değişkenden etkilenecek farklı anlamlar yüklenmiştir. Geleneksel toplum içinde risk kavramı; tehdit, kayıp, tehlike gibi olumsuzluk çağrışımı uyandırmaktayken günümüz toplumlarında ise getiri ve fırsat anlamları da bu kavrama yüklenerek olumlu anlamlarla anılmaya başlandı. Risk

kavramını belirsizlik çağrışımından ayrı kontrol edilebilir bir fırsat olarak ortaya yeni bir anlam çıkmıştır (Yarız, 2011, s.3).

Derecelendirme kuruluşları değerlendirmeye aldığı ülke risk durumunu ortaya koyabilmek için kantitatif (nicel) ve kalitatif (nitel) risk yöntemlerinden yararlanmaktadır.

2.3.1 Kantitatif (Nicel) Analiz

Olgu ve olayları nesnelleştirerek gözlemlenebilir, ölçülebilir ve sayısal olarak ifade edilebilir bir şekilde ortaya koyan bir araştırma türüdür (Kafadar, t.b., s.9). Kantitatif yöntem gözlemlenen veya ölçülen bir durumun tekrarlanabildiği bir araştırma yöntemidir. Kantitatif yöntem daha çok sayılar, verilerin analiz edilmesinden dolayı bu yöntemle kararlar daha net alınabilir. Risk faktörleri dikkate alındığında kredi derecelendirme kuruluşları kantitatif yöntemi, ekonomik risk ve finansal risk faktörleri değerlendirmede kullanılmaktadır.

Ülkelerin cari açık, ödemeler bilançosu dengesi, bütçeleri, dış borç gibi sayısal veriler kantitatif analizde kullanılmaktadır. Bu analiz türü objektif kriterler doğrultusunda değerlendirme yapıldığından, ortaya çıkan risk değeri tartışmalara çok açık değildir.

2.3.2 Kalitatif (Nitel) Analiz

Kredi derecelendirme kuruluşları için bir diğer analiz yöntemi de kalitatif analiz yöntemidir. Bu yöntem daha çok karşılaştırmalara dayalıdır. Bu yöntemde temel alınan tanımlayıcı yöneme dayalıdır (Hasbi, 2012, s.22). Bu yöntemin kullanımı ülke risk değerlendirmelerinde önemlidir. Çünkü ülke riskini değerlendirilirken, sadece sayısal verileri analiz edilerek gerçekçi sonuç ortaya çıkmaz. Ülkelerin politik risk faktörü bu analiz yöntemiyle değerlendirmeye tabi tutulur. Politik risklerden yönetim yapısı, coğrafi riski, askeri vesayet ve baskı, siyasetin bürokrasiye etkilerini analiz edebilmek için bu olayları yorumlamak, karşılaştırma gibi yargısal analizlerde bulunmak gerekir. Kalitatif analiz yöntemi yargısal açığı kapatmaktadır.

2.4 Literatür Çalışması

Kalaycı, Demir ve Gök (2010); Kredi derecelendirmenin ne olduğundan ve öneminden bahsetmişlerdir. Kredi notlarının belirleyiciliği, objektifliği incelenmiştir. Çalışmada ise özellikle makroekonomik göstergelerin kredi derecelendirmelerinde kullanılan unsurları ele almışlardır. 2002 ve 2008 yılları arasında Türkiye ve AB ülkeleri arasında yaşanan kredi notları farklılıklarının temel makroekonomik göstergeler ele alınarak deneye dayalı bir çalışma yapmışlardır. Bu araştırmayı yaparken diskriminant analiz yöntemi kullanmışlardır. Sonuç olarak Ekonomik göstergeler yönünden Türkiye'nin kredi notunun daha iyi düzeyde olması gerekirken, kredi derecelendirme faktörleri olan demokrasi seviyesini ve politik istikrar faktörlerin ise ülke kredi notunu olumsuz etkilediği ve dolayısıyla Türkiye'nin borçlanma maliyetini artırıcı unsur olarak tespit etmişlerdir.

Gür ve Öztürk (2011); Kredi Derecelendirme Kuruluşların (KDK) sermaye piyasalarındaki öneminden ve şirketleri için kredi notu ihtiyacından bahsetmektedir. Yaşanan krizlerin öncesi ve sonrasında kredi notlarının çelişkileri ve bundan kaynaklı oluşan krizleri tetikleyen unsurları KDK'nın etkisinden söz etmektedir. Bu durum kuruluşların ciddi bir eleştiriye maruz kalmasına neden olmaktadır. Krize etkilerinden dolayı Uluslararası birçok kuruluş ve ülke, KDK'nın düzenlenmesi ve denetlenmesi hususunda ciddi adımlar atmıştır. Çalışmada KDK'na eleştirileri geniş bir bakış açısıyla ele alınarak bu sektördeki eksiklikler ortaya konmuştur. Ayrıca çalışmada KDK'na istinaden yapılan düzenlemeleri, yapılabilecek denetim mekanizması tavsiyelerini ilgili kesimin bilgisine sunup tanıtılmıştır.

Karagöl ve Mıhçıokur (2012); Kredi notlarına ülke ve şirketlerin bağımlılığın artması, ayrıca derecelendirme sektörünün oligopol yapısını eleştirmektedir. Kredi notları verilen ülkelerin ekonomik ve finansal koşullarında herhangi bir değişim olmamasına rağmen kısa süre içinde birden fazla harf notu düşürmeleri ekonomik krizin derinleşmesine neden olan unsur olarak görülmektedir. Kredi kuruluşları derecelendirme yaparken metodolojik olarak daha çok finansal göstergelerin incelenmesiyle kredi notu verilmektedir. Lakin değerlendirmede objektif ve subjektif kriterler arasında belirgin bir ayırım bulunmamaktadır. Çalışmada KDK'nın uzun vadeli projeksiyonlarına göre hareket etmelerini iddia etmelerine rağmen CDS (Credit Default

Swap)’ aynı doğrultuda olmayan kredi notları ise ileriye dönük sinyaller verme özelliğinin bulunmadığını bu çalışma ortaya koymuştur.

Yardımcıoğlu ve Bora (2013); Dünya ekonomik sistemini sarsan 1997 Asya Krizi, 2000’li yıllarda muhasebe hilelerinin yaşandığı Amerikan şirket krizleri ve daha sonra tüm dünyayı etkisi altına alan 2008 küresel krizle eleştirilerin hedefi olan kredi kuruluşların yapısı tartışılmıştır. Küresel krizin devasa tahribatıyla beraber kredi kuruluşlarının asıl görevini yerine getirememesiyle beraber güvensizlik ortaya çıkmış ve şeffaflığını yitirmiştir. 2008 yılında yapılan G20 zirvesinde KDK ile ilgili ulusal bir düzenlemenin yapılmasına yönelik bir karar çıkmasına rağmen bu kararla ilgili yeterli bir düzenleme yapılmamıştır. Bu kuruluşlar halen finansal sistem içindeki en önemli aktör konumunu korumuştur. Sonuç olarak hatalı kredi notlar vermeleri, denetimsizlikleri, tarafsızlıktan uzaklaşmaları, kredi notu ve faiz uyumsuzluğuna etkisi gibi etkenler bu kurumlara yönelik itirazları yüksek sesle dillendirilmeye başlanmıştır. Metodolojilerin tam kestirilememesi, kalitesizliği eleştirilen husustur. Kredi derecelendirme sektörünün belli başlı şirketlerin elinde olması ve bu oligopol yapı kredi şirketleri arasındaki rekabet ortamından uzaklaştırmaktadır. KDK’nın piyasalara göre değerlendirmelerinin sağlıklı olmadığı, gelir kalemlerinin ise daha çok kredilendirdikleri şirketlerden elde etmeleri bu kuruluşların verdikleri kredi notlarına şüpheyile yaklaşılmasına neden olmaktadır.

Toraman ve Yürük (2014); Finansal piyasalar için kredi kuruluşlarının öneminden bahsetmiştir. Kredi notları ülkelere ve şirketlere ekonomik baskı oluşturabilmektedir. Dünyadaki yatırım fonların değerlendirilmesinde etkili olan faktör kredi notlarıdır. Kredi notları yatırımcılar için her ne kadar görüş niteliğinde olsa da yatırımlara yön verecek etkiye sahiptir. Kredi notları yatırımcının ne kadar risk alacağını öngörmesi açısından önemliyken kredi kuruluşları kendine ait misyonunu sağlamada yetersiz kalmıştır. ABD şirketi Enron’ un iflasından hemen önce şirketin kredi notunun KDK tarafından yüksek harf notu ile derecelendirilmesi kredi derecelendirme kuruluşlarını daha da sorgulanır kılmıştır. Buna benzer yaşanan şirket iflasları ve ülke krizlerinin artması ve yaşanan kredi notları çelişkileri, aksak piyasa yapıları, derecelendirdiği kurumlardan yüksek ücret alması kuruluşların eleştirildiği diğer noktalardır.

Bayar (2015); Kredi derecelendirme kuruluşlarının, kredi notlarıyla ülkeler, şirketlerin bilgilerini yatırımcılara sunarak finansal sistem içinde önemi her geçen zaman diliminde artmaktadır. Çalışmada bazı ülke ve şirket krizlerinin ortaya çıkmasıyla kredi kuruluşları ve verdiği notlar sorgulanmıştır. Özellikle Asya Krizi, Euro Bölgesi Borç Krizi, Küresel Finans ülke krizleri, Worldcom ve Enron şirket krizlerinde, kriz öncesi ve sonrası verdiği notlar eleştirilerin odak noktası haline almıştır. Çalışmada kapsamlı olarak ülkelere, kredi kuruluşlarının derecelendirme yaklaşımları ortaya konmuş ve Yunanistan borç krizinde derecelendirme kuruluşlarının tutumu ve etkileri incelenerek, ülke ekonomisinde yaşattığı olumsuzluklar ortaya konmuştur. Sonuç olarak Yunanistan ekonomisinde yaşanan olumsuzluğa rağmen borç krizinde zamanlama ve doğruluk olarak sağlıklı kredi notunun verilmediği ve kriz ortaya çıktıktan sonra ise kısa sürede verdiği kredi notlarıyla, krizi daha da derinleştirecek hamleler yaparak krizin içinden çıkılmaz bir hale getirmiştir.

Seval (2016); Kredi notunun objektif olmaması durumunda kredi riskinin iyi yönetilemeyeceği, kaynakların verimli kullanılmaması ile toplumların refahını etkileyeceğini belirtmektedir. Bu durum ekonomilerin bütünleştiği dünya finansal piyasalarını da etkisi altına alıp çığ gibi büyüyeceği ve sistematik olarak ülkeleri derinden sarsacağı bir sarmala sokacağını söylemektedir. Çalışmada kredi riskinin doğru ölçülmesi ve sağlıklı yönlendirilmesine yönelik kavramların tartışılmasını sağlamıştır. Kredi riskini ortaya koymayı sağlayan kavramlar olan kredi derecelendirme ve kredi notlama süreci açıklanmış ve aradaki fark ortaya konmuştur. Kantitatif ve Kalitatif matematik modelleri açıklanmış kredilerin notlaması için kantitatif matematik modeli açıklanarak validasyon (geçerlilik) yöntemleri çalışmada yer almıştır.

Çevik Tekin (2016); Finansal piyasaların karmaşıklığı ve küresel sermayenin varlığıyla beraber ortaya çıkan en doğru yatırımın nereye yapılacağı sorusu, yatırımcılar için güvenli bilgi ihtiyacı doğurmaktadır. Kredi kuruluşları tamda burada ortaya çıkarak ülkeler, şirketler, bankalar, finansal kurumlara kredi notları vererek yatırımcılara bilgi sunmaktadır. Bu kredi notları yatırımcıların aldıkları risk seviyesini görmede yardımcı olur. Yatırımcı burada risk-getiri düzeyini dikkate alarak yatırım yapar. Fakat son dönemlerde yaşanan krizlerde, kredi derecelendirme kuruluşlarının vermiş olduğu kredi notları ve ülke, şirket mali göstergeleriyle çelişmesi ve yaşanan yatırımcı kayıpları, ayrıca kriz sonrası üst üste not indirimleri de krizi derinleştirerek, krizin tuzu biberi

olmuştur. Çalışmada kriz öncesi verilen kredi notları ve kriz sonrası verilen kredi notları ortaya konarak aradaki çelişkiler gözler önüne serilmiştir.

Kılıçaslan ve Giter (2016); Derecelendirme kuruluşunu geçmişinin 19. Yüzyılına dayandırarak, kredi kuruluşlarının asıl amacını asimetrik bilgide yaşanan problemi ortadan kaldırarak yatırımcıların güvenilir yatırım yapabilmesine ve piyasanın sağlıklı işlemesine yardımcı olmaktadır. Çalışmanın amacı kredi derecelendirme kuruluşlarını ve yaşanan sorunları ortaya koymaktır. Bu çalışmadaki sonuç yaşanan kriz ve iflasların kredi derecelendirme kuruluşların en büyükleri olan Moody's, S&P ve Fitch' e olan güvenin sarsılması ve kuruluşların sorgulanmasıdır.

Yüksel ve Özseri (2017); Türkiye kredi notunu etki edebilecek değişkenler incelenmeye alınmıştır. Amaç ülke kredi notunu etkileyen makroekonomik temel faktörleri ortaya koymaktır. Bu amaçla 1992-2015 yıllarına ait 8 değişken MARS (Çok Değişkenli Uyarlanabilir Regresyon Uzanımları) yöntemi kullanılarak teste tabi tutulmuştur. Sonuç olarak, Türkiye'nin cari işlemler dengesi ülkenin kredi notuna olumlu katkı sunmuş yani cari işlemler açığının toplam ülke üretim düzeyine oranının artması kredi notunu olumsuz etkilemektedir. Çalışmada öneri olarak cari işlemler açığının kapatılmasını ve bunun sonucu olarak ülke kredi notunda düzelme olacağı sonucuna varılmıştır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’NİN KREDİ NOTLARI VE BRIC (Brezilya-Rusya-Hindistan-Çin) ÜLKELERİYLE KARŞILAŞTIRILMASI

3. 1 Türkiye’nin Derecelendirme Tarihi ve Gelişimi

Türkiye derecelendirme kuruluşları tarafından kredi notlarını 1990 yılında ilk defa Moody’s ve S&P tarafından verilmiştir. KDK’nın ülkeye verdiği ilk kredi notlarına göre ülke ‘yatırım yapılabilir’ seviye kredi notu kategorisindedir. Türkiye, bulunduğu coğrafyada yaşanan körfez savaşı dolayısıyla Yankee Bond Piyasasına tahvil ihracı yapmak için bir süre beklemek zorunda kalmıştır. Yıl 1992’yi gösterdiğinde, S&P, Fitch derecelendirme şirketlerinin ülkeye verdiği BBB kredi notları ve Moody’s şirketinin Baa kredi notları Türkiye’nin yatırım yapılabilir seviye olan bu kredi notlarıyla ilk tahvillerini ihraç etmiştir. 1994 yılında ise ülkenin kredi notu üç büyük derecelendirme kuruluşu tarafından yatırım yapılamaz seviyeye düşürülmüştür (Eğilmez, 2017, s.1). 2005 yılından 2009 yılı aralık ayına kadar üç büyük kuruluştan Fitch, Türkiye’nin kredi notunu yükselten ilk şirket olmuştur. Fitch ülkenin uzun vadeli döviz cinsi kredi notunu iki harf notu artırarak BB+’ ya yükseltmiş fakat ülkenin yatırım yapılabilir kategorisine girebilmesi için ülkenin kredi notunun bir kademe daha yükseltilmesi gerekmektedir. Ayrıca Türkiye’nin küresel mali krize karşı dayanaklılığı dolayısıyla Fitch, ülkenin kredi notunu pozitif izlemeye almıştır. (TCMB, 2010, s.4).

Türkiye’nin 2010’da ülkenin ekonomik yapısının beklenenden daha sağlam olduğunu ve krizin etkilerini attığını ortaya koymuştur. Ayrıca, ülkenin bütçe açığı ve borç seviyeleri, hükümetin 2010-12 Orta Vadeli Planında belirtilen hedeflerin ötesinde iyileştirmesi ülkenin kredi notu artışına gerekçe olarak gösterilmiştir (Moody’s, 2010). Moody’s Türkiye’nin kredi notunu 2010 yılı ocak ayında bir kademe artırarak Ba3’ten Ba2’ye yükseltmiş; nota bağlı görünümü ise pozitifken, durağan yapmıştır. Ülkenin kredi notunun ‘yatırım yapılabilir’ seviyeye gelebilmesi için kredi notunun iki kademe daha yükseltilmesi gerekmektedir. Moody’s ülkenin kredi notu artışının nedenini, mali şoklara karşı direnç kapasitesindeki güven artışından kaynakladığını da kaydetmiştir. Ayrıca ülkenin ekonomisinin küçülmesine rağmen, kamu maliyesinin geçmişte yaşanan krizlerle karşılaştırıldığında gösterdiği dayanıklılığın olumlu bir izlenim olarak kabul edilmiştir. S&P kredi derecelendirme şirketi ise 2010 yılı şubat ayında ülkenin kredi

notunu BB-'den BB' ye yükseltmiş; ülkenin kredi notunun 'yatırım yapılabilir' seviyeye gelmesi için iki kademe yükseltilmesi gerekmektedir. Ayrıca ülkenin kredi notu görünümünün pozitif olarak belirlemiştir. Ülkenin maliye ve ekonomi konusunda başarılı bir yönetim sergilediği fakat ülkenin büyük çapta dış finansman ihtiyacının kredi notu üzerinde ana risk oluşturduğunu şirket kaydetmektedir (TCMB, 2010, s.4).

Moody's 2013 Mayıs ayında verdiği 'yatırım yapılabilir' kredi notunu, 23 Eylül 2016 tarihinde 'yatırım yapılabilir' seviyesinden 1 kademe aşağı çekerek Ba1 seviyesine çekmiştir. Fitch 27 Ocak 2017 yılında Türkiye'nin kredi notunu BBB-'den BB+ ya çekerek yatırım yapılabilir seviyenin bir kademe altında derecelendirmiştir (Bianet, 2017, s.1). 1990 yılından başlayan derecelendirme sürecinde ülke kredi notu 1994 yılında yatırım yapılamaz seviyesinden 2013 yılına gelindiğinde tekrardan yatırım yapılabilir seviyeye yükseltilmiştir. Ülke bu kategorisinde uzun süre kalamadan, yatırım yapılabilir notunu 2016 yılına gelindiğinde tekrar kaybetmiştir (Eğilmez, 2017, s.1). S&P 27 Ocak 2017 tarihinde yaptığı açıklamada ülkenin kredi notunu durağan görünümünden, negatif görünüme çevirmiştir. S&P, TCMB'nin uyguladığı para politikasının yeterli olamayacağını ifade etmiştir. 2016 yılında Türkiye'nin kredi notunu iki kere gözden geçirmiş ve 20 Temmuz'da ise ülkenin kredi notunun bir kademe düşürmesiyle Türkiye'nin kredi notu yatırım yapılabilir seviyenin iki kademe altında derecelendirilmiş oldu (Bianet, 2017, s.1).

Tablo 3.1'de Türkiye'nin üç büyük derecelendirme kuruluşundan aldığı notlar gösterilmiştir.

Tablo 3.1 Türkiye'nin Kredi Notu Süreci

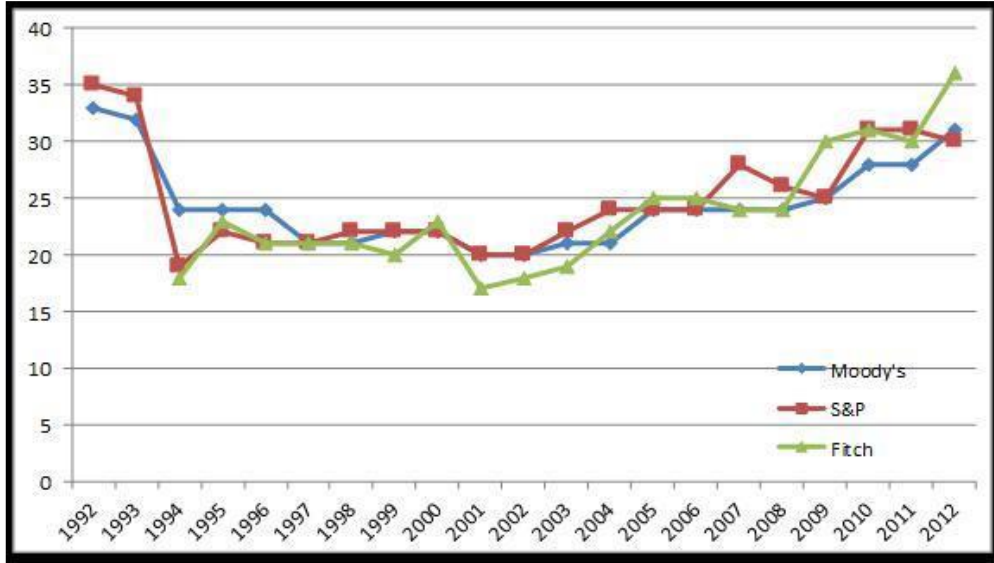
Tarih	S&P	Moody's	Fitch
1992	BBB	Baa3	
1994	B+ (durağan)	Ba3	B
1995	B+ (durağan)	Ba3	BB-
1996	B (durağan)	Ba3	B+
1997	B (durağan)	B1	B+
1998	B (pozitif)	B1	B+
1999	B (pozitif)	B1 (pozitif)	B+
2000	B+ (durağan)	B1 (pozitif)	BB-
2001	B-(durağan)	B1 (negatif)	B (negatif)
2002	B-(durağan)	B1 (negatif)	B (durağan)
2003	B+ (durağan)	B1 (durağan)	B (pozitif)

2004	BB –	B1 (durağan)	B + (pozitif)
2005	BB –	Ba3 (durağan)	BB – (pozitif)
2006	BB –	Ba3 (durağan)	BB – (pozitif)
2007	BB –	Ba3 (durağan)	BB –
2008	BB – (negatif)	Ba3 (durağan)	BB –
2009	BB –	Ba3 (pozitif)	BB +
2010	BB (pozitif)	Ba2 (pozitif)	BB +
2011	BB (pozitif)	Ba2 (pozitif)	BB +
2012	BB +	Ba1 (pozitif)	BBB-
2013	BB +	Baa3 (durağan)	BBB-
2014	BB + (negatif)	Baa3 (negatif)	BBB-
2015	BB + (negatif)	Baa3 (negatif)	BBB-
2016	BB (durağan)	Ba1 (durağan)	BBB-
2017 Ocak	BB (negatif)	Ba1 (durağan)	BB +

Kaynak: Eğilmez, M. (2017). Türkiye'nin Kredi Notu Niçin Düştü. [Online], Kendime Yazılarım, <http://www.mahfiegilmez.com/2017/01/turkiyenin-kredi-notu-nicin-dustu.html> [Erişim Tarihi: 03.Haziran 2018].

Tablo 3.1’de görüldüğü üzere Türkiye 1994 yılında kaybettiği yatırım yapılabilir seviyeyi 2013 yılında elde etmiş; 2016 yılında ise üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun kredi notlarını düşürmeye başlayınca ülke, tekrardan yatırım yapılamaz seviyesi kategorisinde kendine yer bulmuştur. Sonuç olarak KDK’nın ülke kredi notunu yükseltmesi çok zor ve zaman alırken, ülke kredi notunu düşürmesi ise daha hızlı ve kolay olmaktadır.

Türkiye kredi derecelendirme notunun verildiği 1992 yılından beri ülkenin yaşadığı krizler, uluslararası ilişkilerde yaşanan çeşitli problemler dolayısıyla kredi notunda kritik bir değişim olmamıştır. Türkiye’nin ilk kredi derecelendirmesi S&P tarafından yapılmış ve kredi harf notu olarak ‘BBB’ olarak açıklanmış ve not görünümü ise durağan olarak ilan edilmiştir. Bunların birlikte belediyeler ve firmalar da derecelendirilerek ülke dışı fonlardan yararlanmışlardır. Üç derecelendirme kuruluşlarından ofisi ülkede olan tek derecelendirme kuruluşu Fitch iken diğer iki önemli kuruluş Moody’s ve S&P yurt dışından ülkenin derecelendirmesini yapmaktadır. Bu kuruluşların Türkiye için vermiş olduğu kredi notları benzerlik gösterse de her zaman tutarlılık göstermemektedir. Bunun nedeni ise derecelendirme kuruluşlarının değerlendirme faktörlerindeki ağırlığın farklılığından kaynaklı olmaktadır (Akçayır ve Yıldız, 2014, s.9).



Grafik 3.5 Yıllar İtibariye Üç Büyük Derecelendirme Kuruluşunun Türkiye Kredi Notları

Kaynak: Akçayır Ö. ve Yıldız Z. (2014). Kredi Derecelendirme Notlarının Uluslararası Standardizasyonu ve Türkiye Analizi (1992-2013): Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksi. İktisat ve Girişimcilik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Akademik Bakış Dergisi*, Sayı 40.

Grafik 3.1' de üç büyük derecelendirme kuruluşunun yıllar içinde Türkiye'ye verdiği kredi notlarında genel anlamda bir paralellik söz konusudur. Fakat 1994 yılı, 2001 yılı ve 2009 yılında kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi notlarında sert kırılmalar yaşanmıştır. Bu kırılmaların nedeni, ülkenin yaşamış olduğu krizlerle birlikte kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkenin kredi notunu hızlıca düşürmesidir. Türkiye 1994 Krizi öncesinde, kamu kesimi borçlanma gereği 1988 yılından itibaren sürekli artmıştır. Kamu İktisadi Teşebbüsleri; ücret ve maaşlarda yaşanan hızlı artışlar, alt yapı yatırımları, Körfez Savaşı, artan maliyetler ve faizler üzerinde büyük baskı oluşturan kamu açıklarının finansmanı 1988-1993 yılları arasında Kamu Kesimi Borçlanma Gereği/ GSMH oranını yüzde 4,8'den yüzde 12'ye çekmiştir (Güloğlu & Altunoğlu, 2002, s.121). 2001 yılında yaşanan krizden önceki dönem, ekonomik temellerinin sağlam atılmadığı bir dönem olmuştur. 1994' te yaşanan krizden sonra geçici bir rahatlama olsa da yapısal reformların yapılmamış olması, ülkenin önemli ticaret ortağı olan Rusya'nın 1998' de krize girmesi ve 1999 yılında Marmara Depreminin ülke bütçesinde yer açtığı maliyetler ekonomik açıdan birçok soruna yol açmıştır. Ekonomik problemlere siyasi anlaşmazlıklar da eklenince 2001 krizi patlak vermiştir (BBC, 2018). 2007 yılında başlayan ve tüm dünyayı etkisi altına alan 2008 Krizi dış kaynaklı bir etkiyle başlamıştır. Bu kriz daha çok likidite sorunu yaşayan gelişmiş ülke piyasalarını etkilemiştir. Gelişmiş ülkelerin merkez bankaları likidite sorununu çözebilmek için faiz oranlarını tüm zamanların en alt seviyesine indirerek piyasanın likit kalmasını

sağlamaya çalışmışlardır. Türkiye’ de kriz öncesi döviz kuru 1,20 iken bu krizle birlikte 1,70 seviyesine çıkarak rekor kırmıştır (BBC, 2018). 1994, 2001 ve 2008-2009 yıllarında yaşanan kırılmalara bağlı olarak KDK’nın kredi notu indirimine gitme nedenlerinin ekonomide yaşanan dalgalanma ve krizlerden kaynaklı olduğu söylenebilir.

3.2 Türkiye ve BRIC Ülkelerinin Kredi Notu Karşılaştırması

Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin devletlerinin baş harflerinin kısaltmasından oluşan BRIC, son yıllarda hızla büyüyen bu ülkelere verilen ekonomik bir terimdir. BRIC kuruluşundan itibaren hem küresel hem de ekonomik sistem içinde önemli roller üstlenmektedir (Ülger, 2018, s.4). Bir dönem Türkiye ekonomisinin büyüme oranının istikrarlı bir şekilde yükselmesi ve büyümenin yüzde 10 dolaylarında olması ile birçok ekonomist Türkiye’yi de içine alacak şekilde yeni bir terimi ifade ettiler ve buna T-BRIC demişlerdir (Politika Akademisi, 2013). Türkiye ve BRIC ülkelerinin gelişmekte olan ülke olmaları ve son yıllarda ekonomilerinde yaşanan gelişmelerin benzerlik göstermesi nedeniyle bu ülkelerin ekonomik, finansal, politik risk faktörlerini ve kredi derecelendirme kuruluşlarından Moody’s ’in bu ülkelere verdiği kredi notları karşılaştırılacaktır.

Moody’s, S&P ve Fitch kuruluşlarının BRIC ülkelere ve Türkiye’ye yabancı para cinsinden ve uzun vadeli kredi notları tablo 3.2’de gösterilmiştir.

Tablo 3.2 BRIC Ülkelerinin ve Türkiye'nin Kredi Not Durumu (2018)

Ülkeler	Moody's	Fitch	S&P	Seviye
Türkiye	Ba3	BB	B+	Spekülatif
Hindistan	Baa2	BBB-	BBB-	Ortanın altı
Rusya	Ba1	BBB-	BBB-	Ortanın altı (Moody's 'e göre yatırım yapılamaz)
Çin	A1	A+	A+	Yatırım yapılabilir
Brezilya	Ba2	BB-	BB-	Spekülatif (Moody's 'e göre yatırım yapılamaz)

Kaynak: Country Economy (2018). Ülke Kredi Notları. [Online], <https://countryeconomy.com/ratings> [Erişim Tarihi: 04 Aralık 2018].

2018 yılında KDK’nın tamamı Çin ve Hindistan için ‘yatırım yapılabilir’ seviyede kredi notlarını uygun görmüştür. Fitch ve S&P kredi derecelendirme kuruluşları ise Rusya’yı ‘yatırım yapılabilir’ seviyede kredi notu ile derecelendirmişken

Moody's ise Rusya'yı, diğer iki kuruluştan farklı olarak 'yatırım yapılamaz' seviyede kredi notu ile derecelendirmiştir. Türkiye'yi ve Brezilya'yı KDK'nın tamamı spekülasyon seviyede ve 'yatırım yapılamaz' olarak derecelendirmişlerdir.

3.3 Türkiye-BRIC Ülkelerinin Performansları ve Göstergelerle Karşılaştırılması

Bu bölümde BRIC ülkelerinin ve Türkiye'nin politik, ekonomik ve finansal göstergeleri kriter olarak ele alınacak ve her bir gösterge tek tek incelenmektedir. Bu incelemenin sonunda ise ülke kredi notları ve göstergeler arasında tutarlılık, her faktör için ayrıca değerlendirildikten sonra bölüm sonunda tüm değerler ile kredi notu arasında tutarlılık olup olmadığı ortaya konulacaktır. Bu ülkelere aynı dönem içinde kredi kuruluşları tarafından verilen kredi notlarından sadece Moody's kredi derecelendirme kuruluşunun notları ele alınacaktır.

3.3.1 Ülkeleri Politik Göstergeler Açısından Değerlendirme

Politik risk faktörü; ülkelere kredi notları verilirken değerlendirmede kullanılan en önemli faktörlerden biri olarak kullanılır. Politik risk unsurları; ülkelerin borçlarını geri ödemede gösterdiği kararlılığın derecesini ölçmek amacıyla, ülkenin yönetim biçimi, seçim sistemi ve zamanları, iktidar partisinin programın ve iktidarda kalma süresi, dış ilişkiler, uluslararası bütünleşme, ülkelerin stratejik önemi ve merkez bankasının bağımsızlık derecesi gibi göstergelerdir (TCMB, 2010: s.2). Politik risk değerlendirmelerinde bir ülkenin borçlarını ödeyebilme imkânı ve arzularını etkileyen sosyal ve politik unsurlarla ilgilidir. Bu durumun tespitini yapabilmek için ülkelerin dış ilişkilerini, politik ve ekonomik sistemini incelemek gerekmektedir. Ülkede yaşanan politik gelişmeler, ülke ekonomisine olumsuz yansımaları olabilir, bu durum ülkenin borç yükümlülüklerini yerine getirmede sorun oluşturabilir. Politik bir istikrarsızlık sonucu hükümetler yerini başka hükümete bırakabilir. Bunun sonucunda, yeni iktidarlara ekonomide ülkenin borç yükümlülüklerini benimsememe, borçları yeniden yapılandırma ve borçlar için yeniden pazarlığa oturma gibi birçok yol seçebilir (Ovalı, 2014: s.62). Politik risk değerlendirmesinde kullanılan unsurlar yargısal bir yöntemle dayalı bir süreçtir. Bu faktörü değerlendirmek, analiz etmek ve bu faktörde tahmin yapmak karar vericiler için zor bir süreci yansıtmaktadır.

3.3.1.1 Ülkelerin Politik Riskin Alt Bileşenleri

Politik risk skorunun belirlenmesinde kullanılan 12 risk faktörü bulunmaktadır. Bu faktörlere politik alt bileşen denilmektedir. Bu bileşenlerin her birinin ağırlıklı ortalaması ayrı olarak ele alınmaktadır. Her alt bileşen farklı olarak, maksimum 4, 6 ve 12 arasında değerler almaktadır. Daha sonra her bir risk alt bileşenler toplanarak, ülkelerin politik risk skoru oluşturulur. Tablo 3.3’ te 12 politik risk alt bileşenleri ve politik alt bileşenlerinin maksimum alabileceği skorlar parantez içinde gösterilmiştir

Tablo 3.3 Politik Riskin Alt Bileşenleri ve Bileşenlerin Alabilecekleri Maksimum Puanlar

A- Hükümet İstikrarı (12)	E- Dışsal Çatışmalar (12)	I- Kanun ve Düzen (6)
B-Sosyo ekonomik Koşullar (12)	F- Yolsuzluk (6)	J- Etnik Gerilim (6)
C- Yatırım Profili (12)	G- Askeriyenin Siyasete Etkisi (6)	K- Demokratik Hesap Ver. (6)
D- İçsel Çatışmalar (12)	H- Dinsel Gerilimler (6)	L- Bürokrasi Kalitesi (4)

Kaynak: PRS-ICRG. (2018). ICRG Metodolojisi [Online]. <https://www.prsgroup.com/wp-content/uploads/2012/11/icrgmethodology.pdf> [Erişim Tarihi 17 Ocak 2019].

Aşağıda yer alan tablolarda ICRG verilerine göre ülkelerin 2010-2017 yıllarına ait alt bileşenlerinin skorları ve bu bileşenlerin toplamından oluşan politik risk skorları gösterilmiştir. Her harf bir alt bileşeni ve ülkelerin her birleşenden aldıkları skorları göstermektedir. ‘A’ hükümet istikrarını, ‘B’ sosyo- ekonomik koşulları, ‘C’ yatırım profilini, ‘D’ içsel çatışmaları, ‘E’ dışsal çatışmaları, ‘F’ yolsuzluk, ‘G’ askeriyenin siyasete etkisi, ‘H’ dinsel gerilimler, ‘I’ kanun ve düzeni, ‘J’ etnik gerilimi, ‘K’ demokratik hesap verilebilirliği, ‘L’ bürokrasi kalitesini ifade etmektedir. ICRG tablosunda politik risk skoruna sahip olan 139 ülkenin verileri 2010-2017 yıllarına ait verileri ayrı ayrı toplanıp ülke sayısına bölünmesiyle her yıla ait dünya politik risk skorları ortalaması ve bu yöntem BRIC ülkeleri için ayrıca bulunmuştur.

Tablo 3.4 Ülkelerin 2010 Yılına Ait Politik Riskin Alt Bileşenleri-Politik Risk Skoru

2010 YILINA AİT	A (12)	B (12)	C (12)	D (12)	E (12)	F (6)	G (6)	H (6)	I (6)	J (6)	K (6)	L (4)	Politik Risk Skoru	Moody's Ülke Kredi Notları
Türkiye	8.25	5.5	7.5	7.54	7.5	2.5	2	4	3.83	2	4.75	2	57.37	Ba2
Brezilya	8.88	7	7.08	9.71	10.5	3	4	6	2	3	5	2	68.17	Baa3
Rusya	9.63	5.5	9.50	7.75	9	2	4.5	5.5	4	3	2.5	1	63.88	Baa1
Hindistan	8.42	4.67	8.5	6.46	9.5	2.5	4	2.5	4	2.5	6	3	62.05	Baa3
Çin	10.25	8	6.5	9.25	9.38	2	3	5	4.08	3.5	1.5	2	64.46	Aa3
BRIC Ort.	9.29	6.29	7.89	8.29	9.59	2.37	3.87	4.7	3.52	4	3.7	2	64.64	
Dünya Ort.	8.31	5.58	8.66	9.36	9.88	2.7	3.85	4.64	3.73	4	4.09	2.2	66.8	

Kaynak: Moody's (2019). Ülke Kredi Notları [Online]. <https://www.moody's.com/credit-ratings/> [Erişim Tarihi: 09 Mayıs 2019]. PRS- Group. (2018). Bileşene Göre Politik Risk Skorları, [Online], <https://dataverse.scholarsportal.info/dataset.xhtml?persistentId=hdl:10864/10120> [Erişim Tarihi: 07 Mayıs 2019].

Tablo 3.4'te ülkelerin ICRG verilerinin 2010 yılına ait politik risk alt bileşenlerinin riskleri açıklanmaktadır. Türkiye, demokratik hesap verilebilirlik, kanun ve düzeni alt bileşenleri 139 ülke ait dünya ortalamasının biraz üstünde bir skora sahip olmakla birlikte ülkenin diğer alt bileşenler skorlarının tamamı dünya ortalamasının altında kalmıştır. Türkiye özellikle etnik gerilim ve askeriye'nin siyasete etkisi noktasında ciddi politik risk altındadır. Türkiye sonuç olarak dünya politik risk skoru ortalamasının altında bir skora sahiptir. Brezilya ise; yatırım profili, kanun ve düzeni, bürokrasi kalitesi bakımından dünya ortalamasının altında politik risk skoruna sahipken diğer alt bileşenler açısından dünya ortalamasının üstünde skorlara sahiptir. Brezilya özellikle dışsal gerilim ve dinsel çatışmalar noktasında en az riske sahipken yolsuzluk, kanun ve düzeni, etnik gerilim ve bürokrasi kalitesi noktasında ciddi politik riskler barındırmaktadır. Ülkenin politik risk skoru ise dünya risk ortalamasından daha iyi bir skora sahiptir.

Rusya; hükümet istikrarı, yatırım profili, askeriye'nin siyasete etkisi, dinsel gerilimler ile kanun ve düzen alt bileşenleri açısından dünya ortalamasının üstünde skorlara sahipken diğer alt bileşenler dünya ortalamasının altında değerlere sahiptir. Etnik gerilim, demokratik hesap verilebilirlik ve bürokrasi kalitesi açısından Rusya ciddi

politik risk barındırmakta ve ülkenin politik risk skoru, dünya politik risk skorunun altında bir değere sahiptir. Hindistan'ın; hükümet istikrarı, askeri vesayetın siyasete etkisi, demokratik hesap verilebilirlik, bürokrasi kalitesi, kanun ve düzeni politik riski açısından dünya risk skoru ortalamalarının üstünde bir skora sahipken ülkenin diğer politik risk skorları alt bileşenleri ise dünya politik risk skoru ortalamasının altında kalmıştır. Ayrıca ülkenin, sosyo-ekonomik koşullar, dinsel gerilimler, içsel çatışmalar, etnik gerilimler ve yolsuzluk bakımından çok ciddi risklerle karşı karşıyadır. Demokratik hesap verilebilirlik noktasında ülke sistemi başarılı bir noktadadır. Genele bakıldığında Hindistan dünya politik risk skoru ortalamasının altında bir skora sahiptir.

Diğer bir BRIC ülkesi Çin ise; hükümet istikrarı, dinsel gerilimler, Sosyo-ekonomik koşullar, kanun ve düzen açısından dünya risk skoru ortalamalarının üstünde değerlere sahipken diğer alt bileşenler ise dünya risk skoru ortalamasının altındadır. Ülke bu dönemde hükümet istikrarı noktasında başarılı bir performans göstermiş ve dinsel gerilim açısından da çok düşük bir risk barındırmaktadır. Çin'de politik risk açısından en önemli risk barındıran bileşenler ise yolsuzluk, demokratik hesap verilebilirlik, bürokrasi kalitesidir. 2010 yılına ait ICRG verilerine göre Çin de politik risk skoru bakımından dünya politik risk skoru ortalamasının altında bir değere sahiptir.

Tablo 3.5 Ülkelerin 2011 Yılına Ait Politik Riskin Alt Bileşenleri-Politik Risk Skoru

2011 YILINA AİT	A (12)	B (12)	C (12)	D (12)	E (12)	F (6)	G (6)	H (6)	I (6)	J (6)	K (6)	L (4)	Politik Risk Skoru	Moody's Ülke Kredi Notları
Türkiye	8.38	6.08	7.5	7.5	7.5	2.5	2	4	3.5	2	4.08	2	57.04	Ba2
Brezilya	7.58	7.13	7.83	9.5	10.50	3	4	6	2	3	5	2	67.54	Baa2
Rusya	8.42	5.5	9.5	7.54	9	2	4.5	5.5	4	3	2	1	61.96	Baa1
Hindistan	5.83	4.5	8.5	6	9.5	2	4	2.5	4	2.5	6	3	58.33	Baa3
Çin	8.46	7.13	6.58	8.79	9.33	2	3	5	3.63	3.5	1.5	2	60.92	Aa3
BRIC Ort.	7.57	6.06	8.10	7.96	9.58	2.25	3.87	4.75	3.40	3	3.62	2	60.7	
Dünya Ort.	7.61	5.56	8.43	9.10	9.84	2.71	3.81	4.61	3.70	4	4.08	2.2	65.65	

Kaynak: Moody's (2019). Ülke Kredi Notları [Online]. <https://www.moody's.com/credit-ratings/> [Erişim Tarihi: 09 Mayıs 2019]. PRS- Group. (2018). Bileşene Göre Politik Risk Skorları, [Online], <https://dataverse.scholarsportal.info/dataset.xhtml?persistentId=hdl:10864/10120> [Erişim Tarihi: 07 Mayıs 2019].

Tablo 3.5’te ülkelerin ICRG verilerinin 2011 yılına ait politik risk alt bileşenlerinin riskleri açıklanmaktadır. Türkiye; hükümet istikrarı ve sosyo-ekonomik açısından dünya risk ortalamasının üstünde bir skora sahiptir. Demokratik hesap verilebilirlik açısından ise dünya risk skoru ortalamasına eşittir. Ülkenin diğer alt bileşenler açısından ise dünya risk ortalamasının altında kalmıştır. Her ne kadar ülkenin sosyo- ekonomik koşulları dünya risk skoru ortalamasının üstünde olsa bile 12 puan üzerinde 6.08 puana sahip olması ülkenin kendi içinde de önemli bir riskler barındırdığı söylenebilir. Ayrıca yolsuzluk, askeriye’nin siyasete etkisi ve bürokrasi kalitesinde ciddi politik riskler barındırmaktadır.

Brezilya; hükümet istikrarı, yatırım profili, etnik gerilim, bürokrasi kalitesi, kanun ve düzeni bakımından dünya politik risk ortalamasının altında bir skora sahipken ülkenin diğer alt bileşenleri ise bu ortalamanın üstünde bir skora sahiptir. Ülkenin yolsuzluk, bürokrasi kalitesi, kanun ve düzen noktasında riski yüksek seviyededir. Rusya ise; hükümet istikrarı, yatırım profili, askeriye’nin siyasete etkisi, dinsel gerilimler, kanun ve nizam yönünden dünya politik risk ortalamasının üstünde bir skora sahipken ülkenin diğer bileşenleri bu ortalamanın altında değerlere sahiptir. Ülkenin yolsuzluk, bürokrasi kalitesi ve etnik gerilim bakımından ülke yüksek risk oluşturmaktadır. Hindistan; hükümet istikrarı, sosyo-ekonomik koşullar, içsel çatışmalar, yolsuzluk, dinsel gerilimler, etnik gerilim ve demokrasi hesap verilebilirliği açısından yüksek risk barındırmakta ayrıca bu alt bileşenleri dünya risk skoru ortalamasının altında değerlere sahip olmaktadır.

Çin; hükümet istikrarı, sosyo-ekonomik koşullar ve dinsel gerilim skorları dünya politik risk skoru ortalamasından daha iyi değerlere sahiptir. Ülkenin demokratik hesap verilebilirlik, yolsuzluk, askeriye’nin siyasete etkisi açısından ülke önemli riskler barındırmaktadır. Sonuç olarak beş ülkeden yalnızca Brezilya’nın politik risk skoru, dünya politik risk skorunun üzerindeyken diğer ülkeler bu skorun altında skorlara sahiptir.

Tablo 3.6 Ülkelerin 2012 Yılına Ait Politik Riskin Alt Bileşenleri-Politik Risk Skoru

2012 YILINA AİT	A (12)	B (12)	C (12)	D (12)	E (12)	F (6)	G (6)	H (6)	I (6)	J (6)	K (6)	L (4)	Politik Risk Skoru	Moody’s Ülke Kredi Notları
-----------------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	----------	----------	----------	----------	----------	----------	----------	--------------------	----------------------------

Türkiye	7.5	6.58	7.58	7.5	7.5	2.5	2	4	3.5	2	4	2	56.66	Ba1
Brezilya	8.21	7.67	7.58	9.96	10.5	2.67	4	6	2	3	5	2	68.59	Baa2
Rusya	7.33	5.79	8.92	7.71	9	1.67	4.08	5.5	3.5	3	2	1	59.5	Baa1
Hindistan	5.33	4.5	7.71	6.08	9.5	2.5	4	2.5	4	2.5	6	3	57.62	Baa3
Çin	8.17	7.04	7.08	8.83	9.5	2	3	5	3.5	3.5	1.5	2	60.12	A3
BRIC Ort.	7.26	6.25	7.82	8.15	9.62	2.21	3.77	4.75	3.25	3	3.62	2	61.7	
Dünya Ort.	7.33	5.48	8.08	9.09	9.84	2.62	3.8	4.59	3.67	4	4.08	2.2	64.78	

Kaynak: Moody's (2019). Ülke Kredi Notları [Online]. <https://www.moody's.com/credit-ratings/> [Erişim Tarihi: 09 Mayıs 2019]. PRS- Group. (2018). Bileşene Göre Politik Risk Skorları, [Online], <https://dataverse.scholarsportal.info/dataset.xhtml?persistentId=hdl:10864/10120> [Erişim Tarihi: 07 Mayıs 2019].

Tablo 3.6'da ülkelerin ICRG verilerinin 2012 yılına ait politik risk alt bileşenlerinin riskleri açıklanmaktadır. Türkiye; hükümet istikrarı ve sosyo- ekonomik koşullar alt bileşenleri açısından hem dünya hem de BRIC ülkelerine göre iyi bir skora sahip olmakla birlikte incelemeye aldığımız önceki yıllara göre hükümet istikrarı açısından risk oranı artmıştır. Ülkenin diğer alt bileşenlerde ise dünya risk skoru ortalamasının altında kalmıştır. Türkiye politik risk olarak dışsal çatışmalar, askeriye'nin siyasete etkisi, etnik gerilim ve BRIC ülkelerinden daha iyi noktada olsa da yolsuzluk ülke için önemli bir sorun olmaya devam etmektedir. Brezilya; yolsuzluk, bürokrasi kalitesi ile kanun ve düzen açısından hala sorunlar yaşadığı ve bu durum ülkenin politik risk skorunu düşürdüğü görülmektedir.

Rusya ise; yolsuzluk açısından dünya ortalamasının altında ve 2010-2012 yıllarına göre bu faktörde 2012'de daha sıkıntılı durumdadır. Ayrıca ülke demokratik hesap verilebilirlik ve bürokrasi kalitesi açısından yüksek riskli konumunu korumaktadır. Hindistan'ın en önemli politik riski hükümet istikrarı ve sosyo-ekonomik koşullarda yaşanan gerilemelerdir. Bununla birlikte yolsuzluk, içsel çatışmalar, etnik gerilimler büyük riskler barındırmaktadır. BRIC ülkesi olan bir diğer ülke Çin ise; diğer karşılaştırdığımız ülkeler gibi ele aldığımız yıllar içinde yolsuzluk sorununu çözmemiş ayrıca demokratik hesap verilebilirlik ve bürokrasi kalitesi konusunda hala ciddi problemler yaşamaktadır. Sonuç olarak BRIC ülkeleri ve Türkiye'den dünya politik risk skoru ortalamasını geçen tek ülke Brezilya olmuştur.

Tablo 3.7 Ülkelerin 2013 Yılına Ait Politik Riskin Alt Bileşenleri-Politik Risk Skoru

2013 YILINA AİT	A (12)	B (12)	C (12)	D (12)	E (12)	F (6)	G (6)	H (6)	I (6)	J (6)	K (6)	L (4)	Politik Risk Skoru	Moody's Ülke Kredi Notları
Türkiye	7.33	7	7.25	7.21	7.17	2.5	2	4	3.5	2	3.71	2	55.67	Baa3
Brezilya	7.17	7.38	7.5	9.42	10.5	2.5	4	6	2	3	5	2	67.01	Baa2
Rusya	7.08	5.96	8.5	7.5	9	1.5	4	5.5	3	3	2	1	58.04	Baa1
Hindistan	6.08	4.75	7.5	6.5	9.5	2.5	4	2.5	4	2.5	6	3	58.83	Baa3
Çin	9	7.04	7.5	8.5	8.92	2	3	4.83	3.5	3.5	1.5	2	61.29	Aa3
BRIC Ort.	7.33	6.29	7.75	7.98	9.48	2.13	3.75	4.71	3.13	3	3.63	2	61.29	
Dünya Ort.	7.12	5.45	8.03	8.96	9.83	2.58	3.79	4.58	3.66	4	4.07	2.2	64.27	

Kaynak: Moody's (2019). Ülke Kredi Notları [Online]. <https://www.moodys.com/credit-ratings/> [Erişim Tarihi: 09 Mayıs 2019]. PRS- Group. (2018). Bileşene Göre Politik Risk Skorları, [Online], <https://dataverse.scholarsportal.info/dataset.xhtml?persistentId=hdl:10864/10120> [Erişim Tarihi: 07 Mayıs 2019].

Tablo 3.7’de ülkelerin ICRG verilerinin 2013 yılına ait politik risk alt bileşenlerin riskleri açıklanmaktadır. Türkiye; hükümet istikrarı, sosyo-ekonomik koşullar açısından dünya politik risk skorunun üstünde değerlere sahip olmayı sürdürmüş lakin diğer alt bileşenler bakımından ise daha kötü bir skora sahip olmuştur. Türkiye BRIC ülkeleri ortalamasına göre ise yolsuzluk, demokratik hesap verilebilirlik ile kanun ve düzeni açısından daha iyi bir skora sahip olmuştur. Ülke için hala en büyük politik risk olarak yolsuzluk, askeriye'nin siyasete etkisi ve etnik gerilimler gösterilmiştir. Brezilya için de yolsuzluk ile kamu ve düzen alt bileşeni ülke politik riskini artırmaya devam etmektedir. Rusya; yolsuzluk politik riski artmakla birlikte mevcut sosyo-ekonomik koşullar, demokratik hesap verilebilirlik ve bürokrasi kalitesi ile ilgili politik riskler devam etmektedir. Hindistan; hükümet istikrarı, sosyo ekonomik koşullar, yolsuzluk, dinsel gerilimler ve etnik gerilimler ile ilgili riskleri sürdürmektedir. Çin; demokratik hesap verilebilirlik ve yolsuzluk noktasında 2012 yılındaki istikrarını sürdürmekte ve bu durum politik riskini olumsuz etkilemektedir. Brezilya karşılaştırılan ülkeler arasında dünya politik risk skorunun üstünde bir değere sahip olmayı sürdürmektedir.

Tablo 3.8 Ülkelerin 2014 Yılına Ait Politik Riskin Alt Bileşenleri-Politik Risk Skoru

2014 YILINA AİT	A (12)	B (12)	C (12)	D (12)	E (12)	F (6)	G (6)	H (6)	I (6)	J (6)	K (6)	L (4)	Politik Risk Skoru	Moody's Ülke Kredi Notları
Türkiye	6.75	6.08	6.04	7	7	2.04	2	4	3.38	2	3.88	2	52.17	Baa3
Brezilya	6.33	7	7.58	8.58	10.5	2.46	4	6	2	3	5	2	64.45	Baa2
Rusya	8.13	5.67	7.67	7.46	7.33	1.5	4	5.5	3	3	2	1	56.26	Baa2
Hindistan	7.75	5	7.5	6.42	9.29	2.5	4	2.5	4	2.5	6	3	60.46	Baa3
Çin	8.88	7	6.25	7.42	8	2	3	4	3.5	3.5	1.5	2	57.05	Aa3
BRIC Ort.	7.77	6.17	7.25	7.47	8.78	2.12	3.75	4.5	3.12	3	3.62	2	59.55	
Dünya Ort.	7.15	5.49	8.11	8.85	9.76	2.6	3.79	4.56	3.65	3.99	4.07	2.21	64.63	

Kaynak: Moody's (2019). Ülke Kredi Notları [Online]. <https://www.moody's.com/credit-ratings/> [Erişim Tarihi: 09 Mayıs 2019]. PRS- Group. (2018). Bileşene Göre Politik Risk Skorları, [Online], <https://dataverse.scholarsportal.info/dataset.xhtml?persistentId=hdl:10864/10120> [Erişim Tarihi: 07 Mayıs 2019].

Tablo 3.8'de ülkelerin ICRG verilerinin 2014 yılına ait politik risk alt bileşenlerin riskleri açıklanmaktadır. Türkiye politik risk skoru açısından ülkenin riskinin arttığı, hükümet istikrarı noktasında da dünya politik risk ortalamasının altına düştüğü ve sadece sosyo-ekonomik koşulları bu ortalama değerinin hemen üstünde bir değere sahip olduğu görülmektedir. Ülkenin diğer tüm alt bileşenler ise dünya politik skoru değerlerinin altında bir skora sahip olmuştur. Türkiye; yolsuzluk, askeriye'nin siyasete etkisi, etnik gerilim ve bürokrasi kalitesi açısından hala politik riskler barındırmaktadır. Ayrıca ülke BRIC ülkelerin politik risk ortalamasından sadece demokratik hesap verilebilirlik ile kanun ve düzen alt bileşenlerinde daha iyi bir skora sahip olmuştur.

2014 yılına ait verilere göre BRIC ülkelerinden Brezilya, hükümet istikrarı, yolsuzluk, bürokrasi kalitesi ile kanun ve düzen noktasında ilerleme kaydetmediği görülmektedir. Rusya; bürokrasi kalitesi ve yolsuzluk riskinde ciddi problemlere sahip olmakla beraber demokratik hesap verilebilirlikte de yüksek riske sahip bir ülkedir. BRIC ülkelerinden Hindistan'da ise; hükümet istikrarı bileşeninde diğer yıllara göre politik riskinde bir azalma yaşanmıştır. Bu ülkede hala sosyo-ekonomik koşullarda, içsel çatışmalarda ve yolsuzlukta ciddi problemler söz konusudur. Bir diğer BRIC ülkesi Çin'de ise; her BRIC ülkesi gibi yolsuzluk önemli bir sorun olmaya devam etmekte bu sorunlara demokratik hesap verilebilirlik ve bürokrasi kalitesi de eklenebilir.

Yıllar itibariyle karşılaştırılan ülkeler arasında dünya politik risk skoru ortalamasını geçen ülke sadece Brezilya bulunmaktayken, 2014 yılında bu unvanı Brezilya'nın da kaybettiği görülmektedir.

Tablo 3.9 Ülkelerin 2015 Yılına Ait Politik Riskin Alt Bileşenleri-Politik Risk Skoru

2015 YILINA AİT	A (12)	B (12)	C (12)	D (12)	E (12)	F (6)	G (6)	H (6)	I (6)	J (6)	K (6)	L (4)	Politik Risk Skoru	Moody's Ülke Kredi Notları
Türkiye	6.88	6.04	6	6.92	7	2.5	2	4	3	2	4	2	52.34	Baa3
Brezilya	5.08	6.13	7.25	8.75	10.5	2	4	6	2	3	5	2	61.71	Baa3
Rusya	8.58	5.88	7.5	7.25	6.54	1.5	4	5.5	3	3	2	1	55.75	Ba1
Hindistan	7.88	5	8.08	6.79	9	2.5	4	2.5	4.38	2.5	6	3	61.63	Baa3
Çin	8.88	7	6	7	8	2	3	4	3.5	3.5	1.5	2	56.38	Aa3
BRIC Ort.	7.53	6	7.21	7.45	8.58	2	3.75	4.5	3.22	3	3.63	2	58.87	
Dünya Ort.	7.28	5.58	8.24	8.25	9.69	2.71	3.82	4.55	3.65	3.97	4.07	2.21	64.32	

Kaynak: Moody's (2019). Ülke Kredi Notları [Online]. <https://www.moody's.com/credit-ratings/> [Erişim Tarihi: 09 Mayıs 2019]. PRS- Group. (2018). Bileşene Göre Politik Risk Skorları, [Online], <https://dataverse.scholarsportal.info/dataset.xhtml?persistentId=hdl:10864/10120> [Erişim Tarihi: 07 Mayıs 2019].

Tablo 3.9'da ülkelerin ICRG verilerinin 2015 yılına ait politik risk alt bileşenlerin riskleri açıklanmaktadır. Türkiye; sosyo-ekonomik şartlar dışındaki tüm alt bileşen skorları dünya ortalamasının altında değerler almıştır. BRIC ülkelerinin yolsuzluk ve demokratik hesap verilebilirlik alt bileşenindeki faktör skoru ortalamalarına göre Türkiye daha iyi bir skora sahiptir. Ayrıca ülke yolsuzluk skorunda 2014 yılına göre olumlu bir göstergeye sahip olmakla birlikte etnik gerilim, yolsuzluk ve bürokrasi kalitesinde hala yüksek riskler barındırmaya devam etmektedir.

Brezilya'nın hükümet istikrarı, yolsuzluk ve sosyo-ekonomik koşulları bir önceki yıla göre daha da kötüleşmiş ve ülkenin politik riskini olumsuz etkilemiştir. Bürokrasi kalitesi ile kanun ve düzen bileşenleri Brezilya için hala ciddi riskler barındırmaktadır. Rusya'nın; yolsuzluk, sosyo-ekonomik koşulları, demokratik hesap verilebilirlik ve bürokrasi kalitesi açısından bir düzelme görülmemekte ve bu problemler ülkenin politik riskini olumsuz etkilemektedir. Hindistan'ın en büyük politik riski; ülkeye ait sosyo-ekonomik alt bileşeni olmaya devam etmektedir. Ülkenin çözülmeyi bekleyen diğer problemleri ise yolsuzluk, dinsel ve etnik gerilimlerdir. BRIC

ülkelerinde Çin'in zayıf halkası; bu dönemde de demokratik hesap verilebilirlik, yolsuzluk ve bürokrasi kalitesi olarak görünmektedir. 2015 yılında BRIC ülkeleri ve Türkiye'nin tamamı dünya ortalama politik risk skorunun altında skorlara sahip olmuştur.

Tablo 3.10 Ülkelerin 2016 Yılına Ait Politik Riskin Alt Bileşenleri-Politik Risk Skoru

2016 YILINA AİT	A (12)	B (12)	C (12)	D (12)	E (12)	F (6)	G (6)	H (6)	I (6)	J (6)	K (6)	L (4)	Politik Risk Skoru	Moody's Ülke Kredi Notları
Türkiye	7.71	6.13	6.5	6.38	7.5	2.5	2	3.75	3	2	3.75	2	53.22	Ba1
Brezilya	5.54	6.17	7	8.75	10.5	2	4	6	2	3	5	2	61.96	Ba2
Rusya	8.5	6	8	7.5	6.5	1.5	4	5.5	3	3	2	1	56.5	Ba1
Hindistan	8.21	5.5	8.67	6.5	9	2.5	4	2.5	4.5	2.5	6	3	62.88	Baa3
Çin	7.54	7.38	6	7.08	7.5	2	3	4	3.5	3.5	1.5	2	55	Aa3
BRIC Ort.	7.45	6.26	7.42	7.46	8.37	2	3.75	4.5	3.25	4	3.63	2	59.09	
Dünya Ort.	7.28	5.77	8.33	8.85	9.67	2.72	3.83	4.54	3.64	3.97	4.10	2.21	64.91	

Kaynak: Moody's (2019). Ülke Kredi Notları [Online]. <https://www.moody's.com/credit-ratings/> [Erişim Tarihi: 09 Mayıs 2019]. PRS- Group. (2018). Bileşene Göre Politik Risk Skorları, [Online], <https://dataverse.scholarsportal.info/dataset.xhtml?persistentId=hdl:10864/10120> [Erişim Tarihi: 07 Mayıs 2019].

Tablo 3.10'da ülkelerin ICRG verilerinin 2016 yılına ait politik risk alt bileşenlerin riskleri açıklanmaktadır. Türkiye; hükümet istikrarı alt bileşeninde tekrardan bu alt bileşenin dünya ortalaması skorunun üstünde bir değere ulaşmıştır. Ülke sosyo-ekonomik açısından yüksek politik risk skoruna sahip olmasa da bu faktörde dünya ortalamasının üstünde bir değere sahiptir. Ülkenin diğer tüm alt bileşenleri dünya politik risk skoru ortalamalarının altında bir skora sahiptir. Türkiye içsel çatışmalar, yolsuzluk, etnik gerilimler ve bürokrasi kalitesi yönünden hala yüksek risk altındadır. Türkiye BRIC ülkelerinin ortalamalarına göre hükümet istikrarı, yolsuzluk ve demokratik hesap verilebilirlik açısından daha iyi konumdayken diğer alt bileşenlerde BRIC ülkelerinin politik risk skoru ortalamalarına ulaşamamıştır.

Brezilya; hükümet istikrarı, yolsuzluk bürokrasi kalitesi ile kanun ve düzen noktasında yüksek riskini sürdürmektedir. Rusya; sosyo-ekonomik koşullar, yolsuzluk, demokratik hesap verebilirlik ve bürokrasi kalitesi açısından analiz edilen yıllar itibarıyla bir çözüm bulunamadığı ve ülkenin yüksek riskli durumunu koruduğu

görülmektedir. Hindistan'ın demokratik hesap verilebilirlik ile kanun ve düzen alt bileşeni açısından iyi bir skora sahip olmakla beraber ülkenin sosyo ekonomik koşulları, yolsuzluk, içsel çatışmalar, etnik ve dinsel gerilimler ülkenin risk skorunu olumsuz yönde etkilemektedir.

Çin; yatırım profili, yolsuzluk, demokratik hesap verilebilirlik, bürokrasi kalitesi açısından problemleri sürmekte bu da politik risk skorunu aşağıya çekmektedir. Türkiye ve BRIC ülkelerinin hiçbirinin politik risk skoru, dünya politik risk skorunun üstünde bir değere ulaşamamıştır.

Tablo 3.11 Ülkelerin 2017 Yılına Ait Politik Riskin Alt Bileşenleri-Politik Risk Skoru

2017 YILINA AİT	A (12)	B (12)	C (12)	D (12)	E (12)	F (6)	G (6)	H (6)	I (6)	J (6)	K (6)	L (4)	Politik Risk Skoru	Moody's Ülke Kredi Notları
Türkiye	8	6.21	6.33	6.42	7.5	2.5	2	3.5	3	2	3.13	2	52.59	Ba1
Brezilya	6.5	5.88	7.5	8.75	10.5	2	4	6	2	3	5	2	63.13	Ba2
Rusya	8.5	6.38	8	7.75	6.5	1.5	4	5.5	3	3	2	1	57.13	Ba1
Hindistan	6.88	5.08	8.38	6.5	9	2.5	4	2.5	4.5	2.5	6	3	60.84	Baa2
Çin	8.46	7.75	7.21	7.58	7.5	2	3	4	3.5	3.5	1.5	2	58	A1
BRIC Ort.	7.58	6.27	7.78	7.64	8.38	2	3.75	4.5	3.25	3	3.62	2	59.77	
Dünya Ort.	7.23	6.01	8.31	8.86	9.66	2.71	3.82	4.53	3.63	3.96	4.11	2.22	65.05	

Kaynak: Moody's (2019). Ülke Kredi Notları [Online]. <https://www.moodys.com/credit-ratings/> [Erişim Tarihi: 09 Mayıs 2019]. PRS- Group. (2018). Bileşene Göre Politik Risk Skorları, [Online], <https://dataverse.scholarsportal.info/dataset.xhtml?persistentId=hdl:10864/10120> [Erişim Tarihi: 07 Mayıs 2019].

Tablo 3.11'de ülkelerin ICRG verilerinin 2017 yılına ait politik risk alt bileşenlerin riskleri açıklanmaktadır. Türkiye; hükümet istikrarı ve sosyo- ekonomik koşullar açısından dünya politik risk skoru ortalamasının üstünde bir skora sahipken diğer alt bileşenlerin skorları bu ortalamaların üstünde değerlere ulaşamamıştır. Ülkenin askeriyeinin siyasete etkisi, etnik gerilimler çok ciddi risklerle karşı karşıya kalmaktadır. Türkiye diğer alt bileşenler açısından da güçlü risk skoruna sahip olmadığı tabloda gösterilmiştir. BRIC ülkeleri alt bileşen ortalamaları ve Türkiye alt bileşen politik skorları karşılaştırıldığında hükümet istikrarı, yolsuzluk ve demokratik hesap verilebilirlik açısından Türkiye'nin BRIC ülkelerinin ortalamasının üstünde skorlara sahip olmuştur.

Brezilya; yolsuzluk, bürokrasi kalitesi ile kanun ve düzen noktasında problemlerini çözememiş bir ülke profili çizmektedir. Rusya'nın ise; yolsuzluk hala en büyük problem olmakta bunu bürokrasi kalitesi ve demokratik hesap verilebilirlik takip etmektedir. Hindistan; demokratik hesap verilebilirlik alt bileşeninde risk skoru açısından tam puan olsa da ülkenin sosyo ekonomik koşulları, yolsuzluk, etnik ve dinsel gerilimler noktasında hala ciddi riskler barındıran bir ülkedir. Çin'in analiz edilen yıllar içinde ve bu dönemde en büyük riski demokratik hesap verilebilirlik olmuş bunu yolsuzluk ve bürokrasi kalitesi takip etmiştir. Türkiye ve BRIC ülkelerinin politik risk skorları, dünya politik risk skorunun üstünde bir değere sahip değildir.

3.3.1.2 BRIC ve Türkiye'nin Politik Risk Skorları

Bu bölümde Türkiye ve BRIC ülkelerinin politik risk skorlarına karşılık gelen risk düzeyi ve ülkelerin sahip oldukları kredi notuna karşılık gelen kredi notu seviyesi gösterilecektir.

Tablo 3.12 Ülkelerin 2010-2017 Yıllarına Ait Politik Risk Skorları ve Kredi Notları

Ülkeler/Yıllar	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Türkiye	57.37 (Ba2)	57.04 (Ba2)	56.66 (Ba1)	55.67 (Baa3)	52.17 (Baa3)	52.34 (Baa3)	53.22 (Ba1)	52.59 (Ba1)
Brezilya	68.17 (Baa3)	67.54 (Baa2)	68.59 (Baa2)	67.01 (Baa2)	64.45 (Baa2)	61.71 (Baa3)	61.96 (Ba2)	63.13 (Ba2)
Rusya	63.88 (Baa1)	63.96 (Baa1)	59.5 (Baa1)	58.04 (Baa1)	56.26 (Baa2)	55.75 (Ba1)	56.5 (Ba1)	57.13 (Ba1)
Hindistan	62.05 (Baa3)	58.33 (Baa3)	57.62 (Baa3)	58.83 (Baa3)	60.46 (Baa3)	61.63 (Baa3)	62.88 (Baa3)	60.84 (Baa2)
Çin	64.46 (Aa3)	60.92 (Aa3)	60.12 (Aa3)	61.29 (Aa3)	57.05 (Aa3)	56.38 (Aa3)	55 (Aa3)	58 (A1)
BRIC Ortalaması	64.64	60.7	61.7	61.29	59.55	58.87	59.09	59.77
Dünya Ortalaması	66.8	65.65	64.78	64.27	64.63	64.32	64.91	65.05

Kaynak: Moody's (2019). Ülke Kredi Notları [Online]. <https://www.moody's.com/credit-ratings/> [Erişim Tarihi: 10 Mayıs 2019]. PRS- Group. (2018). Bileşene Göre Politik Risk Skorları, [Online], <https://dataverse.scholarsportal.info/dataset.xhtml?persistentId=hdl:10864/10120> [Erişim Tarihi: 07 Mayıs 2019].

Tablo 3.12'de Uluslararası Ülke Risk Rehberinin (International Country Risk Guide) araştırmaları neticesinde BRIC ülkeleri ve Türkiye'nin 2010-2017 yılları arasına ait politik risk skorları ile yıllara ait politik skorların altında Moody's derecelendirme kuruluşunun kredi notları da parantez içinde gösterilmiştir. Ayrıca BRIC ülkelerinin

politik risk skoru ortalaması ve 139 ülkeyi kapsayan dünya politik risk skoru ortalamaları gösterilmiştir. Türkiye incelenen yıllar itibariyle politik risk skoru düşme eğilimine sahip olmuş ve politik riski artan bir ülkedir. Bu duruma neden olan faktörler olarak ülkenin coğrafyasında yaşanan iç savaşlar, komşu ülkelerle yaşanan ve ülkenin içinde yaşanan gerilimler olduğu söylenebilir. Türkiye; tüm yıllarda politik risk skoru açısından BRIC ve dünya ülkelerinin ortalamalarının altında skorlara sahip olmuştur. Brezilya; politik risk açısından BRIC ülkelerine göre daha iyi skorlar elde etmiştir. Rusya; 2011’den itibaren ülkenin politik riski artış eğilimindedir. Hindistan; politik risk konusunda yıllar itibariyle dalgalanmalar yaşasa da ülke politik risk noktasında dengeli bir seyir izlediği söylenebilir. Çin; politik riski artan bir ülke konumundadır. Genel olarak BRIC ülkeleri ve Türkiye dünya politik skor ortalamalarına göre iyi bir performans gösterememiş ayrıca bu ülkelerin yıllar itibariyle politik riskleri artma eğilimindedir.

Tablo 3.13 Türkiye’nin KDK Ülke Notu Sistemine Göre Seviye ve ICRG Yöntemine Göre Politik Risk Durumu

Türkiye	Politik Risk Skoru	Moody’s Kredi Notu	KDK Ülke Notu Sistemine Göre Seviye	ICRG Yöntemine Göre Politik Risk Durumu
2010	57.37	(Ba2)	Spekülatif	Yüksek Politik Risk
2011	57.04	(Ba2)	Spekülatif	Yüksek Politik Risk
2012	56.66	(Ba1)	Spekülatif	Yüksek Politik Risk
2013	55.67	(Baa3)	Yatırım Yapılabilir	Yüksek Politik Risk
2014	52.17	(Baa3)	Yatırım Yapılabilir	Yüksek Politik Risk
2015	52.34	(Baa3)	Yatırım Yapılabilir	Yüksek Politik Risk
2016	53.22	(Ba1)	Spekülatif	Yüksek Politik Risk
2017	52.59	(Ba1)	Spekülatif	Yüksek Politik Risk

Kaynak: Moody’s (2019). Ülke Kredi Notları [Online]. <https://www.moodys.com/credit-ratings/Turkey-Government-of-credit-rating-768337> [Erişim Tarihi: 11 Mayıs 2019]. PRS- Group. (2018). Bileşene Göre Politik Risk Skorları, [Online], <https://dataverse.scholarsportal.info/dataset.xhtml?persistentId=hdl:10864/10120> [Erişim Tarihi: 07 Mayıs 2019].

Tablo 3.13’te Türkiye’nin yıllar itibariyle politik risk skorları ve bu skorlara ait ICRG yöntemine göre politik risk durumunu; incelenen yıllara ait Moody’s kredi derecelendirme kuruluşunun ülkeye vermiş olduğu kredi notu ve KDK’nın ülke notu sistemine göre ülkelerin kredi notu seviyeleri gösterilmiştir. Bir ülkenin politik risk skoru 0-49,9 arasındaki değerlere sahip ise çok yüksek politik risklidir. Ülke 50-59,9 değerler

arasında politik risk skoruna sahipse yüksek politik risk, 60-60,9 değerine sahipse orta düzey politik risk, 70-70,9 skorları arasında değerlere sahipse düşük politik risk, 80 ve üzerinde değerler elde etmişse çok düşük politik risk durumunu ifade eder. Türkiye 2010-2017 yıllarına ait politik risk skorları 50-59,9 arasında değerlere sahip olup ICRG yöntemine göre yüksek politik riske sahip bir ülkedir. KDK ülke notu sistemine göre 2010-2012 ve 2016-2017 yıllarında Moody's Türkiye'yi spekülative ve yatırım yapılamaz olarak; 2013-2015 yıllarında ise yatırım yapılabilir seviye ve ortanın altı derece olarak kredilendirmiştir.

Tablo 3.14 Brezilya'nın KDK Ülke Notu Sistemine Göre Seviye ve ICRG Yöntemine Göre Politik Risk Durumu

Brezilya	Politik Risk Skoru	Moody's Kredi Notu	KDK Ülke Notu Sistemine Göre Seviye	ICRG Yöntemine Göre Politik Risk Durumu
2010	68.17	(Baa3)	Yatırım Yapılabilir	Orta Düzey Politik Risk
2011	67.54	(Baa2)	Yatırım Yapılabilir	Orta Düzey Politik Risk
2012	68.59	(Baa2)	Yatırım Yapılabilir	Orta Düzey Politik Risk
2013	67.01	(Baa2)	Yatırım Yapılabilir	Orta Düzey Politik Risk
2014	64.45	(Baa2)	Yatırım Yapılabilir	Orta Düzey Politik Risk
2015	61.71	(Baa3)	Yatırım Yapılabilir	Orta Düzey Politik Risk
2016	61.96	(Ba2)	Spekülative	Orta Düzey Politik Risk
2017	63.13	(Ba2)	Spekülative	Orta Düzey Politik Risk

Kaynak: Moody's (2019). Ülke Kredi Notları [Online]. <https://www.moodys.com/credit-ratings/Brazil-Government-of-credit-rating-114650> [Erişim Tarihi: 15 Mayıs 2019]. PRS- Group. (2018). Bileşene Göre Politik Risk Skorları, [Online], <https://dataverse.scholarsportal.info/dataset.xhtml?persistentId=hdl:10864/10120> [Erişim Tarihi: 07 Mayıs 2019].

Tablo 3.14'te Brezilya'nın 2010-2017 yıllarına ait politik risk skoru 60-69,9 arasındaki değerlere sahip olup ICRG yöntemine göre orta düzey politik riske sahip bir ülkedir. KDK ülke notu sistemine göre 2010-2015 yıllarında Moody's Brezilya'yı ortanın altı derece ve yatırım yapılabilir seviye olarak; 2016-2017 yıllarında ise spekülative derece ve yatırım yapılamaz seviye olarak kredilendirmiştir.

Tablo 3.15 Rusya'nın KDK Ülke Notu Sistemine Göre Seviye ve ICRG Yöntemine Göre Politik Risk Durumu

Rusya	Politik Risk Skoru	Moody's Kredi Notu	KDK Ülke Notu Sistemine Göre Seviye	ICRG Yöntemine Göre Politik Risk Durumu
2010	63.88	(Baa1)	Yatırım Yapılabilir	Orta Düzey Politik Risk

2011	63.96	(Baa1)	Yatırım Yapılabilir	Orta Düzey Politik Risk
2012	59.5	(Baa1)	Yatırım Yapılabilir	Yüksek Politik Risk
2013	58.04	(Baa1)	Yatırım Yapılabilir	Yüksek Politik Risk
2014	56.26	(Baa2)	Yatırım Yapılabilir	Yüksek Politik Risk
2015	55.75	(Ba1)	Spekülatif	Yüksek Politik Risk
2016	56.5	(Ba1)	Spekülatif	Yüksek Politik Risk
2017	57.13	(Ba1)	Spekülatif	Yüksek Politik Risk

Kaynak: Moody's (2019). Ülke Kredi Notları [Online]. <https://www.moodys.com/credit-ratings/Russia-Government-of-credit-rating-600018921>. [Erişim Tarihi: 16 Mayıs 2019]. PRS- Group. (2018). Bileşene Göre Politik Risk Skorları, [Online], [https://dataverse.scholarsportal.info/dataset.xhtml?persistentId= hdl:10864/10120](https://dataverse.scholarsportal.info/dataset.xhtml?persistentId=hdl:10864/10120) [Erişim Tarihi: 07 Mayıs 2019].

Tablo 3.15'te Rusya 2010-2011 yıllarına ait politik risk skorları 60-60,99 arasındaki değerlere sahip olup ICRG yöntemine göre orta düzey politik riske sahiptir. Ülke 2012-2017 yıllarına ait politik risk skorları ise 50-59,9 değerlerine ve ICRG yöntemine göre yüksek politik riske sahip bir ülkedir. KDK ülke notu sistemine göre 2010-2014 yıllarında Moody's, Rusya'yı ortanın altı derece ve yatırım yapılabilir olarak; 2015-2017 yıllarında ise ülkeyi spekülatif derece ve yatırım yapılamaz seviye olarak kredilendirmiştir.

Tablo 3.16 Hindistan'ın KDK Ülke Notu Sistemine Göre Seviye ve ICRG Yöntemine Göre Politik Risk Durumu

Hindistan	Politik Risk Skoru	Moody's Kredi Notu	KDK Ülke Notu Sistemine Göre Seviye	ICRG Yöntemine Göre Politik Risk Durumu
2010	62.05	(Baa3)	Yatırım Yapılabilir	Orta Düzey Politik Risk
2011	58.33	(Baa3)	Yatırım Yapılabilir	Yüksek Politik Risk
2012	57.62	(Baa3)	Yatırım Yapılabilir	Yüksek Politik Risk
2013	58.83	(Baa3)	Yatırım Yapılabilir	Yüksek Politik Risk
2014	60.46	(Baa3)	Yatırım Yapılabilir	Orta Düzey Politik Risk
2015	61.63	(Baa3)	Yatırım Yapılabilir	Orta Düzey Politik Risk
2016	62.88	(Baa3)	Yatırım Yapılabilir	Orta Düzey Politik Risk
2017	60.84	(Baa2)	Yatırım Yapılabilir	Orta Düzey Politik Risk

Kaynak: Moody's (2019). Ülke Kredi Notları [Online]. <https://www.moodys.com/credit-ratings/India-Government-of-credit-rating-401565>. [Erişim Tarihi: 13 Mayıs 2019]. PRS- Group. (2018). Bileşene Göre Politik Risk Skorları, [Online], <https://dataverse.scholarsportal.info/dataset.xhtml?persistentId=hdl:10864/10120> [Erişim Tarihi: 07 Mayıs 2019].

Tablo 3.16'da Hindistan 2010 yılında ve 2014-2017 yılları arasına ait politik risk skoru 60-60,9 değerlerine sahip olup ICRG yöntemine göre orta düzey politik riske sahiptir. Ülkenin 2011-2013 yılları arasına ait politik risk skorları ise 50-59,9 arasındaki

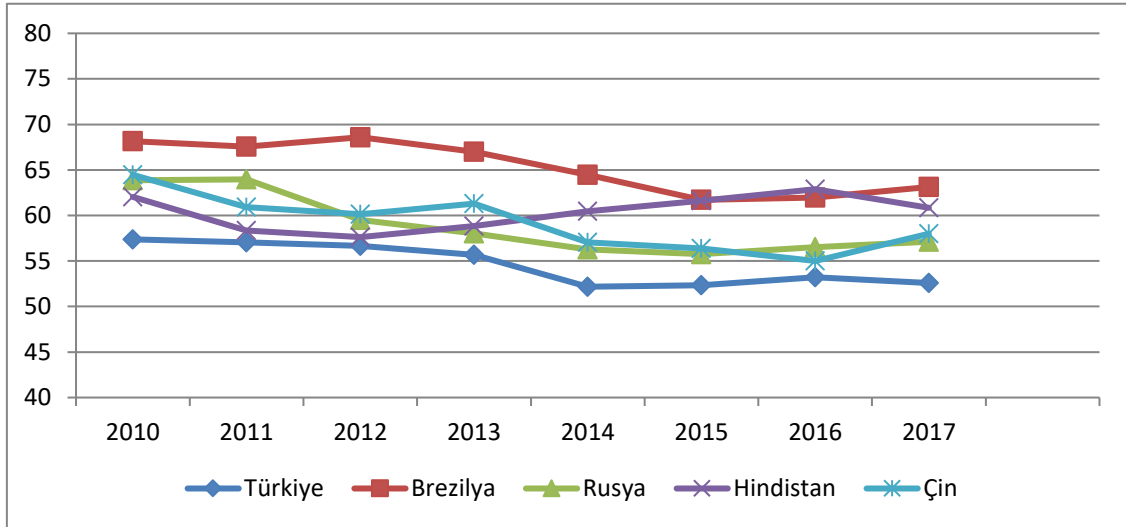
değerlere sahip olup ICRG yöntemine göre yüksek politik riskli bir ülkedir. KDK ülke notu sistemine göre 2010-2017 yıllarında Moody's Hindistan'ı ortanın altı derece ve yatırım yapılabilir seviye olarak kredilendirmiştir.

Tablo 3.17 Çin'in KDK Ülke Notu Sistemine Göre Seviye ve ICRG Yöntemine Göre Politik Risk Durumu

Çin	Politik Risk Skoru	Moody's Kredi Notu	KDK Ülke Notu Sistemine Göre Seviye	ICRG Yöntemine Göre Politik Risk Durumu
2010	64.46	(Aa3)	Yatırım Yapılabilir	Orta Düzey Politik Risk
2011	60.92	(Aa3)	Yatırım Yapılabilir	Orta Düzey Politik Risk
2012	60.12	(Aa3)	Yatırım Yapılabilir	Orta Düzey Politik Risk
2013	61.29	(Aa3)	Yatırım Yapılabilir	Orta Düzey Politik Risk
2014	57.05	(Aa3)	Yatırım Yapılabilir	Yüksek Politik Risk
2015	56.38	(Aa3)	Yatırım Yapılabilir	Yüksek Politik Risk
2016	55	(Aa3)	Yatırım Yapılabilir	Yüksek Politik Risk
2017	58	(A1)	Yatırım Yapılabilir	Yüksek Politik Risk

Kaynak: Moody's (2019). Ülke Kredi Notları [Online]. <https://www.moodys.com/credit-ratings/China-Government-of-credit-rating-599085> [Erişim Tarihi: 14 Mayıs 2019]. PRS- Group. (2018). Bileşene Göre Politik Risk Skorları, [Online], <https://dataverse.scholarsportal.info/dataset.xhtml?persistentId=hdl:10864/10120> [Erişim Tarihi: 07 Mayıs 2019].

Tablo 3.17'de Çin 2010-2013 yıllarına arasına ait politik risk skoru 60-60,9 değerlerine sahip olup ICRG yöntemine göre orta düzey politik riske sahiptir. Ülkenin 2014-2017 yılları arasına ait politik risk skorları düşüş göstermiş ve 50-59,9 arasındaki değerlere sahiptir. Çin, ICRG yöntemine göre yüksek politik riskli bir ülkedir. KDK ülke notu sistemine göre 2010-2017 yıllarında Moody's Çin'i yüksek kredi derecesine sahip ve yatırım yapılabilir seviye olarak kredilendirmiştir.



Grafik 3.6 Türkiye ve BRIC Ülkelerinin Politik Risk Skorları

Kaynak: PRS- ICRG (2018). Politik Risk Bileşenleri [online]. Erişim Bilgisi, <https://dataverse.scholarsportal.info/dataset.xhtml?persistentId=hdl:10864/10120>. [Erişim Tarihi: 11 Mayıs 2019].

Grafik 3.2’de Ülkelerin 2010-2017 yıllarına ait politik risk eğilimleri ve ülkelerin risk skorlarında yaşanan kırılmalar incelenmektedir. Türkiye incelenen yıllarda politik açıdan ülkeler arasında en yüksek riske sahiptir. Türkiye, Brezilya, Çin ve Rusya politik riskleri 2013 yılından sonra artma eğiliminde ve özellikle 2014 yılında bu ülkeler politik risk açısından sert kırılmalar yaşamıştır. Hindistan ise politik riski yıllar itibariye azalma göstermiştir. Diğer ülkelerde 2014 yılında yaşanan kırılmalar Hindistan’da yaşanmamış ve ülkenin konjektörden etkilenmediği görülmektedir. Genel olarak Hindistan dışında karşılaştırılan ülkelerin politik riski artma eğilimindedir.

3.3.2 Ülkelerin Ekonomik Göstergeler Açısından Değerlendirilmesi

Gelir seviyesi, ekonomik çeşitlilik ve büyüme gibi faktörler değerlendirmeye tabi tutularak ülkelerin ekonomik risk skorları ortaya konulmaktadır. Derecelendirme kuruluşları, ülkelere kredi notu verirken en önemli ekonomik değişkenleri kullanırlar. Bu değişkenlerin; kamu sektörünün verimliliği, fon çeşitliliği, gelir dağılımında adalet, ekonomik zenginlik, finans piyasalarının yapısı, ekonomik faaliyetlerinin çeşitliliği, gelişmişlik düzeyi, işgücü piyasasının işleyişi, esnekliği ve kredi olanakları sayılabilir

(Ovalı, 2014: s.66). Ekonomik risk değerlendirilmesinin genel amacı bir ülkenin mevcut ekonomik durumunun güçlü ve zayıf yönlerini değerlendirmenin bir yolunu sağlamaktır. Genel olarak bir ülkenin güçlü yönleri, zayıf yönlerinden daha ağır basarsa, düşük bir ekonomik risk ile karşı karşıya olacaktır. Aksi takdirde ise ülke risk seviyesi yüksek olacaktır. Bu güçlü ve zayıf yönleri değerlendirebilmek için önceden belirlenmiş bir faktör grubuna, ekonomik risk bileşenleri olarak adlandırılan risk puanları atanarak değerlendirilir (PRS Grup, 2018: s.7-8). Ülkeler arasında karşılaştırılabilirliği sağlamak için bileşenler, ulusal ekonomik yapı içindeki ölçülen veriler arasında kabul edilen oranlara dayanmaktadır. Verilerin kendileri değil, karşılaştırılan oranlardır. Her bir bileşene (orana) verilen puanlar sabit bir ölçekte alınır (PRS Grup, 2018: s.8).

Alt başlıklarda BRIC Ülkeleri ve Türkiye'nin ekonomi göstergeleri karşılaştırılacaktır. Faktörler karşılaştırılırken, ülke kredi notları ve göstergeler arasındaki tutarsızlıklar, ekonomik göstergelerin sonuç kısmında genel olarak değerlendirilecektir.

3.3.2.1 Ülkelerin, Kişi Başına Düşen Gayri Safi Geliri (KBDGSG)

Bir ülke büyümeden ziyade kalkınmanın öne çıktığı ekonomilerde KBDGSG artırmak gerekir. Gerekli olan sermaye birikimini sağlayarak, toplumun refah düzeyini ve yaşam standartlarını yükseltmek için mevcut sosyo-ekonomik yapının değişimi de kapsama alınmalıdır (Saraçoğlu, 1992: s.17). Ülkelerin refah seviyesi ve yaşam kalitesini değerlendirebilmek için sadece ülkelerin ekonomik büyüme rakamları yeterli değildir. Çünkü nüfusun artmasıyla beraber ekonomik büyüme söz konusu olabilmekteyken kişi başına düşen gelir azalabilir. KBDGSG artması ayrıca gelir dağılımında adaletin varlığı, refah seviyesi ve yaşam kalitesi ile de artabilmektedir.

Tablo 3.18 Ülkelerin 2010-2017 Yılları Arasına Ait Kişi Başına Düşen Oranlara Ait Skorlar

Ülkeler	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Türkiye	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	3.5	3
Brezilya	2.5	3	3	3	2.5	3	3	3
Rusya	3	2.5	3	3	3	3	3	3.5
Hindistan	0	0	0	0	0	0.5	1	1
Çin	1	1.5	1.5	1.5	1.5	2	3	3

BRIC Ortalaması	1.63	1.75	1.88	1.88	1.88	2.13	2.5	2.63
------------------------	------	------	------	------	------	------	-----	------

Kaynak: PRS-ICRG (2018). Kişi Başına Düşen GSYİH (2010-2015). Erişim Bilgisi: <https://epub.prsgroup.com/free-samples/>; IMF, (2019) GDP Per Capita (2016-2017), Erişim Bilgisi: <https://www.imf.org/external/datamapper/NGDPDPC@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD/TUR> [Erişim Tarihi: 17 Mayıs 2019].

Tablo 3.18’de BRIC ülkelerinin ve Türkiye’nin 2010-2017 yılları arasına ait PRS- ICRG yöntemine göre ülkelerin Kişi Başına Düşen GSYİH/ Dünya Ortalaması oranlarına karşılık gelen skorlar gösterilmiştir. PRS-ICRG yönteminde bu faktör yüzde 0-5 puan arasında değerler almakta ve ülkelerin yüzde oranları aldıkları puanları ortaya koymaktadır. Bir ülkenin Kişi Başına Düşen GSYİH/ Dünya Ortalaması oranlarının alabileceği maksimum puan 5 ve bu oranın alabileceği minimum puan ise 0’dır. Türkiye kişi başına düşen GSYİH bakımından, incelenen yıllar itibariyle dengeli bir seyir izlediği görülmektedir. Ülkenin aldığı faktör skorları da bu durumu doğrulamaktadır. Ülke BRIC ülkelerinin faktör ortalamasına göre daha iyi değerlere sahiptir. BRIC ülkelerinden Brezilya ve Rusya bu faktörde yıllar itibariyle sert dalgalanmalar yaşamamış ve istikrarlı bir seyir izlemiştir. Hindistan ise bu faktör açısından incelenen yıllarda kişi başına düşen geliri diğer incelenen ülkelere göre çok düşük kalmış ve bu durum faktör skorlarına yansımıştır. Hindistan’ın kişi başına düşen gelirinin ve faktör skorlarının düşük olması, nüfusunun çok kalabalık olmasından kaynaklandığı söylenebilir. Çin ise yıllar itibariyle vatandaşlarının kişi başı milli gelirlerini yukarı çekerek iyileştirdiği ve bu durumun da faktör skoruna olumlu yansıdığı görülmektedir.

3.3.2.2 Ülkelerin Reel Büyüme Oranları

Ekonomik büyüme genel ifadeyle dönemler itibariyle bir ekonominin hacminde yaşanan artışlara denir. Bir ülkedeki ekonomik büyüme artışını ortaya koyan göstergelerden biri de Gayri Safi Yurt İçi Hasıla’daki değişimdir (Özel, 2012: s.1). Ekonomik risk değerlendirmelerinde ülkelerin GSYİH’nın enflasyondan arındırılmış halini yani Reel GSYİH’nın değişimine ait skorlar ele alınacaktır.

Tablo 3.19 BRIC Ülkeleri ve Türkiye’nin 2010-2017 Büyüme Oranlarına Ait Skorlar

Ülkeler	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Türkiye	9.5	9.5	8	8.5	7.5	8	8.5	10
Brezilya	10	8.5	7	7.5	5.5	5.5	8.5	6.5

Rusya	9	9	8.5	7	5.5	1.5	5.5	7.5
Hindistan	10	10	9.5	9.5	9.5	10	10	10
Çin	10	10	10	10	10	10	10	10
BRIC Ortalaması	9.75	9.38	8.75	8.5	7.63	6.75	8.5	8.5

Kaynak: PRS-ICRG (2018). Real Annual GDP Growth (2010-2015). Erişim Bilgisi: <https://epub.prsgroup.com/free-samples/>; IMF, (2019) Enflasyon Oranları (2016-2017), Erişim Bilgisi: <https://www.imf.org/external/datamapper/PCPIPCH@WEO/OEMDC/> [Erişim Tarihi: 17 Mayıs 2019].

Tablo 3.9’ da BRIC ülkelerinin ve Türkiye’nin 2010-2017 yılları arasına ait PRS- ICRG yöntemine göre ülkelerin reel büyüme oranlarına karşılık gelen skorlar gösterilmiştir. PRS-ICRG yönteminde ülkelerin reel ekonomik büyüme faktörleri 0-10 puan arasında değerler almakta ve ülkelerin büyüme yüzdeleri, ülkelerin aldıkları puanları ortaya koymaktadır. Bir ülkenin reel büyüme oranının alabileceği değerinin maksimum 10 ve bu oranının alabileceği minimum değer ise 0’dır. Türkiye analiz edilen yıllar içinde güçlü bir büyüme gösterdiği, ülkenin aldığı faktör puanları bu durum desteklenmektedir. Ülkenin skorlarının tamamı incelendiğinde 2014 yılında bir düşüş yaşadığı fakat sonraki yıllarda toparlanma yaşandığı görülmektedir. Türkiye BRIC ülkeleri ortalamalarıyla karşılaştırıldığında bazı dönemlerde daha iyi bir büyüme gerçekleştirdiği sonuç olarak da bu ülkelerinin ortalamalarına göre paralel skorlar ortaya koyduğu söylenebilir.

BRIC ülkelerinden Brezilya ise kendi skorları açısından incelendiği zaman 2014-2015 yıllarında sert bir kırılma yaşadığı ve daha sonraki yıllarda bu faktörde bir toparlanma görülmektedir. Rusya 2012 yılından itibaren büyümede olumsuz bir gidişat söz konusu olmakla beraber 2015 yılında ise ülkenin kendi ortalamasının çok altında bir skor ve büyümeyle karşı karşıya kalmıştır. Rusya’nın bu tarihte yaşanan dip dalgasına ABD ve Amerika ambargosu ve petrol fiyatlarında yaşanan düşüşün neden olduğu söylenebilir. BRIC ülkelerinden Hindistan ve Çin ise bu faktörde en iyi performansı gösteren ülkeler olmuş ve bu durum ülkelerin ekonomik riskinin azalmasına katkı sunmuştur.

3.3.2.3 Ülkelerin Cari Hesap Dengesinin GSYİH’ ya Oranı

Bu kategoride BRIC ülkelerinin ve Türkiye’nin, cari hesap dengesinin GSYİH’ ya oranı incelenmektedir. Cari Denge/GSYİH oranı, ülkelerin döviz yaratabilme

kabiliyetini ortaya koymaktadır. Ayrıca ülke ekonomisinin döviz ihtiyacı ve rezervlerin sağladığı koruma da dikkate alınarak değerlendirmeye tabi tutulmaktadır. Kamu ve özel sektörün borç yükümlülüklerin tutarı ülkelerin kur ve faiz riskinin artmasına neden olmaktadır. (Ovalı, 2014: s.76). Bir ülkenin cari işlemler açığının ya da fazlasının GSYİH' ye oranı artıkça, ülke ekonomisinin dış dinamiklerden kaynaklı dalgalanmalardan daha çok etkilenen ve kırılgan bir ekonomik yapıya sahip olduğu gözlemlenmektedir. Cari Denge/GSYİH oranı açığının artması, o ülkeye olan inanç ve güveni sarsmış olacağından ülkenin dış kaynaklardan borçlanmasını zorlaştırmaktadır (Bildiginekonomi, 2018). Bir ülkedeki cari açık, yatırımcılar açısından farklı yorumlanmaktadır. Cari açığın nedeni, ülkenin alt yapı ve üretim kapasitesinin artırılması gibi yatırımlardan kaynaklıysa olumlu, cari açığın nedeninin tüketimden kaynaklıysa yatırımcılar açısından olumsuz karşılanmaktadır. Yatırıma bağlı cari açık gelecekte ülkelerin büyümesine ve cari açığın kapanmasına yardımcı olacakken, tüketimden kaynaklı cari açık ise ilerde daha fazla döviz ihtiyacı ve daha yüksek cari açık oluşturacak riskleri barındırdığından bu durum ülkelerin kur ve faiz riskini artıracaktır. Türkiye'nin cari açığının nedenleri genel olarak; tasarruf yetersizliği, ihracatın ithalata bağımlılığının artması, dış ticaret açığı, ülke enerji tüketiminin artan oranda dışa bağımlılığı gibi yapısal sebeplerle açıklanabilir (Kaya, 2016: s.1).

Tablo 3.20 Ülkelerin 2010-2017 Yıllarına Ait Cari Hesap Dengesinin GSYİH' ya Oranı Ait Skorlar

Ülkeler	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Türkiye	10	9.5	9	9.5	9	10	10.5	10
Brezilya	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10	11	11.5
Rusya	13.5	13.5	13.5	13	13	13	12.5	13
Hindistan	10.5	12	10.5	10	10.5	10	11.5	11
Çin	13	13	13	12.5	13	13	12.5	12.5
BRIC Ortalaması	11.88	12.25	11.88	11.5	11.75	11.5	11.88	12

Kaynak: PRS-ICRG (2018). Current Account/GDP (2010-2015). Erişim Bilgisi: <https://epub.prsgroup.com/free-samples/>; World Bank Data: Current Account/GDP (2016-2017) Erişim Bilgisi, <https://data.worldbank.org/indicator/>[Erişim Tarihi 19 Mayıs 2019].

Tablo 3.20' de BRIC ülkelerinin ve Türkiye'nin 2010-2017 yılları arasına ait PRS- ICRG yöntemine göre ülkelerin Cari Denge/GSYİH oranlarına karşılık gelen skorlar gösterilmiştir. PRS-ICRG yönteminde ülkelerin Cari Denge/GSYİH faktörleri 0-

15 puan arasında değerler almakta ve Cari Denge/GSYİH yüzdeleri, ülkelerin aldıkları puanları ortaya koymaktadır. Bir ülkenin Cari Denge/GSYİH oranının alabileceği değerinin maksimum skoru 15 ve bu faktörün alabileceği minimum skor ise 0'dır.

Türkiye analiz edilen yıllarda sürekli cari açık verdiği bu durumda ülkenin ekonomik riskini olumsuz etkilemektedir. Ülke BRIC ülkelerinin faktör ortalamalarına göre daha kötü bir performans göstermiştir. BRIC ülkelerinden Brezilya ve Hindistan incelenen yıllarda sürekli cari açık vermiş ülkelerdir. Çin ve Rusya da bazı dönemlerde cari fazla vererek ekonomik risk skorunu artıran ülkeler olmuşlardır (World Bank, 2019).

3.3.2.4 Ülkelerin Enflasyon Oranları

Kredi kuruluşları ülkelerin kredi notu değerlendirmelerinde merkez bankasının özerkliği ve bununla birlikte döviz kuru ve para politikasının uyumu ve para politikası araçlarının etkinliğini değerlendirmeye almaktadır. Ayrıca geçmiş dönemde yaşanan fiyat dalgalanmaları da kredi notlarını etkilemektedir. Bütçe açıklarının para basma yoluyla kapatılmaya çalışılması enflasyona neden olmaktadır. Bu durum ise hükümetlerin toplum desteğini kaybetmesine yol açabilmektedir. Hükümetler toplum desteğini kaybetmemek için bütçe açıklarını, daraltıcı politikalar uygulayarak çözmeye çalışır. Aksi takdirde hükümetlere güven azalır ve ekonomi ciddi problemlerle karşılaşır (Beers, Cavanaugh ve Ogawa, 2002: s.9). Daraltıcı ekonomik politikası ülke ekonomisinin büyümesini olumsuz yönde etkilememekle birlikte işsizliğin artması gibi diğer sorunları da beraberinde getirmektedir.

Türkiye'deki enflasyonun nedeni olarak Türk Lirası'nın yabancı paralar karşısında yaşadığı değer kayıpları neticesinde artan üretim maliyetlerinden ve gıda fiyatlarında yaşanan artışlardan kaynaklandığı söylenebilir (Eğilmez, 2017, s.1).

Tablo 3.21 BRIC Ülkeleri ve Türkiye'nin 2010-2017 Yıllarına Ait Yıllık Enflasyon Skorları

Ülkeler	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Türkiye	7.5	8	7	8	7.5	8	8	7

Brezilya	8.5	8	8.5	8	8	8	7.5	9
Rusya	8	7.5	8.5	8	8	6	8	9
Hindistan	7	7.5	7.5	7.5	7.5	8	8.5	9
Çin	9	8.5	9.5	9.5	9.5	10	10	10
BRIC Ortalaması	8.13	7.88	8.5	8.25	8.25	8	8.5	9.25

Kaynak: PRS-ICRG (2018). Inflation (2010-2015). Erişim Bilgisi: <https://epub.prsgroup.com/free-samples/>; IMF, (2019) Enflasyon Oranları (2016-2017), Erişim Bilgisi: <https://www.imf.org/external/datamapper/PCPIPCH@WEO/OEMDC/>[Erişim Tarihi: 17 Mayıs 2019].

Tablo 3.21’de BRIC ülkelerinin ve Türkiye’nin 2010-2017 yılları arasına ait PRS- ICRG yöntemine göre ülkelerin enflasyon oranlarına karşılık gelen skorlar gösterilmiştir. PRS-ICRG yönteminde ülkelerin enflasyon yüzdesi 0-10 puan arasında değerler almakta ve ülkelerin enflasyon yüzdeleri, ülkelerin aldıkları puanları ortaya koymaktadır. Bir ülkenin enflasyon oranının alabileceği maksimum puan 10 ve enflasyon oranının alabileceği minimum puan ise 0’dır. Türkiye’nin incelenen yıllarda ufak iniş çıkışlar yaşamış ve ülke enflasyon noktasında riskler barındırmaktadır. Özellikle 2017 yılında BRIC ülkelerinin enflasyon riskini azaltabildiği ve ülkelerin skor artışında paralellik gösterdiği bir yılda, Türkiye’nin enflasyon oranının artması ileriki dönemlerde yaşanabilecek enflasyon oranının artışının daha da şiddetlenebileceği sinyallerini vermektedir. Türkiye; BRIC ülkelerinin ortalamasına göre sadece 2011 yılında bu faktörde daha iyi performans göstermiştir.

Brezilya; enflasyon oranı olarak dengeli bir fiyat artışına sahip olduğu söylenebilir. Rusya; incelenen yıllar itibariye dengeli skorlara sahip olmakla beraber 2015 yılında yaşanan Avrupa ve Amerika ambargosu ve petrol fiyatlarında yaşanan düşüşler enflasyon alanında da kendini göstermiştir. Rusya daha sonraki yıllarda fiyat artışlarının hızı azalmış ve ülkenin enflasyonu toparlanma eğilimine girmiştir. Hindistan; yıllar itibariyle bu faktörde olumlu bir trend yakalamıştır. Çin ise; bu faktörde en başarılı olan ülke konumundadır. Ülkenin enflasyon oranları yıllar itibariyle azalan bir eğilime sahiptir.

3.3.2.5 Ülkelerin GSYİH'nın Yüzdesi Olarak Bütçe Dengesi

Bu faktör; kamu maliyesinin kaynaklarının verimli kullanımını ve performansını ölçme kriterlerinden biridir. Kamu borç stokunun artış veya azalış eğilimi hakkında fikir verir (Bumko, 2018). Ülkelerin bütçe açıkları ve bu açıkların nasıl karşılanacağı önemli bir sorundur. Bu açıklar ülke içinden karşılanması ekonominin daralmasına ayrıca faizlerin yükselmesine, yurt dışından karşılanırsa ilerde ortaya çıkacak döviz ihtiyacının artmasına sebep olmaktadır. Bütçe Dengesi/GSYİH faktör oranı Maastricht kriterlerine göre yüzde -3'e kadar ideal bir orandır.

Oranlara göre istisna yıllar hariç ülkelerin tamamının kamu gelirleri, kamu giderlerini karşılayamamış bununla birlikte bütçe açıkları vermişlerdir. Çin' in bütçe açığının nedenleri sosyal programlardan kaynaklı dolaylı giderleri artış gösterse bile bütçe açıkları içindeki payı azdır. Çin'in bütçe açıklarında daha çok demiryolları, karayolları ve bu gibi yatırımlar etkili olmaktadır (The Economist, 2016, s.1). Hindistan'ın bütçe açığının nedeni ise hükümetin iç talebi artırarak ekonomiyi canlandırma amaçlıdır. Talebi artıracak hamle olarak ülke vergi kesintisine gitmiştir (Kala & ,2014, s.1). Rusya'nın bütçe açığının nedenini petrol varil fiyatlarının düşmesi ayrıca batılı ülkelerin (Avrupa ve Amerika) yaptırımları neticesinde ülkenin gelirlerinin azalmasına ve ekonomisinin de küçülmesine neden olmuştur (Haberus, 2015, s.1). Brezilya'nın bütçe açığının nedenlerinden biri bütçenin faiz yüküdür ve diğer bir nedeni ise ülkede yaşanan siyasi kavgaların ülkenin yönetilmesini zorlaştırmaktadır (Gökçe, 2015, s.1). Türkiye'nin bütçe açığının nedeni ise kamu sektöründe yaşanan aşırı istihdam, verimliliğe uygun olmayan ücret artışları, yerel idarelere yapılan yardımlardaki artışlar, sosyal güvenlik kurumundaki dengesizlikler ve kamu bankalarında yaşanan savurganlıklar gibi nedenleri sıralayabiliriz (Dağ & Tüğen, 2018, s.222).

Tablo 3.22 BRIC Ülkeleri ve Türkiye'nin Bütçe Açıklarının GSYİH' ya Oranı

Ülkeler	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Türkiye	5.5	6.5	6.5	6.5	6.5	7	7	7
Brezilya	6.5	6	6.5	6	5	5.5	3	4
Rusya	5.5	7	7.5	7.5	8	6	6	7
Hindistan	5	5	5	5	5.5	7	6	6

Çin	9	6.5	6.5	6.5	6	6.5	6	6
BRIC Ortalaması	6.5	6.13	6.38	6.3	6.3	6.3	5.25	5.75

Kaynak: PRS-ICRG (2018). Budget Balance/GDP (2010-2015). Erişim Bilgisi: <https://epub.prsgroup.com/free-samples/>; Tradingeconomics, (2018). Bütçe Açıkları/GSYİH (2016-2017). Erişim Bilgisi: <https://tradingeconomics.com/countries> [Erişim Tarihi: 14 Mayıs 2019].

Tablo 3.22’de BRIC ülkelerinin ve Türkiye’nin 2010-2017 yılları arasına ait PRS- ICRG yöntemine göre ülkelerin Bütçe Dengesi/GSYİH oranlarına karşılık gelen skorlar gösterilmiştir. PRS-ICRG yönteminde ülkelerin Bütçe Dengesi/GSYİH yüzdesi 0-10 puan arasında değerler almakta ve ülkelerin Bütçe Dengesi/GSYİH yüzdesi ülkelerin aldıkları puanları ortaya koymaktadır. Bir ülkenin Bütçe Dengesi/GSYİH oranının alabileceği maksimum puan 10 ve bu faktörün alabileceği minimum puan ise 0’dır. Türkiye; bu faktörde 2010 yılından itibaren Maastricht kriterlerine göre iyi performans göstermiş fakat incelenen yıllarda ülkenin sürekli bütçe açıkları vermesi ekonomik riske neden olmuştur. Ülkenin BRIC ülkelerinin faktör ortalamalarına göre 2010 yılı hariç diğer yıllarda daha iyi performans gösterdiği söylenebilir.

BRIC ülkelerinden Brezilya; ise bütçe açıkları artma eğilimde bir ülke olarak görülmektedir. Bu durum ülkenin ekonomik risk skorunu olumsuz etkilemektedir. Rusya; 2010 ve 2015 yıllarında bütçe açıklarında belirgin bir artış olsa da bu faktörde dengeli bir süreç izlemiştir. Hindistan’ın bütçe açığı/ GSYİH yüzdesine ait skorlara bakıldığında iyi bir performansa sahip olmadığı fakat incelenen son üç yılda ülkenin bu faktörde bir toparlama görülmekle beraber ülke hala belirgin riskler taşımaktadır. Çin; 2010 yılında bütçe fazlası veren bir ülkeyken daha sonraki yıllarda sürekli bütçe açığı verdiği gözlemlenmektedir. Çin bu yıldan itibaren bu faktörde sert skor düşüşler yaşamıştır. Genel olarak BRIC ülkelerinin bu faktördeki ortalama skorlarında iyi bir performansa sahip olamamıştır. BRIC ülkeleri gelişmekte olan ülkeler kategorisinde olduklarından alt yapı yatırımları, teşvikler ve vergi indirimleri yapmak zorunda kalmaktadır. Bu durum ülke bütçelerini zorlamakta ve ülkelerin bütçe açıklarıyla baş başa kaldığını göstermektedir.

3.3.2.6 BRIC ve Türkiye'nin Ekonomik Risk Skoru

Ülkelerin ekonomik risk skorları, ekonomik risk faktörlerinin; KBG/DKBKG (Kişi Başına Gelir/ Dünya Kişi Başına Gelir Ortalaması), büyüme, Cari Denge/ GSYİH, enflasyon ve Bütçe Dengesi/GSYİH oranlarının, PRS-ICRG Yöntemine göre karşılık gelen puanların toplanması sonucu belirlenmektedir. Ekonomik risk skorları 0- 50 puan arasında değerler almaktadır.

Tablo 3.23 Ülkelerin 2010-2017 Yılları Arasına Ait Ekonomik Risk Skorları ve Moody's Kredi Notları

Ülkeler	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Türkiye	35 (Ba2)	36 (Ba2)	33 (Ba1)	35 (Baa3)	33 (Baa3)	35.5 (Baa3)	37.5 (Ba1)	37 (Ba1)
Brezilya	38 (Baa3)	36 (Baa2)	35.5 (Baa2)	35 (Baa2)	31.5 (Baa2)	32 (Baa3)	33 (Ba2)	34 (Ba2)
Rusya	39 (Baa1)	39.5 (Baa1)	41 (Baa1)	38.5 (Baa1)	37.5 (Baa2)	29.5 (Ba1)	35 (Ba1)	40 (Ba1)
Hindistan	32.5 (Baa3)	34.5 (Baa3)	32.5 (Baa3)	32 (Baa3)	33 (Baa3)	35.5 (Baa3)	37 (Baa3)	37 (Baa2)
Çin	42 (Aa3)	39.5 (Aa3)	40.5 (Aa3)	40 (Aa3)	40 (Aa3)	41.5 (Aa3)	41.5 (Aa3)	41.5 (A1)
BRIC Ort.	37.88	37.38	36.38	36.38	35.5	34.63	36.63	38.3

* Ülkelerin ekonomik risk skorlarında maksimum 0- 2.5 puanlık bir sapma olabilir.

Kaynak: PRS-ICRG. (2018). <https://epub.prsgroup.com/free-samples/> ; Tradingeconomics, (2018). <https://tradingeconomics.com/countries>; IMF, (2019). <https://www.imf.org/external/>; World Bank Data. (2019). <https://data.worldbank.org/indicator/> [Erişim Tarihi: 20 Mayıs 2019].

Tablo 3.23'te Uluslararası Ülke Risk Rehberinin (International Country Risk Guide) araştırmaları neticesinde BRIC ülkeleri ve Türkiye'nin 2010-2017 yılları arasında ait ekonomik risk skorları ile yıllara ait ekonomik risk skorların altında Moody's derecelendirme kuruluşunun ülkeler verdiği kredi notları parantez içinde gösterilmiştir. Ayrıca BRIC ülkelerinin finansal risk skoru ortalaması gösterilmiştir. Türkiye; ekonomik risk skoru açısından yıllar itibariyle dengeli bir tablo çizmiş ve sert kırılmalar yaşamamıştır. 2012 ve 2014 yıllarında ekonomik riski artış gösterse de takip eden yıllarda risk seviyesini düşürmüştür. Türkiye incelenen yıllarda BRIC ülkelerinin ortalama risk skorlarından daha düşük skorlara sahip olmakla beraber 2015-2016 yıllarında bu ortalamanın üstünde skorlar elde etmiştir.

Brezilya; ekonomik riski artan eğilime sahip bir ülkedir. Son yıllarda ülke ekonomik performansını artırsa da diğer BRIC ülkelerine göre başarısız olduğu

söylenbilir. Rusya; ekonomik risk faktöründe yıllar itibariyle dengeli seyir izlemiş fakat 2015 yılında ülke sert bir dalgalanmaya maruz kalmış, ülkenin ekonomik riski artmıştır. Hindistan ise; ekonomik risk skorunu artırarak, ülke ekonomik riskini azalttığı görülmektedir.

Çin; 2017 yılında bütçe açıkları ülke GSYİH'ya göre artış göstermiş, reel büyüme oranı düşmüş, enflasyonu oranı hafif yükselmesine rağmen işsizlik ve cari açığını azaltmıştır (IMF, 2016). Karşılaştırılan ülkeler arasında yıllar itibariyle en yüksek ekonomik skora ve en az ekonomik riskle karşı karşıya olan ülkedir. Çin'in ekonomik risk faktörü açısından tüm yıllarda başarılı bir performans gösterdiği söylenebilir.

Tablo 3.24 Türkiye'nin KDK Ülke Notu Sistemine Göre Seviye ve ICRG Yöntemine Göre Ekonomik Risk Durumu

Türkiye	Ekonomik Risk Skoru	Moody's Kredi Notu	KDK Ülke Notu Sistemine Göre Seviye	ICRG Yöntemine Göre Ekonomik Risk Durumu
2010	35	(Ba2)	Spekülatif	Düşük Ekonomik Risk
2011	36	(Ba2)	Spekülatif	Düşük Ekonomik Risk
2012	33	(Ba1)	Spekülatif	Orta Düzey Ekonomik Risk
2013	35	(Baa3)	Yatırım Yapılabilir	Düşük Ekonomik Risk
2014	33	(Baa3)	Yatırım Yapılabilir	Orta Düzey Ekonomik Risk
2015	35.5	(Baa3)	Yatırım Yapılabilir	Düşük Ekonomik Risk
2016	37.5	(Ba1)	Spekülatif	Düşük Ekonomik Risk
2017	37	(Ba1)	Spekülatif	Düşük Ekonomik Risk

Kaynak: Moody's (2019). Ülke Kredi Notları [Online]. <https://www.moodys.com/credit-ratings/China-Government-of-credit-rating-599085> [Erişim Tarihi: 14 Mayıs 2019]. PRS-ICRG. (2018). <https://epub.prsgroup.com/free-samples/> ; Tradingeconomics, (2018). <https://tradingeconomics.com/countries/>; IMF, (2019). <https://www.imf.org/external/>; World Bank Data. (2019). <https://data.worldbank.org/indicator/> [Erişim Tarihi: 20 Mayıs 2019].

Tablo 3.24'te Türkiye'nin yıllar itibariyle ekonomik risk skorları ve skorlara ait ICRG yöntemine göre ekonomik risk durumunu; incelenen yıllara ait Moody's KDK'nın ülke kredi notları ve KDK'nın ülke notu sistemine göre ülkelerin risk seviyeleri gösterilmiştir. Bir ülke ekonomik risk skoru 0-24,9 arasında değerlere sahipse çok yüksek ekonomik riski; 25-29,9 skoru yüksek ekonomik riski; 30-34,9 skoru orta düzey ekonomik riski; 35-39,9 skoru düşük ekonomik riski, 40 ve üzeri ise çok düşük ekonomik risk durumunu ifade eder. Türkiye 2012 ve 2014 yıllarında orta düzey ekonomik risk düzeyine sahipken diğer yıllara ait ekonomik risk skoru 35-39,99

arasındaki değerlere sahip ve ICRG yöntemine göre düşük ekonomik riskli bir ülkedir. KDK ülke notu sistemine göre 2010-2012 yıllarında Moody's Türkiye'yi spekülâtif ve yatırım yapılamaz olarak; 2013-2015 yıllarında ise yatırım yapılabilir seviye ve ortanın altı derece olarak; 2016-2017 yıllarında tekrardan Moody's Türkiye'yi spekülâtif ve yatırım yapılamaz olarak kredilendirmiştir.

Tablo 3.25 Brezilya'nın KDK Ülke Notu Sistemine Göre Seviye ve ICRG Yöntemine Göre Ekonomik Risk Durumu

Brezilya	Ekonomik Risk Skoru	Moody's Kredi Notu	KDK Ülke Notu Sistemine Göre Seviye	ICRG Yöntemine Göre Ekonomik Risk Durumu
2010	38	(Baa3)	Yatırım Yapılabilir	Düşük Ekonomik Risk
2011	36	(Baa2)	Yatırım Yapılabilir	Düşük Ekonomik Risk
2012	35.5	(Baa2)	Yatırım Yapılabilir	Düşük Ekonomik Risk
2013	35	(Baa2)	Yatırım Yapılabilir	Düşük Ekonomik Risk
2014	31.5	(Baa2)	Yatırım Yapılabilir	Orta Düzey Ekonomik Risk
2015	32	(Baa3)	Yatırım Yapılabilir	Orta Düzey Ekonomik Risk
2016	33	(Ba2)	Spekülâtif	Orta Düzey Ekonomik Risk
2017	34	(Ba2)	Spekülâtif	Orta Düzey Ekonomik Risk

Kaynak: Moody's (2019). Ülke Kredi Notları [Online]. <https://www.moodys.com/credit-ratings/China-Government-of-credit-rating-599085> [Erişim Tarihi: 14 Mayıs 2019]. PRS-ICRG. (2018). <https://epub.prsgroup.com/free-samples/>; Tradingeconomics, (2018). IMF, (2019). <https://www.imf.org/external/>, World Bank Data. (2019). <https://data.worldbank.org/indicator/> <https://tradingeconomics.com/countries/>; [Erişim Tarihi: 20 Mayıs 2019].

Tablo 3.25'te Brezilya 2010-2013, yıllarına ait ekonomik risk skoru 35-39,99 arasındaki değerlere sahip olup ICRG yöntemine göre düşük finansal riske ve 2014-2017 yıllarına ait ekonomik risk skorları 30-34,9 değerleri arasındaki skorlara sahip olup orta düzey finansal riske sahip bir ülkedir. KDK ülke notu sistemine göre 2010-2015 yıllarında Moody's Brezilya'yı ortanın altı derece ve yatırım yapılabilir olarak; 2016-2017 yıllarında ise spekülâtif derece ve yatırım yapılamaz seviye olarak kredilendirmiştir.

Tablo 3.26 Rusya'nın KDK Ülke Notu Sistemine Göre Seviye ve ICRG Yöntemine Göre Ekonomik Risk Durumu

Rusya	Ekonomik Risk Skoru	Moody's Kredi Notu	KDK Ülke Notu Sistemine Göre Seviye	ICRG Yöntemine Göre Ekonomik Politik Risk Durumu
2010	39	(Baa1)	Yatırım Yapılabilir	Düşük Ekonomik Risk
2011	39.5	(Baa1)	Yatırım Yapılabilir	Düşük Ekonomik Risk
2012	41	(Baa1)	Yatırım Yapılabilir	Çok Düşük Ekonomik Risk

2013	38.5	(Baa1)	Yatırım Yapılabilir	Düşük Ekonomik Risk
2014	37.5	(Baa2)	Yatırım Yapılabilir	Düşük Ekonomik Risk
2015	29.5	(Ba1)	Spekülatif	Yüksek Ekonomik Risk
2016	35	(Ba1)	Spekülatif	Düşük Ekonomik Risk
2017	40	(Ba1)	Spekülatif	Çok Düşük Ekonomik Risk

Kaynak: Moody's (2019). Ülke Kredi Notları [Online]. <https://www.moodys.com/credit-ratings/China-Government-of-credit-rating-599085> [Erişim Tarihi: 14 Mayıs 2019]. PRS-ICRG. (2018). <https://epub.prsgroup.com/free-samples/>; Tradingeconomics, (2018).; <https://tradingeconomics.com/countries> IMF, (2019). <https://www.imf.org/external/>; World Bank Data. (2019). <https://data.worldbank.org/indicator/> [Erişim Tarihi: 20 Mayıs 2019].

Tablo 3.26'da Rusya 2012 ve 2017 yıllarına ait ekonomik risk skorları 40-50 arasındaki değerlere sahip olup ICRG yöntemine göre çok düşük ekonomik riske sahiptir. Ülke 2015 yılında ekonomik risk skoru ise çok sert bir düşüş yaşamış ve ICRG yöntemine göre yüksek finansal riske sahip olarak değerlendirilmiştir. Ülke diğer yıllarda ise düşük ekonomik riskli bir ülke olarak görülmektedir. KDK ülke notu sistemine göre 2010-2014 yıllarında Moody's Rusya'yı ortanın altı derece ve yatırım yapılabilir olarak; 2015-2017 yıllarında ise ülkeyi spekülatif derece ve yatırım yapılamaz seviye olarak kredilendirmiştir.

Tablo 3.27 Hindistan'ın KDK Ülke Notu Sistemine Göre Seviye ve ICRG Yöntemine Göre Ekonomik Risk Durumu

Hindistan	Ekonomik Risk Skoru	Moody's Kredi Notu	KDK Ülke Notu Sistemine Göre Seviye	ICRG Yöntemine Göre Ekonomik Risk Durumu
2010	32.5	(Baa3)	Yatırım Yapılabilir	Orta Düzey Ekonomik Risk
2011	34.5	(Baa3)	Yatırım Yapılabilir	Orta Düzey Ekonomik Risk
2012	32.5	(Baa3)	Yatırım Yapılabilir	Orta Düzey Ekonomik Risk
2013	32	(Baa3)	Yatırım Yapılabilir	Orta Düzey Ekonomik Risk
2014	33	(Baa3)	Yatırım Yapılabilir	Orta Düzey Ekonomik Risk
2015	35.5	(Baa3)	Yatırım Yapılabilir	Düşük Ekonomik Risk
2016	37	(Baa3)	Yatırım Yapılabilir	Düşük Ekonomik Risk
2017	37	(Baa2)	Yatırım Yapılabilir	Düşük Ekonomik Risk

Kaynak: Moody's (2019). Ülke Kredi Notları [Online]. <https://www.moodys.com/credit-ratings/China-Government-of-credit-rating-599085> [Erişim Tarihi: 14 Mayıs 2019]. PRS-ICRG. (2018). <https://epub.prsgroup.com/free-samples/> ; Tradingeconomics, (2018). <https://tradingeconomics.com/countries>; IMF, (2019). <https://www.imf.org/external/>; World Bank Data. (2019). <https://data.worldbank.org/indicator/> [Erişim Tarihi: 20 Mayıs 2019].

Tablo 3.27'de Hindistan 2010-2014 yılları arasına ait ekonomik risk skoru 30-34,99 değerleri arasındaki skorlara sahip olup ICRG yöntemine göre orta düzey

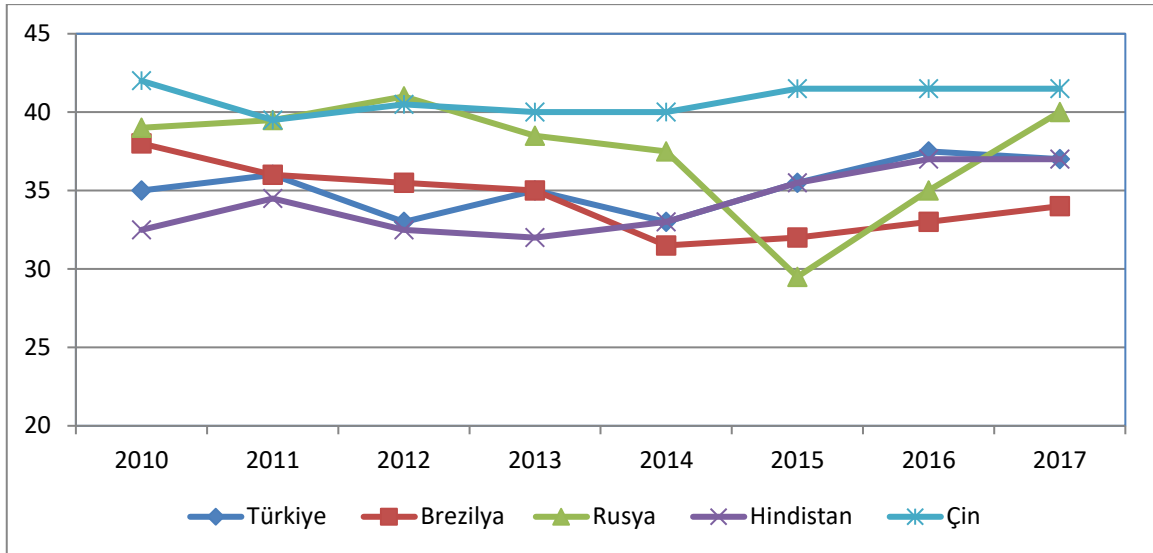
ekonomik riske sahiptir. İncelenen diğer yıllarda ülke ICRG yöntemine göre düşük ekonomik riskli bir ülkedir. KDK ülke notu sistemine göre 2010-2017 yıllarında Moody's Hindistan'ı ortanın altı derece ve yatırım yapılabilir seviye olarak kredilendirmiştir.

Tablo 3.28 Çin'in KDK Ülke Notu Sistemine Göre Seviye ve ICRG Yöntemine Göre Ekonomik Risk Durumu

Çin	Ekonomik Risk Skoru	Moody's Kredi Notu	KDK Ülke Notu Sistemine Göre Seviye	ICRG Yöntemine Göre Ekonomik Risk Durumu
2010	42	(Aa3)	Yatırım Yapılabilir	Çok Düşük Ekonomik Risk
2011	39.5	(Aa3)	Yatırım Yapılabilir	Düşük Ekonomik Risk
2012	40.5	(Aa3)	Yatırım Yapılabilir	Çok Düşük Ekonomik Risk
2013	40	(Aa3)	Yatırım Yapılabilir	Çok Düşük Ekonomik Risk
2014	40	(Aa3)	Yatırım Yapılabilir	Çok Düşük Ekonomik Risk
2015	41.5	(Aa3)	Yatırım Yapılabilir	Çok Düşük Ekonomik Risk
2016	41.5	(Aa3)	Yatırım Yapılabilir	Çok Düşük Ekonomik Risk
2017	41.5	(A1)	Yatırım Yapılabilir	Çok Düşük Ekonomik Risk

Kaynak: Moody's (2019). Ülke Kredi Notları [Online]. <https://www.moodys.com/credit-ratings/China-Government-of-credit-rating-599085> [Erişim Tarihi: 14 Mayıs 2019]. PRS-ICRG. (2018). <https://epub.prsgroup.com/free-samples/> ; Tradingeconomics, (2018). <https://tradingeconomics.com/countries>; IMF, (2019). <https://www.imf.org/external/>; World Bank Data. (2019). <https://data.worldbank.org/indicator/> [Erişim Tarihi: 20 Mayıs 2019].

Tablo 3.28'de Çin 2011 yılında düşük riskli bir ülke olarak değerlendirilen ülke diğer yılların tamamında ekonomik risk skoru 40-50 arasındaki değerlere sahip olup ICRG yöntemine göre düşük ekonomik riskli bir ülkedir. KDK ülke notu sistemine göre 2010-2017 yıllarında Moody's Çin'i yüksek kredi derecesi ve yatırım yapılabilir seviye olarak kredilendirmiştir.



Grafik 3.7 Türkiye ve BRIC Ülkelerinin Ekonomik Risk Skorları

Kaynak: PRS-ICRG. (2018). <https://epub.prsgroup.com/free-samples/> ; Tradingeconomics, (2018). <https://tradingeconomics.com/countries/>; IMF, (2019). <https://www.imf.org/external/>; World Bank Data. (2019). <https://data.worldbank.org/indicator/> [Erişim Tarihi: 20 Mayıs 2019].

Grafik 3.3' te Ülkelerin 2010-2017 yıllarına ait ekonomik risk eğilimleri ve ülkelerin risk skorlarında yaşanan kırılmalar incelenmektedir. Türkiye 2014 yılına kadar ekonomik risk açısından bir dengesizlik yaşamış daha sonraki yıllarda ise ekonomik riskte olumlu bir istikrar yakalamıştır. BRIC ülkelerinden Brezilya'da 2014 yılına kadar ekonomik riski artarken, sonraki yıllarda ise ekonomik risk skoru tekrardan toparlanmaya başlamıştır. Rusya' da ekonomik skorlarında dengeli bir seyir izlemiş ve skorlara göre çok düşük ekonomik riskli bir ülkeyken 2015'te yaşanan kırılmayla yüksek ekonomik riskli ülke konumuna gelmiştir. Ülke 2017 yılında tekrardan toparlanarak çok düşük riskli bir ülke konumuna gelmiştir. BRIC ülkelerinden Çin ekonomik istikrarını korumuş incelenen yıllarda herhangi bir sert kırılma yaşamamıştır.

3.3.3 Ülkeleri Finansal Göstergeler Açısından Değerlendirme

Finans piyasalarının değişken ve karmaşık yapısı ve bununla birlikte artan işlem çeşitliliği son yıllarda bu piyasalarda birçok risk ve belirsizliğin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bu nedenlerin ilki finans piyasalarının küreselleşmesidir. Bütün dünyada var olan kısıtlamaların ortadan kalkmasıyla piyasalar geniş bir alana yayılma imkânı bulmuştur. Bu durum ayrıca ülke piyasalarında yaşanan bir olumsuzluğun yansımalarını başka piyasalarında hissetmesine neden olmaktadır. Dünya piyasalarında artan

değişkenlik ortamı, piyasa fiyatlarının dalgalanması yani piyasadaki değişiklik finansal riskin ana kaynaklarından birini oluşturur (Erçel, 1999, s.1-2).

Finansal göstergeler açısından değerlendirmenin temel amacı, bir ülkenin borcunu ödeyebilme kabiliyetini değerlendirmenin bir yolunu ortaya koyabilmektir. Bir ülkenin resmi, ticari ve ticari borç yükümlülüklerini finanse etme kabiliyetini ölçebilecek bir sistem gereklidir. Finansal risk bileşenleri olarak adlandırılan ve önceden belirlenmiş bir risk faktör grubuna risk puanları atamasıyla yapılmaktadır. Her bir bileşenin alacağı minimum puan 0, maksimum puan 50 ve bileşenin genel finansal risk değerlendirmesinde verilen sabit ağırlığa bağlıdır. Toplam risk puanı ne kadar düşükse risk o kadar yüksek, toplam risk puanı ne kadar yüksek ise riskte o kadar düşüktür. Ülkeleri birbirleriyle karşılaştırabilmek için finansal yapı içindeki ölçülebilen veriler arasında kabul edilen oranlara dayanmaktadır. Verilerin kendileri değil, karşılaştırılan oranlardır. Her bir bileşene ait risk puanları sabit bir ölçekte alınır (PRS Grup, 2018, s. 12).

3.3.3.1 Ülkelerin GSYİH'nın Yüzdesi Olarak Toplam Dış Borç Oranı

Dış borç /GSYİH faktörü; ülkelerin dış borçluluk seviyesini ve yurtdışından borçlanma kapasitesini ölçmede kullanılmaktadır (Karagöl, 2010, s.21). Bu oran ülkelerin dış borçlarını ödemedeki güçlük çekip çekmeyeceğini, dış şoklara karşı ne kadar direnç gösterebileceği hakkında bilgi sağlar.

Tablo 3.29 Ülkelerin 2010-2017 Yıllarına Ait Toplam Dış Borç/GSYİH oranına Ait Aldıkları Puanlar

Ülkeler	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Türkiye	6	6.25	6.25	6	5.5	5.83	5	5
Brezilya	8.5	8.67	8.54	8.50	8.50	8.08	6.17	6.21
Rusya	6.25	6.75	7	7	6.63	6.25	5.63	6.21
Hindistan	8.21	8.29	8.5	8.5	8.5	8.46	8.08	8.17
Çin	9.5	9.5	9.5	9.5	9.46	9.5	8.75	9
BRIC Ortalaması	8.12	8.30	8.39	8.38	8.27	8.07	7.16	7.40
Dünya Ortalaması	6.30	6.20	6.19	6.11	6.04	6.02	5.75	5.63

Kaynak: PRS- Group. (2018). Bileşene Göre Finansal Risk Skorları, [Online], <https://dataverse.scholarsportal.info/dataset.xhtml?persistentId=hdl:10864/10120> [Erişim Tarihi: 07 Mayıs 2019].

Tablo 3.29’te BRIC ülkeleri ve Türkiye’nin 2010-2017 yıllarına ait Dış borç /GSYİH faktörüne ait PRS- ICRG yöntemine göre ülkelerin aldıkları puanlar gösterilmiştir. PRS-ICRG yönteminde ülkelerin Dış borç /GSYİH yüzdesi 0-10 puan arasında değerler almakta ve ülkelerin yüzde oranları aldıkları puanları ortaya koymaktadır. Bir ülkenin yüzde oranına göre maksimum 10 puan, minimum ise 0 puan almaktadır. Türkiye; GSYİH’nın dış borcu karşılama oranında 2012 yılından itibaren bir düşüş yaşamaya başlamış ve 2017 yılında da düşüş yaşandığı görülmektedir. Türkiye BRIC ülkelerinin ortalamasına göre GSYİH’nın dış borcu karşılama noktasında kötü bir performans göstermiştir. Ayrıca Türkiye 2012 yılına kadar bu faktörde dünya ortalamasının üstünde bir performans gösterse de 2012’den sonra, bu faktörde dünya ortalamasının altında skorlara sahip olmuştur. Brezilya; bu oranı 2014 yılına kadar istikrarlı sürdürse de 2016 yılında ülkenin GSYİH’nın dış borcu karşılama oranında sert düşüş yaşanmıştır.

Rusya; Türkiye’den sonra bu faktörde en kötü performansı gösteren ülke olmuştur. Hindistan; ise GSYİH’nın dış borcu karşılama oranı açısından analiz edilen yıllar itibariyle istikrarlı bir görüntü çizmiştir. Ülke 2016 yılında kendi geçmiş skoruna göre sıkıntı yaşamış olsa da 2017 yılında olumlu sinyaller vermiştir. Çin ise; GSYİH’nın dış borcu karşılama oranı açısından incelendiğinde en iyi performansa ve skora sahip ülke konumundadır. Çin analiz edilen yıllar içinde Dış borç /GSYİH faktörü açısından değerlendirildiğinde minimum bir finansal riske sahip ülkedir. BRIC ülkelerin ortalamaları bu faktörde, dünya ortalamasının üstünde bir skora sahip oldukları tablomuzda görülmektedir. Genel itibariyle Türkiye dış borçlara direnç gösterebilecek gücü azalmış, Brezilya bu faktör açısından incelediğimiz son iki dönemde sert bir düşüş yaşadığı ve Türkiye ile BRIC ülkelerinin bu faktörde yaşanan olumsuz gerilemenin yıl itibariyle aynı döneme denk geldiği söylenebilir.

3.3.3.2 Ülkelerin Toplam Mal ve Hizmet İhracatının Yüzdesi Olarak Dış Borç Servisi

Bu gösterge, bir ülkenin toplam mal ve hizmet ihracatının ne kadarlık kısmını dış borçlanmaya (borç servisine) ayırdığını ortaya koymaktadır. Bir ülkenin dış borç yükünün değerlendirmesinde, borçluluk düzeyinin ölçülmesinde ve değerlendirilmesinde kullanılan bir rasyodur. Bu rasyo ülkelerin uluslararası likidite

sorunlarını inceleme noktasında önemli bir değerlendirme aracıdır. Bu oranın küçülmesi, dış ödemeler gücünde bir artış söz konusuysa, bu oranın büyümesi ise dış ödemeler gücünde bir azalış söz konusudur. Kriterlere göre yüzde 18-30 oranı arasındaki değerler orta düzeyde borçlu bir ülke, yüzde 30 oranı üzerindeki değerler ise ülkenin çok borçlu kategorisinde olduğunu göstermektedir (Sarı, 2004, s. 10).

Tablo 3.30 Ülkelerin 2010-2017 Yılları Arasında Toplam Mal ve Hizmet İhracatının Yüzdesi Olarak Dış Borç Servisi Oranlarına Ait Skorlar

Ülkeler	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Türkiye	5.92	6.25	7.75	10	9.5	9.58	9.54	9.5
Brezilya	8.54	8	8	8.25	7.92	9.13	8.13	8
Rusya	10	10	10	10	10	10	10	10
Hindistan	9.71	9.79	10	10	10	10	10	10
Çin	10	10	10	10	10	10	10	10
BRIC Ortalaması	9.56	9.45	9.5	9.56	9.48	9.78	9.53	9.5
Dünya Ortalaması	9.02	9.01	9.1	9.23	9.25	9.4	9.5	9.5

Kaynak: PRS- Group. (2018). Bileşene Göre Finansal Risk Skorları, [Online], <https://dataverse.scholarsportal.info/dataset.xhtml?persistentId=hdl:10864/10120> [Erişim Tarihi: 08 Mayıs 2019].

Tablo 3.30’da BRIC ülkeleri ve Türkiye’nin Dış Borç Servisi/İhracat oranlarına karşılık ülkelerin PRS- ICRG yöntemine göre aldıkları puanlar gösterilmiştir. PRS- ICRG yönteminde ülkelerin Dış Borç Servisi/İhracat yüzdesi 0-10 puan arasında değerler almakta ve ülkelerin yüzde oranları aldıkları puanları ortaya koymaktadır. Bir ülkenin yüzde oranına göre maksimum 10 puan, minimum 0 puan almaktadır. Türkiye ihracatından dış borca ayırdığı karşılık oranı 2010 yılında yüksek bir seviyedeysen, 2013 yılında bu oranı en aza indirerek yüksek bir performans göstermiştir. İncelediğimiz 2013 sonrası yıllar için de bu faktör oranında biraz yükselme olsa da finansal risk açısından genel itibariyle ülke minimum riske sahiptir. Türkiye 2010, 2011 ve 2012 yıllarında BRIC ülke ortalamalarının ve dünya ortalamalarının çok altında bir skora sahipken 2013 ve sonrasında iyi bir sıçrama yapmıştır. Aynı zamanda dünya ortalamasını geçmiş ve BRIC ülkelerinin ortalama skorlarına da yakın değerlere sahip olmuştur. Brezilya bu faktörde analiz edilen yıllar itibariye diğer BRIC ülkelerinden tüm yıllarda daha kötü performans göstermiş ayrıca bu faktörde dünya ortalamasının

altında finansal skorlar elde etmiştir. Rusya, Hindistan ve Çin ise yüksek en yüksek skorlarla dünya ortalamasının üstünde değerlere sahip olmuşlardır.

3.3.3.3 Ülkelerin Toplam Mal ve Hizmet İhracatının Yüzdesi Olarak Cari Hesap

Bu oranın yüksek olması ülkelerin dış borç ödemelerinde güçlü bir pozisyonda olduklarını, bu oranın düşük olması ise dış borç ödemelerin zayıf bir pozisyonda olduklarını gösterir (Karagül, 2017, s.19). Türkiye'nin sürekli olarak, ithalatının büyüme oranlarının, ihracatın büyüme oranlarından daha hızlı büyümesi, doğrudan yabancı yatırımların azalması ayrıca Türk Lirasında yaşanan değer kayıplarından dolayı enerji maliyetlerinde yaşanan artış gibi nedenler ihracatın cari açığı karşılama oranını azaltmaktadır (Eğilmez, 2018: 1).

Tablo 3.31 Ülkelerin 2010-2017 Yıllarına Arasında Cari Hesaplarının İhracata Oranına Ait Skorlar

Ülkeler	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Türkiye	10.79	9.5	8.5	9	9.29	10.29	10.5	10.13
Brezilya	11.83	9.83	10	9.79	9.21	8.96	10.08	12.08
Rusya	13.50	13.88	13.63	13.25	13	13.13	13.33	13.46
Hindistan	11.63	11.58	10.5	10.33	10.83	10.67	11.54	11.83
Çin	13.5	13.46	13	13	13	13.25	13.25	13.33
BRIC Ortalaması	12.62	12.19	11.79	11.59	11.51	11.50	12.05	12.68
Dünya Ortalaması	11.32	11.54	11.58	11.49	11.35	11.31	11.13	11.22

Kaynak: PRS- Group. (2018). Bileşene Göre Finansal Risk Skorları, [Online], <https://dataverse.scholarsportal.info/dataset.xhtml?persistentId=hdl:10864/10120> [Erişim Tarihi: 09 Mayıs 2019].

Tablo 3.31'de BRIC ülkelerinin ve Türkiye'nin 2010-2017 yılları arasına ait PRS- ICRG yöntemine göre ülkelerin Cari Denge/İhracat oranlarına karşılık gelen skorlar gösterilmiştir. PRS-ICRG yönteminde ülkelerin Cari Denge/İhracat yüzdesi 0-15 puan arasında değerler almakta ve ülkelerin yüzde oranları aldıkları puanları ortaya koymaktadır. Bir ülkenin Cari Denge/İhracat yüzdesi oranının alabileceği değerinin maksimum skoru 15 ve Cari Denge/İhracat yüzdesinin alabileceği minimum puan 0'dır. İhracatının cari açığı kapatabilme yeteneğini ölçen faktör olan Cari Denge/İhracat

oranında Türkiye; analiz edilen yıllar içinde 2012 yılı dışında dengeli bir skora sahip olmasına rağmen 2010 yılında elde ettiği skora sahip olamamıştır. Türkiye analiz edilen yıllar içinde BRIC ülkelerinin ve dünya ülkelerinin ortalamalarının üstünde bir skora sahip olamamıştır. Ayrıca Türkiye'nin, BRIC ülke ortalamalarında yıllar itibariyle yaşanan skor düşüş ve artışlarında neredeyse bir paralellik söz konusudur. Brezilya' da Türkiye'ye göre iyi bir skora sahip olsa da diğer BRIC ülkelere göre bu faktörde daha kötü durumdadır. Hindistan; bu faktör açısından yıllar itibariyle dengeli sayılabilecek skorlara sahiptir. Hindistan diğer BRIC ülkesi Brezilya ile karşılaştırıldığında bu faktörde 2017 hariç her yıl daha iyi skorlara sahiptir. Rusya ve Çin ise finansal risk faktörlerinden olan Cari Denge/İhracat oranlarına ait risk skorlarında bir paralellik söz konusudur. Bunun yanında bu iki ülkenin skorları dünya ortalamasının üstünde değerlere sahiptir.

3.3.3.4 Ülkelerin Değişim Yüzdesi Olarak Döviz Kuru İstikrarı

Döviz kurları ülkeler arasındaki ticaret ve finansal akışı ayrıca Merkez Banka'larının para politikasını nasıl yürüttüğünü de etkilemektedir. Döviz kurunda yaşanan değişimler ülke ekonomilerinin gidişatını ve yönünü etkileyen önemli bir faktördür. Döviz kurundaki istikrar, ekonomik istikrara da katkı sunmaktadır (Hamilton, 2018: s.1).

Ulusal paralarda yaşanan değer kayıplarının genel nedeni olarak; 2008 yılında yaşanan finansal krizin ardından dört büyük merkez bankası olan Amerika Merkez Bankası (FED), İngiltere Merkez Bankası (BOE), Japonya Merkez Bankası (BOJ) ve Avrupa Merkez Bankası (ECB), niceliksel genişleme denilen parasal genişleme politikasını yürürlüğe sokmuşlardır. Merkez bankalarının para arzı artışları, faiz oranlarında bir düşüşe neden olmuştur (Eğilmez, 2017, s.1). 22 Mayıs 2013 tarihine gelindiğinde FED 'in parasal genişlemeyi sona erdireceğini yani tahvil alımını durduracağını açıklamış ve FED bilanço küçültmeye başlamıştır (Eğilmez, 2013, s.1). Parasal genişlemenin başlamasıyla gelişmiş ekonomilerdeki faiz oranlarının düşmesi, yatırımcıları faiz oranları daha yüksek olan ülkelere yönlendirmiş ve bu durumda piyasasında döviz bollaşan gelişmekte olan ülkelerin para birimleri değerlendirilmiştir. Daha sonra FED 'in parasal genişlemeyi durdurmasıyla, gelişmekte olan ülkelerin para kaynağı azalmaya başlamıştır. Ayrıca Fed' in faiz oranı aşama aşama artıracığını

açıklaması arz ettiği parayı tekrar toplayacağı anlamına gelmektedir. Bu durumda gelişmekte olan ülkelere yüksek faiz için giden sıcak paralar gelişmekte olan ülkeleri terk etmeye başlamıştır. Bu durumda ulusal para birimlerinin Amerikan Dolarına karşı değer kayıpları sürekli artmıştır. Bununla birlikte BRIC ülkelerinin ve Türkiye'nin ulusal para birimlerinde de değer kayıpları yaşanmıştır.

Türk Lirasının diğer para birimlerine göre negatif ayrışmasının nedenin yüksek enflasyon, Merkez Bankası döviz rezervlerinde azalma, cari açığın GSYH'ye oranının artması, Dış borçlar/GSYH oranının artması gibi faktörlerden kaynaklıdır (Eğilmez, 2017, s.1).

Tablo 3.32 Ülkelerin 2010- 2017 Yıllarına Ait Kur Değişim Yüzdesi Faktöründen Aldıkları Puanlar

Ülkeler	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Türkiye	9.88	8.42	9.13	9.21	8.04	6.21	8.71	7.13
Brezilya	9.63	9.63	7.63	8.79	8.79	4.46	8	9.75
Rusya	9.75	9.92	9.5	9.83	7.17	3.67	7.88	9.54
Hindistan	10	9.5	8.13	8.71	9.38	9.63	9.67	10
Çin	10	10	10	10	10	9.96	9.46	9.83
BRIC Ortalaması	9.85	9.76	8.82	9.33	8.84	6.93	8.75	9.78
Dünya Ortalaması	9.42	9.72	9.37	9.64	9.35	8.09	9.16	9.59

Kaynak: PRS- Group. (2018). Bileşene Göre Finansal Risk Skorları, [Online], <https://dataverse.scholarsportal.info/dataset.xhtml?persistentId=hdl:10864/10120> [Erişim Tarihi: 09 Mayıs 2019].

Tablo 3.32'de BRIC ülkelerinin ve Türkiye'nin 2010-2017 yılları arasına ait PRS- ICRG yöntemine göre ülkelerin kur değişimi oranlarına karşılık gelen skorlar gösterilmiştir. PRS-ICRG yönteminde ülkelerin kur değişim yüzdesi 0-10 puan arasında değerler almakta ve ülkelerin yüzde oranları aldıkları puanları ortaya koymaktadır. Bir ülkenin kur değişimi oranlarının alabileceği maksimum 10 puan ve bu oranın alabileceği minimum puan ise 0'dır. Türkiye incelenen yıllarda ulusal para biriminin dolar karşısında istikrarlı bir seyir izlemediği özellikle 2015 yılında sert bir dalgalanma yaşadığı görülmektedir. Türkiye sadece 2010 yılında döviz istikrarı açısından dünya ortalamasının üstünde bir skor alabilmiş fakat incelenen yıllar itibariyle BRIC

ülkelerine ait ortalamalarının üstünde bir skora sahip olamamıştır. Brezilya ve Rusya 2015 yılında sert bir döviz istikrarsızlığıyla yaşamıştır. 2015 yılı Türkiye, Brezilya, Rusya ve dünya ülkeleri için döviz de yaşanan dalgalanmalar açısından zor geçtiği söylenebilir. Hindistan için 2012 yılında döviz istikrarını bozan bir dalgalanma olmuş olsa da çok sert dalgalanmalar olmamıştır. Çin ise döviz kuru istikrarı bakımından başarılı olduğu ve bu faktörde finansal risk oluşturmadağı görülmektedir.

3.3.3.5 Ülkelerin İthalatın Yapıldığı Aylar Bazında Net Uluslararası Likidite

Karşılaştırmalı likidite risk oranı ülkelerin yapmış olduğu ithalatın kaç ay boyunca resmi rezervler ile karşılanabileceğini ortaya koymaktadır (Kırankabeş, 2016, s.14). Ülkelerin dış borç yükümlülüğüne girmeden, cari açığa neden olmadan ithalat yapabilme kabiliyetini göstermektedir.

Tablo 3.33 İthalatın Yapıldığı Aylar Bazında Ülkelerin 2010-2017 Yıllarına Ait Net Uluslararası Likidite Oranına Ait Faktör Puanları

Ülkeler	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Türkiye	1.7	2.25	2.25	2	2.5	2.58	3.46	3.50
Brezilya	4.63	5	5	4.79	4.96	5	5	5
Rusya	5	5	5	5	5	4.58	4.88	5
Hindistan	5	4.42	3.71	3.5	3.5	3.5	3.71	4
Çin	5	5	5	5	5	5	5	5
BRIC Ortalaması	4.91	4.86	4.68	4.57	4.62	4.52	4.65	4.75
Dünya Ortalaması	2.45	2.58	2.58	2.48	2.47	2.39	2.35	2.37

Kaynak: PRS- Group. (2018). Bileşene Göre Finansal Risk Skorları, [Online], <https://dataverse.scholarsportal.info/dataset.xhtml?persistentId=hdl:10864/10120> [Erişim Tarihi: 09 Mayıs 2019].

Tablo 3.33'te BRIC ülkelerinin ve Türkiye'nin 2010-2017 yılları arasına ait PRS- ICRG yöntemine göre ülkelerin Net Uluslararası Resmi Rezerv/ İthalat/12 oranlarına karşılık gelen skorlar gösterilmiştir. PRS-ICRG yönteminde ülkelerin rezervlerinin ithalatı aylık bazda karşılama yüzdesi 0-5 puan arasında değerler almakta ve ülkelerin yüzde oranları aldıkları puanları ortaya koymaktadır. Bir ülkenin Net Uluslararası Resmi Rezerv/ İthalat/12 oranlarının alabileceği maksimum puan 5 ve bu oranın alabileceği minimum puan 0'dır. Türkiye; ülkenin sahip olduğu rezervlerinin

ithalatını aylık bazda karşılama oranları açısından analiz edilen yıllar itibariyle incelendiği zaman 2010'dan 2012 ye kadar, trend yukarı doğru bir seyir izlemiş fakat BRIC ülkeleri ortalamalarına ve dünya ortalamalarına ulaşamamıştır. 2013 yılında bu faktörde ülkenin skoru hafif bir düşüş yaşamıştır. Bu tarihten itibaren ülkenin faktörleri ve skor oranları bakımından olumlu bir seyir izleyerek dünya ortalamasının üstünde değerlere ulaşmakla birlikte ülkenin yıllar itibariyle bütün oranları ve skorları BRIC ülkelerin ortalamasının altında değerler almıştır. Brezilya, Rusya ve Çin ise faktör bakımından finansal açıdan riskten uzak bir görüntü çizmiş ve istikrarlı tablo çizmişlerdir. BRIC ülkelerinde Hindistan ise; ülkenin rezervlerinin ithalatı aylık bazda karşılama oranları ve skorları açısından istikrarı sağlayamadığı görülmekle birlikte Türkiye'nin faktör skorlarının ve dünya faktör ortalamasının üstünde değerlere sahip olmuştur.

3.3.3.6 BRIC ve Türkiye'nin Finansal Risk Skoru

Ülkelerin finansal risk skorları, finansal risk faktörlerinin; Dış Borç /GSYİH, Cari Denge/ihracat, Dış Borç Servisi/İhracat, Kur Değişim, İthalat Bazlı Karşılama oranlarının, PRS-ICRG Yöntemine göre karşılık gelen puanların toplanması sonucu belirlenmektedir. Finansal risk skorları 0- 50 puan arasında değerler almaktadır. Bir ülkenin yüksek skora sahip olması o ülkenin risk düzeyinin düşük olduğunu, düşük risk skoruna sahipse o ülkenin risk düzeyinin yüksek olduğu anlamına gelmektedir.

Tablo 3.34 Ülkelerin 2010-2017 Yılları Arasına Ait Finansal Risk Skorları ve Moody's Kredi Notları

Ülkeler	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Türkiye	34.3 (Ba2)	32.67 (Ba2)	33.88 (Ba1)	36.21 (Baa3)	34.83 (Baa3)	34.49 (Baa3)	37.21 (Ba1)	35.26 (Ba1)
Brezilya	43.13 (Baa3)	41.13 (Baa2)	39.17 (Baa2)	40.12 (Baa2)	39.38 (Baa2)	35.63 (Baa3)	37.38 (Ba2)	41.04 (Ba2)
Rusya	44.5 (Baa1)	45.55 (Baa1)	45.13 (Baa1)	45.08 (Baa1)	41.8 (Baa2)	37.63 (Ba1)	41.72 (Ba1)	44.21 (Ba1)
Hindistan	44.55 (Baa3)	43.58 (Baa3)	40.84 (Baa3)	41.04 (Baa3)	42.21 (Baa3)	42.26 (Baa3)	43 (Baa3)	44 (Baa2)
Çin	48 (Aa3)	47.96 (Aa3)	47.5 (Aa3)	47.5 (Aa3)	47.46 (Aa3)	47.71 (Aa3)	46.46 (Aa3)	47.16 (A1)
BRIC Ortalaması	45.05	44.56	43.16	43.44	42.71	40.81	42.14	44.10
Dünya Ortalaması	38.31	39.05	38.82	38.95	38.46	37.21	37.89	38.22

Kaynak: Moody's (2019). Ülke Kredi Notları [Online]. <https://www.moody's.com/credit-ratings/> [Erişim Tarihi: 10 Mayıs 2019]. PRS- Group. (2018). Bileşene Göre Finansal Risk Skorları, [Online], <https://dataverse.scholarsportal.info/dataset.xhtml?persistentId=hdl:10864/10120> [Erişim Tarihi: 08 Mayıs 2019].

Tablo 3.34'te Uluslararası Ülke Risk Rehberinin (International Country Risk Guide) araştırmaları neticesinde BRIC ülkeleri ve Türkiye'nin 2010-2017 yılları arasında ait finansal risk skorları ile yıllara ait finansal skorların altında Moody's derecelendirme kuruluşunun kredi notları da parantez içinde gösterilmiştir. Ayrıca BRIC ülkelerinin finansal risk skoru ortalaması ve 139 ülkeyi kapsayan dünya finansal risk skorları ortalamaları gösterilmiştir. Türkiye; finansal risk skoru açısından yıllar itibariye inişli çıkışlı bir seyir izlese de sert bir kırılma yaşamadığı görülmektedir. Ayrıca ülke finansal risk skorları olarak, BRIC ve dünya ülkeleri finansal risk skoru ortalamalarından altında skorlara sahip olup finansal açısından BRIC ülkelerine göre daha riskli durumdadır.

BRIC ülkelerinden Brezilya ise; finansal riski artan bir eğilimine sahip olup, 2015'te de ülke finansal risk açısından sert bir kırılma yaşadığı görülmüş, bu kırılmadan sonra sonraki yıllarda ülkenin finansal riski azalmaya başlamıştır. Brezilya; 2015-2016 yıllarında dünya finansal risk ortalamasına göre daha kötü skorlara ve daha yüksek finansal riske sahipken incelenen diğer yıllarda ise dünya ortalamasının üstünde skorlara sahip olmuştur. Rusya; yıllar itibariyle düşük finansal riske ve istikrarlı finansal skora sahip bir ülkedir. Ülke 2015 yılında finansal riski artan bir kırılma yaşamıştır. Bununla birlikte ülke dünya ortalama finansal risk skoru açısından daha iyi değerlere sahiptir. Hindistan; incelenen yıllar itibariyle finansal riski düşük ve dünya ortalamasının üstünde skorlara sahip olmuş ve istikrarını bu faktörde korumuştur. Çin ise; Türkiye, diğer BRIC ülkelerinden ve dünya ortalamalarından tüm yıllarda daha iyi skorlar almış ve karşılaştırılan ülkeler içinde finansal riski en düşük ülke olmuştur.

Tablo 3. 35 Türkiye'nin KDK Ülke Notu Sistemine Göre Seviye ve ICRG Yöntemine Göre Finansal Risk Durumu

Türkiye	Finansal Risk Skoru	Moody's Kredi Notu	KDK Ülke Notu Sistemine Göre Seviye	ICRG Yöntemine Göre Finansal Risk Durumu
2010	34.3	(Ba2)	Spekülatif	Orta Düzey Finansal Risk
2011	32.67	(Ba2)	Spekülatif	Orta Düzey Finansal Risk
2012	33.88	(Ba1)	Spekülatif	Orta Düzey Finansal Risk
2013	36.21	(Baa3)	Yatırım Yapılabilir	Düşük Finansal Risk
2014	34.83	(Baa3)	Yatırım Yapılabilir	Orta Düzey Finansal Risk

2015	34.49	(Baa3)	Yatırım Yapılabilir	Orta Düzey Finansal Risk
2016	37.21	(Ba1)	Spekülatif	Düşük Finansal Risk
2017	35.26	(Ba1)	Spekülatif	Düşük Finansal Risk

Kaynak: Moody's (2019). Ülke Kredi Notları [Online]. <https://www.moodys.com/credit-ratings/Turkey-Government-of-credit-rating-768337> [Erişim Tarihi: 11 Mayıs 2019]. PRS- Group. (2018). Bileşene Göre Finansal Risk Skorları, [Online], <https://dataverse.scholarsportal.info/dataset.xhtml?persistentId=hdl:10864/10120> [Erişim Tarihi: 07 Mayıs 2019].

Tablo 3.35'te Türkiye'nin yıllar itibariyle finansal risk skorları ve skorlara ait ICRG yöntemine göre finansal risk durumunu; incelenen yıllara ait Moody's KDK'nın ülkelerin kredi notları ve KDK'nın ülke notu sistemine göre ülkelerin risk seviyeleri gösterilmiştir. Finansal risk skoru 0-24,9 arasında skorlara sahipse çok yüksek finansal riski; 25-25,9 skoru yüksek finansal riski; 30-34,9 skoru orta düzey finansal riski; 35-34,9 skoru düşük finansal riski, 40 ve üzeri ise çok düşük finansal risk durumunu ifade eder. Türkiye 2010-2015 yıllarına ait finansal risk skorları 30-34,9 değerleri arasındaki skorlara sahip olup ICRG yöntemine göre orta düzey finansal riske sahip, 2016-2017 yıllarında ise ülke 35-39,9 değerleri arasındaki skorlara sahip olup düşük finansal riskli bir ülkedir. KDK ülke notu sistemine göre 2010-2012 ve Moody's Türkiye'yi spekülatif ve yatırım yapılamaz olarak; 2013-2015 yıllarında ise yatırım yapılabilir seviye ve ortanın altı derece olarak; 2016-2017 yıllarında Moody's Türkiye'yi spekülatif ve yatırım yapılamaz olarak kredilendirmiştir.

Tablo 3. 36 Brezilya'nın KDK Ülke Notu Sistemine Göre Seviye ve ICRG Yöntemine Göre Finansal Risk Durumu

Brezilya	Finansal Risk Skoru	Moody's Kredi Notu	KDK Ülke Notu Sistemine Göre Seviye	ICRG Yöntemine Göre Finansal Risk Durumu
2010	43.13	(Baa3)	Yatırım Yapılabilir	Çok Düşük Finansal Risk
2011	41.13	(Baa2)	Yatırım Yapılabilir	Çok Düşük Finansal Risk
2012	39.17	(Baa2)	Yatırım Yapılabilir	Düşük Finansal Risk
2013	40.12	(Baa2)	Yatırım Yapılabilir	Çok Düşük Finansal Risk
2014	39.38	(Baa2)	Yatırım Yapılabilir	Düşük Finansal Risk
2015	35.63	(Baa3)	Yatırım Yapılabilir	Düşük Finansal Risk
2016	37.21	(Ba2)	Spekülatif	Düşük Finansal Risk
2017	41.04	(Ba2)	Spekülatif	Çok Düşük Finansal Risk

Kaynak: Moody's (2019). Ülke Kredi Notları [Online]. <https://www.moodys.com/credit-ratings/Brazil-Government-of-credit-rating-114650> [Erişim Tarihi: 15 Mayıs 2019]. PRS- Group. (2018). Bileşene Göre Finansal Risk Skorları, [Online], <https://dataverse.scholarsportal.info/dataset.xhtml?persistentId=hdl:10864/10120> [Erişim Tarihi: 07 Mayıs 2019].

Tablo 3.36’da Brezilya’nın 2010-2011, 2013 ve 2017 yıllarına ait finansal risk skoru 40-50 arasındaki değerlere sahip olup ICRG yöntemine göre çok düşük finansal riske ve 2012, 2014-2016 yıllarına ait finansal risk skorları 35-39,9 değerleri arasındaki skorlara sahip olup düşük finansal riske sahip bir ülkedir. KDK ülke notu sistemine göre 2010-2015 yıllarında Moody’s Brezilya’yı ortanın altı derece ve yatırım yapılabilir seviye olarak; 2016-2017 yıllarında ise spekülâtif derece ve yatırım yapılamaz seviye olarak kredilendirmiştir.

Tablo 3.37 Rusya’nın KDK Ülke Notu Sistemine Göre Seviye ve ICRG Yöntemine Göre Finansal Risk Durumu

Rusya	Finansal Risk Skoru	Moody’s Kredi Notu	KDK Ülke Notu Sistemine Göre Seviye	ICRG Yöntemine Göre Finansal Politik Risk Durumu
2010	44.5	(Baa1)	Yatırım Yapılabilir	Çok Düşük Finansal Risk
2011	45.55	(Baa1)	Yatırım Yapılabilir	Çok Düşük Finansal Risk
2012	45.13	(Baa1)	Yatırım Yapılabilir	Çok Düşük Finansal Risk
2013	45.08	(Baa1)	Yatırım Yapılabilir	Çok Düşük Finansal Risk
2014	41.8	(Baa2)	Yatırım Yapılabilir	Çok Düşük Finansal Risk
2015	37.63	(Ba1)	Spekülâtif	Düşük Finansal Risk
2016	41.72	(Ba1)	Spekülâtif	Çok Düşük Finansal Risk
2017	44.21	(Ba1)	Spekülâtif	Çok Düşük Finansal Risk

Kaynak: Moody’s (2019). Ülke Kredi Notları [Online]. <https://www.moodys.com/credit-ratings/Russia-Government-of-credit-rating-600018921>. [Erişim Tarihi: 16 Mayıs 2019]. PRS- Group. (2018). Bileşene Göre Finansal Risk Skorları, [Online], <https://dataverse.scholarsportal.info/dataset.xhtml?persistentId=hdl:10864/10120> [Erişim Tarihi: 07 Mayıs 2019].

Tablo 3.37’de Rusya’nın 2010-2014 ve 2016-2017 yıllarına ait finansal risk skorları 40-50 arasındaki değerlere sahip olup ICRG yöntemine göre çok düşük finansal riske sahiptir. Ülke 2015 yılında finansal risk skoru ise 37.63 değerine sahip ve ICRG yöntemine göre düşük finansal riske sahip bir ülkedir. KDK ülke notu sistemine göre 2010-2014 yıllarında Moody’s Rusya’yı ortanın altı derece ve yatırım yapılabilir olarak; 2015-2017 yıllarında ise ülkeyi spekülâtif derece ve yatırım yapılamaz seviye olarak kredilendirmiştir.

Tablo 3.38 Hindistan’ın KDK Ülke Notu Sistemine Göre Seviye ve ICRG Yöntemine Göre Finansal Politik Risk Durumu

Hindistan	Finansal Risk Skoru	Moody’s Kredi Notu	KDK Ülke Notu Sistemine Göre Seviye	ICRG Yöntemine Göre Finansal Risk Durumu
-----------	---------------------	--------------------	-------------------------------------	--

2010	44.55	(Baa3)	Yatırım Yapılabilir	Çok Düşük Finansal Risk
2011	43.58	(Baa3)	Yatırım Yapılabilir	Çok Düşük Finansal Risk
2012	40.84	(Baa3)	Yatırım Yapılabilir	Çok Düşük Finansal Risk
2013	41.04	(Baa3)	Yatırım Yapılabilir	Çok Düşük Finansal Risk
2014	42.21	(Baa3)	Yatırım Yapılabilir	Çok Düşük Finansal Risk
2015	42.26	(Baa3)	Yatırım Yapılabilir	Çok Düşük Finansal Risk
2016	43	(Baa3)	Yatırım Yapılabilir	Çok Düşük Finansal Risk
2017	44	(Baa2)	Yatırım Yapılabilir	Çok Düşük Finansal Risk

Kaynak: Moody's (2019). Ülke Kredi Notları [Online]. <https://www.moodys.com/credit-ratings/India-Government-of-credit-rating-401565>, [Erişim Tarihi: 13 Mayıs 2019]. PRS- Group. (2018). Bileşene Göre Finansal Risk Skorları, [Online], <https://dataverse.scholarsportal.info/dataset.xhtml?persistentId=hdl:10864/10120> [Erişim Tarihi: 07 Mayıs 2019].

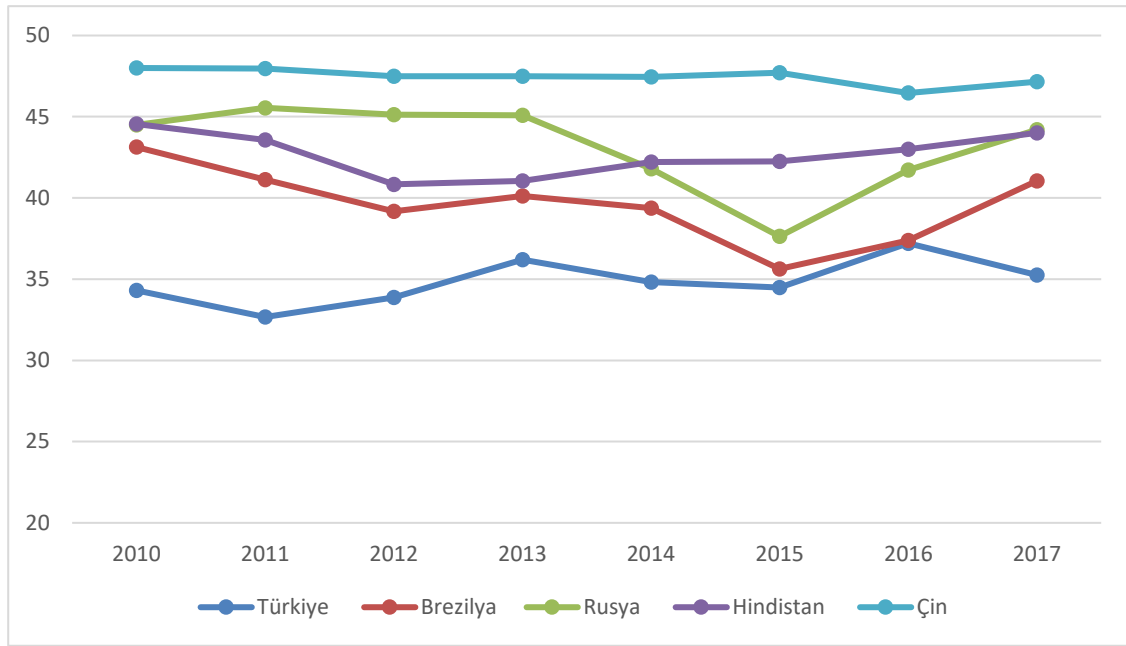
Tablo 3.38 Hindistan'ın 2010-2017 yılları arasına ait finansal risk skoru 40-50 değerleri arasındaki skorlara sahip olup ICRG yöntemine göre çok düşük finansal riskli ülke kategorisindedir. KDK ülke notu sistemine göre 2010-2017 yıllarında Moody's Hindistan'ı ortanın altı derece ve yatırım yapılabilir seviye olarak kredilendirmiştir.

Tablo 3.39 Çin'in KDK Ülke Notu Sistemine Göre Seviye ve ICRG Yöntemine Göre Finansal Risk Durumu

Çin	Finansal Risk Skoru	Moody's Kredi Notu	KDK Ülke Notu Sistemine Göre Seviye	ICRG Yöntemine Göre Finansal Risk Durumu
2010	48	(Aa3)	Yatırım Yapılabilir	Çok Düşük Finansal Risk
2011	47.96	(Aa3)	Yatırım Yapılabilir	Çok Düşük Finansal Risk
2012	47.5	(Aa3)	Yatırım Yapılabilir	Çok Düşük Finansal Risk
2013	47.5	(Aa3)	Yatırım Yapılabilir	Çok Düşük Finansal Risk
2014	47.46	(Aa3)	Yatırım Yapılabilir	Çok Düşük Finansal Risk
2015	47.71	(Aa3)	Yatırım Yapılabilir	Çok Düşük Finansal Risk
2016	46.46	(Aa3)	Yatırım Yapılabilir	Çok Düşük Finansal Risk
2017	47.16	(A1)	Yatırım Yapılabilir	Çok Düşük Finansal Risk

Kaynak: Moody's (2019). Ülke Kredi Notları [Online]. <https://www.moodys.com/credit-ratings/China-Government-of-credit-rating-599085> [Erişim Tarihi: 14 Mayıs 2019]. PRS- Group. (2018). Bileşene Göre Finansal Risk Skorları, [Online], <https://dataverse.scholarsportal.info/dataset.xhtml?persistentId=hdl:10864/10120> [Erişim Tarihi: 07 Mayıs 2019].

Tablo 3.39'da Çin'in 2010-2017 yılları arasına ait finansal risk skoru 40-50 değerleri arasındaki skorlara sahip olup ICRG yöntemine göre çok düşük finansal riske sahip bir ülkedir. KDK ülke notu sistemine göre 2010-2017 yıllarında Moody's, Çin'i yüksek kredi derecesi ve yatırım yapılabilir seviye olarak kredilendirmiştir.



Grafik 3.4 Türkiye ve BRIC Ülkelerinin 2010-2017 Yıllarına Ait Finansal Risk Skorları

Kaynak: PRS- Group. (2018). Bileşene Göre Finansal Risk Skorları, [Online], <https://dataverse.scholarsportal.info/dataset.xhtml?persistentId=hdl:10864/10120> [Erişim Tarihi: 07 Mayıs 2019].

Grafik 3.4'te ülkelerin 2010-2017 yıllarına ait finansal risk eğilimleri ve ülkelerin risk skorlarında yaşanan kırılmalar incelenmektedir. Türkiye, Rusya ve Brezilya 2015 yılında bir kırılma yaşamıştır. Hindistan ve Çin bu kırılmadan etkilenmemiştir. BRIC ülkeleri finansal riskleri azalma eğilimine sahipken Türkiye'nin finansal riski artış göstermiştir. Hindistan ve Çin karşılaştırılan ülkelere göre düşük riske ve daha istikrarlı bir finansal yapıya sahip ülkeler olarak görülmektedir. Türkiye, Rusya ve Brezilya finansal açıdan kırılgan bir yapıya sahiptir.

3.3.4 Ülkelerin Birleşik Ülke Riski Skorlar (Karma Skorlar)

BRIC ülkeleri ve Türkiye'nin 2010-2017 yıllarına ait birleşik ülke risk skorlarını bulabilmek için her ülkenin her yıla ait politik, ekonomik ve finansal skorları toplamı aşağıdaki formüle göre işleme tabi tutularak ülkelerin birleşik ülke risk skorları ortaya konulmaktadır. Daha sonra bu ülkelerin her bir yılına ait bileşik risk skorundaki değişimler ile Moody' KDK'nın o ülkelere vermiş olduğu kredi değişimleri karşılaştırılıp değerlendirilmektedir.

CPFER (X ülkesi) = 0,5(PR+ER+FR). Bu formüldeki kısaltmalar aşağıda açıklanmıştır.

- CPER = Birleşik Ülke Riski Değeri
- PR= Politik Risk Değeri
- ER= Ekonomik Risk Değeri
- FR= Finansal Risk Değeridir.

BRIC ve Türkiye'nin birleşik risk skorunu ortaya koymak için bu ülkelerin daha önce ayrı ayrı bulunan politik risk skoru, ekonomik risk skoru ve finansal risk skoru toplanarak ikiye bölünecek ve bulunan sonuç ülkelerin bileşik risk skorunu verecektir. Bulunan risk skorlarının anlamı ülkeler için şöyledir: bir ülke 0-49.9 arasında değerlere sahipse çok yüksek riskli, 50-59.9 aralığında ise yüksek riskli, 60-69.9 aralığında ise orta düzeyde riskli, 70-79,9 aralığında ise düşük riskli, 80 ve üzeri skorlara sahip ise çok düşük risklidir. Bu bölümde Moody's 'in 2010-2017 yıllarına ait ülke kredi notları ve ICRG yöntemine göre aynı tarih aralığında ülkelerin bileşik risk skorları değerlendirilecektir.

Tablo 3.40 Türkiye'nin Birleşik Risk Skorları ve Moody's Kredi Notları

Türkiye	Moody's	CPFER *	FR	PR	ER	Bileşik Skor Farkı
2010	Ba2 (Pozitif)	63.34	34.3	57.37	35	0
2011	Ba2 (Pozitif)	62.86	32.67	57.04	36	-0,48
2012	Ba1 (Pozitif)	61.77	33.88	56.66	33	-1,09
2013	Baa3 (Durağan)	63.44	36.21	55.67	35	+1,67
2014	Baa3 (Negatif)	60	34.83	52.17	33	-3,44
2015	Baa3 (Negatif)	61.17	34.49	52.34	35.5	+1,17
2016	Ba1 (Durağan)	63.97	37.21	53.22	37.5	+2,8
2017	Ba1(Durağan)	62.43	35.26	52.59	37	-1,54

* CPER 0-0,65 puanlık bir sapma olabilir.

Kaynak: Moody's (2019). Ülke Kredi Notları [Online]. <https://www.moodys.com/credit-ratings/> [Erişim Tarihi: 10 Mayıs 2019]. PRS- Group. (2018). Bileşene Göre Finansal Risk Skorları, [Online], <https://dataverse.scholarsportal.info/dataset.xhtml?persistentId=hdl:10864/10120> [Erişim Tarihi: 08 Mayıs 2019].

Tablo 3.40' ta Moody's, Türkiye'yi 2010 yılında Ba2 kredi notuyla pozitif izlemeye almış, ülkeyi yatırım yapılamaz ve spekülâtif olarak değerlendirmiş ayrıca Türkiye'nin kredi notu bir kademe yükseltildiğinde yatırım yapılabilir seviyeye gelebilecektir. Ülkenin 2010 yılında bileşik risk skoru orta risk düzeyinde olmasına rağmen hala yüksek risk düzeyini rahat aşamadığı görülmektedir. Ayrıca aynı yılda Moody's ülke notunu spekülâtif görse de pozitif izlemeye almıştır. 2011-2012 yılında ülkenin bileşik risk skorunda iki dönem üst üste düşüş yaşanmıştır. Moody's 'in ülkeyi pozitif izlemeye aldığı 2012 yılında ülkenin kredi notunu bir kademe düşürerek Ba1 olarak güncelleştirmiştir. 2013 yılında ülkenin bileşik risk skorunda yaşanan olumlu gelişmelere bakıldığında, Moody's bu dönemde ülke kredi notunu iki kademe artırıp Baa3 kredi notuna yükseltmiş ve durağan olarak izlemeye almıştır. Bu durumda ülke uzun yıllardan sonra Moody's tarafından yatırım yapılabilir seviyede kredi notuna sahip olmuştur. 2014 yılında ülkenin bileşik risk skorunda gerileme yaşanmış, Moody's bu tarihte ülke kredi notunu sabit tutmuş ve ülkeyi durağan izlemiden negatif izlemeye almıştır. 2015 yılında ülkenin bileşik risk skorunda yaşanan ufak olumlu gelişmeler Moody's şirketinin kredi notunda bir değişikliğe gitmesini etkilememiş, şirketin kredi izlenimini de değiştirmemiştir. Ülkenin 2016 yılında bileşik risk skorunda yaşanan olumlu duruma rağmen, Moody's ülkenin kredi notunu bir kademe düşürmüş ve durağan izlemeye almıştır. Bu durumda ülke tekrardan yatırım yapılamaz kredi notuna sahip olmuştur. 2017 yılında yaşanan bileşik risk skoru düşüşüne rağmen ülkenin kredi notunu ve izlenimini Moody's derecelendirme kuruluşu değiştirmemiştir.

Genel olarak Türkiye, ICRG yöntemine göre hesaplanan bileşik risk skorlarında, incelenen yıllar itibariyle 60-64 değerleri arasında gidip gelmiş, bu skorlarda çok büyük değişimler yaşamamıştır. Ülke ICRG yöntemine göre orta riskli bir ülke profili çizerken yüksek risk kategorisine girme ihtimalini sürekli korumuştur. Moody ise incelenen yıllar itibariyle ülkenin kredi notunu sürekli üç kademe içerisinde derecelendirmiştir. Moody's ve PRS Group olan iki bağımsız şirketin yaptığı değerlendirmelerde kendilerine ait hesaplama yöntemlerinden kaynaklı ufak farklar dışında belirgin bir fark bulunmamaktadır.

Tablo 3.41 Brezilya'nın Birleşik Risk Skorları ve Moody's Kredi Notları

Brezilya	Moody's	CPFER*	FR	PR	ER	Bileşik Skor Farkı
2010	Baa3 (Pozitif)	74.65	43.13	68.17	38	-

2011	Baa2(Pozitif)	72.34	41.13	67.54	36	-2,31
2012	Baa2 (Pozitif)	71.63	39.17	68.59	35.5	-0,71
2013	Baa2 (Durağan)	71.07	40.12	67.01	35	-0,56
2014	Baa2(Negatif)	67.67	39.38	64.45	31.5	-3,4
2015	Baa3(Negatif)	64.67	35.63	61.71	32	-3
2016	Ba2 (Negatif)	66.17	37.38	61.96	33	+1,5
2017	Ba2 (Negatif)	69.09	41.04	63.13	34	+2.92

* CPMER 0-0,65 puanlık bir sapma olabilir.

Kaynak: Moody's (2019). Ülke Kredi Notları [Online]. <https://www.moody's.com/credit-ratings/> [Erişim Tarihi: 10 Mayıs 2019]. PRS- Group. (2018). Bileşene Göre Finansal Risk Skorları, [Online], <https://dataverse.scholarsportal.info/dataset.xhtml?persistentId=hdl:10864/10120> [Erişim Tarihi: 08 Mayıs 2019].

Tablo 3.41'de Moody's Brezilya'yı 2010 yılında Baa3 kredi notuyla pozitif izlemeye almış, ülkeyi yatırım yapılabilir ve ortanın altı derece olarak değerlendirmiştir. Ülke aynı yılda ICRG yöntemine göre bileşik risk skoru olarak düşük riskli bir ülke değerine sahip olmuştur. 2011 yılında ülkenin bileşik risk skorunda hafif düşüş yaşansa da Moody's ülkenin kredi notunu bir kademe yükseltmiştir. Ülke bileşik risk skorunda 2012 yılında yaşanan küçük bir puan kaybına karşılık Moody's ülke kredi notunda bir değişikliğe gitmemiştir. 2013 yılında ise ülkenin bileşik skorunda yaşanan ufak düşüşler Moody's'in ülkenin kredi notu izlemesini durağan olarak değiştirmiştir. 2014 yılında Brezilya'nın bileşik skorunda yaşanan sert düşüşle birlikte ICRG yöntemine göre orta düzeyde riskli bir ülke konumuna gelmiş ve Moody's Brezilya'nın kredi notu değiştirmezken, derecelendirme şirketi ülkeyi negatif izlemeye almıştır. 2015'te ülkenin bileşik risk skorunda yeniden düşüş yaşanmış, Moody's şirketi ülkenin kredi notunu bir kademe düşürmüş ve negatif izlemeye almıştır. 2016 yılında Moody's ülkenin kredi notunu bir kademe daha düşürerek yatırım yapılamaz ve spekülasyon seviyesi olarak değerlendirmiştir. Bu derecelendirmeyi Moody's KDK 2017 yılında da sürdürmüştür.

Genel olarak, incelenen yıllarda Brezilya'nın bileşik riski artma eğiliminde olan bir ülkedir. ICRG yöntemine göre incelenen yıllar itibariyle ülke düşük riskli bir ülkeden orta riskli bir ülke konumuna gelmiştir. Moody's ülkenin kredi notunu yıllar itibariyle yatırım yapılabilir seviyesinden yatırım yapılamaz seviyesine kadar çekmiştir. 2016- 2017 yılında ICRG yöntemine göre Brezilya orta derece riskli ülke durumunu sürdürmüştür. Bağımsız iki kuruluş olan Moody's ve PRS Group'un Brezilya için

yaptıkları değerlendirmelerin incelenen yıllar itibariyle olumsuz eğilimde olduğu söylenebilir.

Tablo 3.42 Rusya'nın Birleşik Risk Skorları ve Moody's Kredi Notları

Rusya	Moody's	CPFER*	FR	PR	ER	Bileşik Skor Farkı
2010	Baa1 (Durağan)	73.69	44.5	63.88	39	-
2011	Baa1(Durağan)	74.51	45.55	63.96	39.5	+0,82
2012	Baa1(Durağan)	72.82	45.13	59.5	41	-1,69
2013	Baa1(Durağan)	70.81	45.08	58.04	38.5	-2,01
2014	Baa2(Negatif)	67.78	41.8	56.26	37.5	-3,03
2015	Ba1(Negatif)	61.44	37.63	55.75	29.5	-6,34
2016	Ba1(Negatif)	66.61	41.72	56.5	35	+5,17
2017	Ba1 (Durağan)	70.67	44.21	57.13	40	+4,06

* CPER 0-0,65 puanlık bir sapma olabilir.

Kaynak: Moody's (2019). Ülke Kredi Notları [Online]. <https://www.moody's.com/credit-ratings/> [Erişim Tarihi: 10 Mayıs 2019]. PRS- Group. (2018). Bileşene Göre Finansal Risk Skorları, [Online], <https://dataverse.scholarsportal.info/dataset.xhtml?persistentId=hdl:10864/10120> [Erişim Tarihi: 08 Mayıs 2019].

Tablo 3.42'de Moody's Rusya'nın 2010 yılına ait kredi notunu Baa1 kredi notuyla durağan izlemeye almış, ülkeyi yatırım yapılabilir ve ortanın altı olarak derecelendirmiştir. ICRG yöntemine göre 2010 yılında, ülkenin bileşik risk skoru, düşük riskli bir ülke olarak değerlendirilmiştir. Ülke 2014 yılına kadar bileşik risk skorunda ufak iniş ve çıkışlara sahip olsa da Moody's tarafından herhangi bir kredi notu değişikliğine gitmemiştir. Rusya 2014 yılında bileşik risk skorunda yaşanan sert düşüşle birlikte Moody's 'te ülkenin kredi notunu bir kademe düşürmüş ve negatif izlemeye almıştır. Rusya 2015 yılında bileşik risk skoru yönünden çok set bir düşüş yaşamış bununla birlikte aynı yılda Moody's derecelendirme şirketi de ülke kredi notunu 2 kademe düşürmüş ve negatif izlemeye bırakmıştır. 2016 yılında ülkenin bileşik risk skoru iyi bir toparlanma gösterse de Moody's ülkenin kredi notunda bir değişikliğe gitmemiştir. 2017 yılında ise ülke bileşik risk skoru toparlanmayı sürdürmüş ve Moody's bu yılda ülkenin kredi notunda değişikliğe gitmemiş fakat negatif izlemeyi, durağan izlemeye çevirmiştir.

Genel anlamda ülkenin son yıllarında bileşik risk skorunda bir toparlanma gözükse de bileşik risk skorunda ciddi bir sarsıntı yaşadığı söylenebilir. Moody's

ülkenin yatırım yapılabilir seviyeden yatırım yapılamaz seviyeye çekmesi de iki şirketin ülkede yaşanan olumsuz eğilimin varlığını işaret etmektedir. Ayrıca Moody's kredi notu yükseltmede ve kredi notu indirimlerindeki gibi pek aceleci davranmamaktadır.

Tablo 3.43 Hindistan'ın Birleşik Risk Skorları ve Moody's Kredi Notları

Hindistan	Moody's	CPFER*	FR	PR	ER	Bileşik Skor Farkı
2010	Baa3 (Durağan)	69.55	44.55	62.05	32.5	-
2011	Baa3 (Durağan)	68.21	43.58	58.33	34.5	-1,34
2012	Baa3 (Durağan)	65.48	40.84	57.62	32.5	-2,73
2013	Baa3 (Durağan)	65.94	41.04	58.83	32	+0,46
2014	Baa3 (Durağan)	67.84	42.21	60.46	33	+1,9
2015	Baa3 (Pozitif)	69.70	42.26	61.63	35.5	+1,86
2016	Baa3 (Pozitif)	71.44	43	62.88	37	+1,74
2017	Baa2 (Durağan)	70.92	44	60.84	37	-0,52

* CPER 0-0,65 puanlık bir sapma olabilir.

Kaynak: Moody's (2019). Ülke Kredi Notları [Online]. <https://www.moody's.com/credit-ratings/> [Erişim Tarihi: 10 Mayıs 2019]. PRS- Group. (2018). Bileşene Göre Finansal Risk Skorları, [Online], <https://dataverse.scholarsportal.info/dataset.xhtml?persistentId=hdl:10864/10120> [Erişim Tarihi: 08 Mayıs 2019].

Tablo 3.43'te Moody's Hindistan 'ın 2010 yılında kredi notunu Baa3 kredi notuyla durağan olarak izlemeye almış, ülkeyi yatırım yapılabilir ve ortanın altı olarak derecelendirilmiştir. Ülke aynı yılda ICRG yöntemine göre bileşik risk skoru olarak düşük riskli bir ülke değerine sahip olmuştur. Ülkenin bileşik risk skorunda 2015 yılına kadar dalgalanmalar olsa da Moody's kredi notu ve izlemeye herhangi bir değişikliğe gitmemiştir. 2015'te politik risk skorunda olumlu bir artış yaşanmış, Moody's' derecelendirme kuruluşu da ülke kredi notunu durağandan, pozitif izlemeye almıştır. 2016 yılında ülkenin olumlu durumu devam etmiş lakin Moody's kredi notunda herhangi bir değişikliğe gitmemiştir. 2017 yılında ise Moody's ülkenin kredi notunu bir kademe artırmış ve kredi notunu durağan izlemeye almıştır. Aynı yılda ICRG yöntemine göre ülkenin bileşik risk durumu ise düşük riskli ülke konumundadır.

Genel olarak Moody's ülkeyi 2015 yılına kadar yatırım yapılabilir ve durağan olarak izlemeye almış ve bu dönemde ülke bileşik risk skorunda inişler ve çıkışlar söz konusu olmakla birlikte sert kırılmalar söz konusu değildir. 2015 ve sonra yıllarda bileşik risk skorunda yaşanan yukarı doğru ivme, Moody's derecelendirme kuruluşunun

kredi notuna da yansiyarak ülke izlenimini pozitiften durağana çekmiş, 2017 yılında ise şirket ülkenin kredi notunu bir kademe artırmış ve izleme durumunu pozitiften durağan olarak güncelleştirmiştir.

Tablo 3.44 Çin'in Birleşik Risk Skorları ve Moody's Kredi Notları

ÇİN	Moody's	CPFER*	FR	PR	ER	Bileşik Skor Farkı
2010	Aa3 (Pozitif)	77.23	48	64.46	42	-
2011	Aa3 (Pozitif)	74.19	47.96	60.92	39.5	-3,04
2012	Aa3 (Pozitif)	74.06	47.5	60.12	40.5	-0,13
2013	Aa3 (Durağan)	74.40	47.5	61.29	40	+0,34
2014	Aa3 (Durağan)	72.26	47.46	57.05	40	-2,14
2015	Aa3 (Durağan)	72.80	47.71	56.38	41.5	0,54
2016	Aa3 (Durağan)	71.48	46.46	55	41.5	-1,32
2017	A1 (Durağan)	73.33	47.16	58	41.5	+1,85

* CPMER 0-0,65 puanlık bir sapma olabilir.

Kaynak: Moody's (2019). Ülke Kredi Notları [Online]. <https://www.moody's.com/credit-ratings/> [Erişim Tarihi: 10 Mayıs 2019]. PRS- Group. (2018). Bileşene Göre Finansal Risk Skorları, [Online], <https://dataverse.scholarsportal.info/dataset.xhtml?persistentId=hdl:10864/10120> [Erişim Tarihi: 08 Mayıs 2019].

Tablo 3.44'te Moody's Çin'in 2010 yılına ait kredi notunu Aa3 kredi notuyla pozitif izlemeye almış, ülkeyi yatırım yapılabilir ve yüksek kredi olarak derecelendirmiştir. ICRG yöntemine göre 2010 yılında, ülkenin bileşik risk skoru, düşük riskli bir ülke olarak değerlendirilmiş ve bu durum incelenen yıllar itibariyle devam etmiştir. Moody's 2013 yılına kadar ülkenin kredi notunda herhangi bir değişikliğe gitmemiş bununla birlikte bileşik risk skorunda düşüşler yaşanmış lakin incelenen tarih itibariyle Çin, düşük riskli ülke profilini sürdürmüştür. 2013 yılında ülkenin bileşik risk skorunda ciddi bir toparlanma gözükmemiş ve 2016 yılına kadar risk skorunda olumsuz bir trend yaşamıştır. Moody's bu tarihlerde Çin'in kredi notun değiştirmemiş fakat ülkenin kredi notunu pozitif izlemeden durağan izlemeye almıştır. 2017 yılında ise Çin'in bileşik risk skorunda yaşanan olumlu gelişmeye rağmen Moody's şirketi ülkenin kredi notunu bir kademe indirmiş ve ülkeyi yüksek kredi dereceli ülke kategorisinden, iyi dereceli ülke kategorisine alarak yerini güncellemiştir.

Genel olarak Çin'in incelenen yıllar itibariyle bileşik risk skorunda düşüş trendi hâkim olmuştur. Bununla birlikte Moody's kredi derecelendirme kuruluşu ülkenin yatırım yapılabilir ve yüksek kredi dereceli ülke olarak ele aldığı ülkeyi daha sonra

kredi notu izlemesini pozitiften durağana ve nihayetinde 2017 yılında ülkenin notunu bir kademe düşürmüş ve orta dereceli ülkeler kategorisine almıştır.

Tablo 3.45 Ülkelerin Kredi Notları- CPFER Puanı

Yıllar	Türkiye Kredi N./ CPFER		Brezilya Kredi N./ CPFER		Rusya Kredi N./ CPFER		Hindistan Kredi N./ CPFER		Çin Kredi N./ CPFER	
2010	Baa2 (Pozitif)	63.34	Baa3 (Pozitif)	74.65	Baa1 (Durağan)	73.69	Baa3 (Durağan)	69.55	Aa3 (Pozitif)	77.23
2011	Baa2 (Pozitif)	62.86	Baa2 (Pozitif)	72.34	Baa1 (Durağan)	74.51	Baa3 (Durağan)	68.21	Aa3 (Pozitif)	74.19
2012	Baa1 (Pozitif)	61.77	Baa2 (Pozitif)	71.63	Baa1 (Durağan)	72.82	Baa3 (Durağan)	65.48	Aa3 (Pozitif)	74.06
2013	Baa3 (Durağan)	63.44	Baa2 (Durağan)	71.07	Baa1 (Durağan)	70.81	Baa3 (Durağan)	65.94	Aa3 (Durağan)	74.40
2014	Baa3 (Negatif)	60	Baa2 (Negatif)	67.67	Ba1 (Negatif)	67.78	Baa3 (Durağan)	67.84	Aa3 (Durağan)	72.26
2015	Baa3 (Negatif)	61.17	Baa3 (Negatif)	64.67	Ba1 (Negatif)	61.44	Baa3 (Pozitif)	69.70	Aa3 (Durağan)	72.80
2016	Ba1 (Durağan)	63.97	Ba2 (Negatif)	66.17	Ba1 (Negatif)	66.61	Baa3 (Pozitif)	71.44	Aa3 (Durağan)	71.48
2017	Ba1 (Durağan)	62.43	Ba2 (Negatif)	69.09	Ba1 (Durağan)	70.67	Baa2 (Durağan)	70.92	A1 (Durağan)	73.33

Kaynak: IMF, (2019). <https://www.imf.org/external/> Moody's (2019). Ülke Kredi Notları [Online]. <https://www.moodys.com/credit-ratings/>, PRS-ICRG. (2018). <https://epub.prsgroup.com/free-samples/>; World Bank Data. (2019). <https://data.worldbank.org/indicator/>

Tablo 3.45'te BRIC ülkeleri ve Türkiye'nin Moody's kredi notları ve bileşik risk skorları gösterilmiştir. ICRG risk skorları puanlamasında, Moody's ülkenin kredi notunda nasıl değişikliğe gittiği ortaya konulacaktır. Türkiye; BRIC ülkelerine göre 2010-2017 yılları arasında bileşik risk skoru olarak daha dar skalada değerler almıştır. Türkiye'nin bileşik risk skorlarında istikrarlı olduğu dönemde, Moody's ülkenin kredi notunu kademe kademe yukarı çekmiş dalgalanmaların aşağı yönlü olduğu yıllarda ise ilk yıl ülkeyi negatif izlemeye daha sonra ise kredi notu indirimine gitmiştir. Türkiye BRIC ülkelerine göre bileşik risk skorunda yıllar itibariyle her zaman düşük skorlara sahip olmuştur.

Brezilya'nın 2013 yılına kadar dengeli bileşik risk skorları, Moody's 'in ülkeye verdiği kredi notlarına da yansımıştır. Ülkenin skorlarında yaşanan gerilemeyle birlikte Moody's ülke kredi notunu düşürmeye başlamıştır. Brezilya'nın 2016-2017 yılındaki

bileşik risk skorları Türkiye’den daha iyi olmasına rağmen Moody’s Brezilya’nın notunu Türkiye’nin kredi notundan bir kademe aşağıda göstermiştir. Bu durum gösteriyor ki Moody’s ‘in kredi notu yükseltmesinde ülkenin istikrarlı gidişatına önem vermektedir.

Rusya’nın da 2010’da başlayan inceleme sürecinde kredi notlarında ve bileşik risk skoru ve kredi notlarında diğer ülkeler arasında tutarsızlık gözükmemektedir. 2014 yılında ise Rusya’nın bileşik risk skorunda yaşanan düşüş Moody’s ‘in ülkenin kredi notunu Baa1’den Ba1’e bir seferde üç kademe düşürmüştür. 2015 yılında ülkenin risk skorundaki sert düşüşler devam etmiş fakat Moody’s ülke kredi notunu değiştirmemiştir. 2016 yılında risk skorunda toparlanma gerçekleşmiş fakat risk skorunun 2017 yılındaki yükselişiyle ülkenin kredi notu izlemesini negatiften, durağana güncelleştir. Rusya 2017 yılında Türkiye’den bileşik risk skoru bakımından çok daha iyi skorlara sahip olmasına rağmen Türkiye ile aynı kredi notuna sahiptir.

Hindistan’ın politik risk skorları yıllar itibariyle dar bir skalada hareket etmiş, Moody’s ülkenin kredi notunu değiştirmemiştir. Ülkenin 2015 yılı ve sonrası bileşik risk skorunun hareketini yukarı yönde değiştirdikten sonra Moody’s ülke notunu durağan izlemeden pozitif izlemeye almıştır. 2017 yılında da ülkenin risk skorunun hareketi yukarı yönlü devam etmiş, Moody’s ülkenin kredi notunu bir kademe yükseltmiştir. Hindistan’ın bileşik risk skoru, Rusya ve Brezilya’nın bileşik risk skoruna yakın değerlere sahip olmasına rağmen Rusya’dan 2 kademe, Brezilya’dan ise 3 kademe daha iyi kredi notuna sahip olması tutarlılık göstermemekte fakat Türkiye ve Hindistan’ın bu ülkelere göre daha istikrarlı ve dengeli olması Moody’s ‘in kredi politikasında dengeli ve istikrara önem verdiğini de ortaya koymaktadır.

Çin’in politik risk skorunda 2010 yılından itibaren düşüşler yaşanmaya başlamış fakat sert kırılmaların yaşanmadığı görülmektedir. Ülke 2013 yılına kadar Moody’s tarafından herhangi bir kredi notu değişimine gitmezken, 2013’te kredi notunu izlemesini, pozitiften durağana çevirmiştir. 2017 yılına kadar ülkenin bileşik risk skorundaki gerileme yavaş bir şekilde devam etmiş, nihayetinde Moody’s 2017 yılında ülkenin kredi notunu bir kademe düşürmüştür.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Kredi derecelendirme kuruluşları; ülkeleri ve şirketleri belirli ölçütlere göre analiz edip araştıran, ülke ve şirket risklerini ölçen ve çıkan sonuçları sembolleştirip yatırımcılara duyuran kuruluşlardır. Derecelendirme kuruluşları 1800'lü yıllarda ABD'de ortaya çıkmış ve ilk olarak yerele hizmet vermiştir. Ulaşım, dijitalleşme, finansal sistemdeki gelişmeler küreselleşmenin hızını artırarak kredi derecelendirme kuruluşlarını küresel çapta, dünya ekonomik sisteminde önemli hale getirmiştir. Bu kuruluşlar, ülke ve şirketlerin borçlanma maliyetlerini etkileyen, tanınırlığını artıran, ekonomik denge, finansal gelişme ve derinleşme sağlayan; yatırımcılar için belirsizliği ortadan kaldıran, görüş bildiren, yol gösteren ve uyarıcı işlevlere sahiptirler. Derecelendirme kuruluşları değerlendirmelerinin bir görüş niteliğinde olduğunu ifade etseler de aslında bu kuruluşların kredi notları yatırımcıların, yatırım kararı almasında son derece etkilidir. Bu durumlar ülkelerin ve şirketlerin, derecelendirilme talebinin artmasına neden olmuş ve onları KDK'na bağımlı hale getirmiştir. Kredi derecelendirme kuruluşların, derecelendirmede bulundukları menkul kıymetler, zamanla trilyon doları aşması bu kuruluşların önemini ortaya koymuştur.

Ülkelerin ve şirketlerin, dış kaynaklı borç bulabilme noktasında kritik öneme sahip olan kredi derecelendirme kuruluşlarının, kırılgan ekonomilere verdikleri kredi not kararları, ülkelerin ve şirketlerin büyük yıkıma uğramasına neden olabilmektedir. Enron, Worldcom, Parmalat gibi şirketlerin iflaslarında; Meksika, Asya, Rusya, ABD Mortgage ülke krizlerinde, kredi kuruluşlarının en büyükleri olan Moody's, Fitch Rating ve S&P kriz öncesi ülkeler ve şirketler hakkında olumsuz bir değerlendirmede bulunmamışlar, kendilerine atfedilen görev olan erken ikaz görevini yerine getirememişlerdir. Bu kuruluşların kriz ve iflaslardan sonraki sert ve gecikmeli kredi notu indirimleri ve tutumları daha önce yapılması gereken kredi notları indiriminin intikamı gibi olmuştur. Derecelendirme kuruluşlarının bu tutumu ülkelerin yaşadığı ekonomik krizlerin derinleşmesini etkilemiştir. Finansal krizin simgesi olan Lehman Brothers, iflas etmeden önce derecelendirme kuruluşlarının en yüksek kredi notu olan 'AAA' ile derecelendirmesi bu kuruluşlara olan güveni sarsmış ve objektifliği sorgulanmaya başlanmıştır.

Derecelendirme kuruluşları ülkeleri, şirketleri ve menkul kıymetleri değerlendirirken politik, ekonomik ve finansal risk yönünden inceler ve kredi notunu

ortaya çıkarır. Kredi kuruluşların güvenilirliklerinin sorgulandığı günümüzde BRIC ülkeleri ve Türkiye bu faktörlere göre incelenmiştir.

Politik risk değerlendirmesinde; Türkiye, BRIC ülkelerine göre tüm yıllarda politik riskte sıralamanın sonunda yer almaktadır. Askeriyenin siyasete etkisi, komşu ülkelerde yaşanan iç savaşlar, askeriye'nin siyasete etkisi gibi nedenler etkili olmaktadır. Ekonomik risk değerlendirilmesinde; Türkiye, kişi başına gelir açısından BRIC ülkelerine göre iyi bir noktadadır. Türkiye büyüme oranlarında Rusya ve Brezilya'yı geride bırakarak daha yüksek bir performans göstermiştir. Türkiye'nin Cari Açık/GSYİH oranı BRIC ülkelerine göre daha kötü oranlara sahip olup bu durum ülkenin riskini artıran önemli bir faktördür. Ülkeleri enflasyon oranları açısından karşılaştırıldığında ise Türkiye enflasyon açısından da ciddi riskler barındırmaktadır. Ekonomi ölçeğine göre incelenen yıllarda bütçe açığında BRIC ülkelerine göre Türkiye kötü performans göstermemekle birlikte sürekli bütçe açığı veren ve Bütçe Açığı/GSYİH oranı artan bir ülkedir. Beş ekonomik faktörün alt bileşenlerinin ortalamasına göre Türkiye, ekonomik risk skoru açısından BRIC ülkelerinden sadece Çin'e göre başarılı olamamış diğer BRIC ülkelerine göre bu faktörde belirgin bir fark yoktur. Yıllar itibarıyla ülkenin daha iyi performansa sahip olduğu ve olmadığı dönemler bulunmaktadır. Finansal Risk değerlendirilmesinde; Türkiye, Dış borç servisi/GSYİH oranı, resmi rezervlerin ithalatı karşılama oranı, döviz kuru istikrarı ve cari hesabın ihracata oranı açısından diğer ülkelerin değerlerine göre sıralamalarda sonuncu olmuştur. Dış borç servisinin ihracata oranı 2013 yılına kadar kötü bir performansa sahipken sonraki yıllarda bu faktör iyi bir ivme yakalayarak BRIC ülke ortalamasına yaklaşmıştır. Finansal risk skorunda yılların tamamında Türkiye, BRIC ülkelerine göre iyi bir performans gösterememiş BRIC ülke ortalamasının çok altında kalmıştır.

Yapmış olduğumuz çalışmada kredi derecelendirme kuruluşlarının, ülke ve şirketlere kredi notları verilirken birincil ve ikincil kaynaktan veri toplayıp analiz edilmiştir. Ülke ve şirketlerde yaşanan kriz ve iflaslarda kredi derecelendirme kuruluşları, firmaların hileli muhasebe kaydına; ülkelerin ise manipüle edilmiş verilerine göre kredi notlarının verilebildiği sonucu ulaşılmıştır. Bu durum ülkeler ve şirketlerin hak etmedikleri kredi notlarına sahip olmalarına yol açmıştır. Buna göre

sağlıklı ve güvenilir kredi notuna sahip olabilmek için ülke ve şirketlerin verilerinin sağlıklı ve güvenilir olması gerekmektedir.

İki bağımsız şirketten Moody's 'in harf notuyla PRS-Group'un sayılar kullanarak puanlandığı ülkelerin, ICRG yöntemine göre her yıl için ortaya konulan bileşik risk skorlarındaki değişimler ve Moody's 'in ülkelere vermiş olduğu kredi notların değişimleri değerlendirilmiştir. Değerlendirmeye göre karşılaştırmalı analiz yaptığımız ülkelerin incelenmesinden, Moody's şirketi kredi notu derecelendirmesi yaparken istikrarlı ve dengeli göstergelere sahip ülkelerin kredi notunda daha cömert davrandığı ortaya konulmuştur. Brezilya ve Rusya ilk yıllardaki bileşik risk skorları ile Moody's 'in ülkelere vermiş olduğu kredi notlarında kendi hesaplama yöntemleri dışında net farklılık bulunmamakta fakat ülkelerin bileşik risk skorunda kırılmalar yaşadığı yıllarda Moody's derecelendirme kuruluşu sert kredi notu indirimlerine gitmiştir. Bu ülkelerin yaşadıkları kırılmalardan sonra bileşik risk skorundaki toparlanmaları ve eski bileşik risk skorlarına ulaşmalarına rağmen Moody's, ülkelerin kredi notlarına yansıtmadığı görülmektedir. Bu durum Moody's 'in kırılgan yapıdaki ülkelere tedbirli yaklaştığını göstermektedir.

Hindistan, Çin ve Türkiye'ye bakıldığında sert kırılmaların yaşanmadığı sert yükseliş ve düşüşlerin yaşanmadığı ülkelerdir. Moody's bu ülkelerin kredi notunda sert indirimlere gitmemiştir. Örneğin İncelenen ilk yıllarda Rusya, Hindistan'dan iki kademe daha yüksek kredi notuna sahipken, Rusya'nın 2014 -2015 yıllarında bileşik skorunda toplamda 9 puanlık düşüş yaşamıştır. 2017 yılında Rusya'nın göstergelerinin iyileşmesi ve bileşik risk skorunda ise Hindistan ve Rusya'nın bileşik risk skorların yaklaşık aynı olmasına rağmen Moody's tarafından bu ülkelere verilen kredi notları sırasıyla Baa2 ve Ba1'dir. Hindistan'ın kredi notu Rusya'nın kredi notundan iki kademe daha yüksek olmuştur. Rusya'nın yaşadığı politik, ekonomik, finansal sert kırılmalar, Moody's 'in ülkenin değerlendirilmesinde ihtiyatlı durduğunu ortaya koymaktadır.

Ülkelerin incelendiği ilk yıllarda Brezilya ve Rusya bileşik risk skorları ve kredi notları, Türkiye'nin bileşik risk skoru ve kredi notlarından çok daha iyi durumdadır. Brezilya ve Rusya'da yaşanan kırılmalardan sonra Türkiye'nin 2017 yılındaki bileşik risk skoru Rusya ve Brezilya'nın bu tarihteki bileşik risk skorlarının çok altında değerlere sahip olmasına rağmen Türkiye; Rusya ile aynı kredi notuna sahip olmuş,

Brezilya'nın kredi notunun bir basamak üstünde yer almıştır. Bu duruma Türkiye'nin göstergelerinin daha dengeli olduğundan kaynaklı olduğu söylenebilir. Çin'in de Türkiye gibi bileşik risk skorlarında sert düşüşler yaşanmamıştır. Bu durumda Moody's derecelendirme şirketinin bu ülkenin 2010-2016 yılları arasında kredi notunda bir değişikliğe gitmemiş olması, 2013 yılında ülkenin kredi notunu pozitif izlemeden, durağan izlemeye alması, 2017 yılında ise kredi notunu bir kademe düşürmesi Moody's in daha istikrarlı ülkelerin kredi notlarına çok müdahalede bulunmadığını göstermesi açısından önemlidir.

Neticede şirketlerin ülkeleri değerlendirmeye aldığı farklı yöntemler ve hesaplamalar bulunmaktadır. Bundan dolayı şirketlerin değerlendirmeleri bire bir aynı sonuçlara ulaşamamıştır. İncelenen yıllarda Moody's bileşik risk skorunda yaşanan sert düşüşlerde ülkelerin kredi notlarında indirimlere gitmiş veya ülkeyi izleme durumunu güncellemiştir. Ülkelerin bileşik risk skorlarında yaşanan artışa Moody's ülkelerin geçmiş göstergelerin istikrarını gözetleyerek kredi notu artışına gitmiştir. Moody's ülkelerin kredi notu indirimlerinde daha acımasız, kredi notlarını yükseltmede daha ihtiyatlı davrandığı söylenebilir. Ayrıca Moody's ülkelerin kredi notlarının indirim ve artışlarında kendi içinde tutarlılık göstermiştir.

BRIC ülkelerinin ekonomik ve finansal açıdan güçlü yanlarını politik açıdan da güçlü tutabilirse ülkeler daha yüksek kredi notlarına ve bileşik risk skorlarına sahip olabilir. BRIC ülkelerindeki kurumsal yapının güçlü olmaması; kanun ve düzenin iyi işleyememesine, bürokrasinin hükümetlerin etkisinde kalmasına, şeffaflığın kaybolmasına neden olmaktadır. Bu durum BRIC ülkelerinde yolsuzluğu artırdığı, sosyo-ekonomik koşulları geriletliği söylenebilir. Bu sebepler yatırımcıları korkutabilmekte bunun sonucunda BRIC ülkelerinin risk skorlarını aşağı çekmekte, daha sonra ülkelerin ekonomik ve finansal verilere de olumsuz yansımaları görülmektedir.

Türkiye kredi notunu ve bileşik risk skorunu yükseltmesi için askeri siyasete etkisinin son bulması, yolsuzluklara çözüm üretmesi, bürokrasi kalitesini artırması, kanun ve düzenin sağlanmasına yönelik ciddi politikalar üretmesi gerekmektedir. Ayrıca ithalata dayalı büyümeden kaynaklı cari açığa ve ülkeye doğrudan yatırımcı çekmeye yönelik ekonomik politikalarla ekonomik riskini azaltabilir. Ülkenin bütçe

açıkları ve cari açık artışlarında yaşanan yükseliş eğilimi, enflasyonu da tetiklemektedir. Bu duruma çözüm için ülkenin mali disiplinden taviz verilmemelidir.

KAYNAKLAR

- Akçayır, Ö. (2013). Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Güvenirliklerinin Sorgulanması: Türkiye'nin Kredi Derecelendirme Geçmişi ve Bugünü (1992-2012. Yüksek Lisans Tezi, T.C. 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 İndeksi. Akademik Bakış Dergisi, Sayı 40, S.2-20, Erişim Bilgisi: <http://dergipark.gov.tr/download/article-file/382693> [Erişim Tarihi: 10 Mayıs 2018].
- Akbulak, Y. (2012). Kredi Derecelendirmesi veya Rating: Kavram ve Ölçütleri. Mali Çözüm, S. 171-184, Erişim Bilgisi: http://archive.ismmmo.org.tr/docs/malicozum/111malicozum/15_yavuz_akbulak.pdf. [Erişim Tarihi: 13 Haziran 2018].
- Aklahyel, U. M. vd. (2014). Teheoretical Analysis Of The Role Of Capital Market In The Industrial Developmenet of Nigeria. *International Journal of Research In Social Sciences*, Vol. 4, No.4, S,64-69. Erişim Bilgisi: <https://pdfs.semanticscholar.org/73f7/eccd2ca82f8bd4153d209cb4bd875f092161.pdf> . [Erişim Tarihi: 13 Mayıs 2019].
- AnantVijay, Kala. ve Mukesh, Jagota. (2014). “Hindistan bütçe açığını azaltmaya çalışıyor” The Wall Street Journal.
- Blaurock, U. (2017). “Control and Responsibility of Credit Rating Agencies. Electronic Journal of CoParative Law, Erişim Bilgisi: (113)”<http://www.ejcl/113/article113-16.pdf>. [Erişim Tarihi: 07 Mayıs 2018].
- Bayar, Y. (2015). Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Yunanistan Borç Krizi. Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi. S.43-44
- Babuşçu, Ş. Hazar, A. Ve Yenice, S. (2011). “SPK Kredi Derecelendirme Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisanslama Sınavlarına Hazırlık.” Ankara. Akademi Consulting& Training,
- Belkıs, S. (2016). Lisanslama Sınavı Çalışma kitabı: Kredi Derecelendirme. Erişim Bilgisi:https://www.spl.com.tr/spl/eep/Specific/OEP/Upload/SINAV/CalismaNotlari/MKT_31%20Aral%C4%B1k%202017/1017-Kredi%20Derecelendirmesi_31122017.pdf. [Erişim Tarihi: 27 Mayıs 2018]
- Belkıs, Seval. (2014), Kredi Derecelendirme, Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu, Lisanslama Sınavlarına Çalışma Kitapları, Kaynak: <http://www.spl.com.tr/Upload/files/1017.pdf>, [Erişim Tarihi: 20 Temmuz 2018]
- Beers, David T. Cavanaugh, Marie (2014). Sovereign Credit Ratings: A Primer Credit Analysts. Erişim Bilgisi: <https://web.stanford.edu/~johntayl/Policies/InternationalFinance/documents/ch3/S&P-20Primer.pdf>. [Erişim Tarihi: 20 Haziran 2018]

- Bostancı, C, M. (2012). Küresel Krizin Dinamikleri ve Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Kredibilitesi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi. İstanbul.
- Bongaerts vd. (2012). Tiebreaker: Certification and Multiple Credit Ratings. S. 113-152. Erişim Bilgisi: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/j.1540-6261.2011.01709.x>. [Erişim Tarihi: 04 Nisan 2018].
- Bondarenko, Peter. (2018). Gross domestic product, Erişim Bilgisi: <https://www.britannica.com/topic/gross-domestic-product>. [Erişim Tarihi: 05 Mart 2019].
- Canror, R. ve Packer F. (1996). Determinant sand impact of soverign credit rating, FRBNY Economic Policy Review. Erişim Bilgisi: <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/epr/96v02n2/9610cant.pdf>. [Erişim Tarihi: 24 Haziran 2018].
- Çitçi, D. ve Çeviş, İ. (2012). Küresel Finansal Kriz Işığında Avrupa Borç Krizi ve Kredi Temerrüt Swapları ilişkisi. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*. S.27, 57-84
- Çelik, P. (2004). Bankaların Risk Derecelendirmesi, TCMB, Bankacılık Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Ankara
- Dağ, M. Tüğen K. (2018). Türkiye’de Bütçe Açıklarının Nedenleri ve Finansman Yöntemleri: Dönemsel Bir Değerlendirme. *MCBÜ Sosyal Bilimler Dergisi*. Cilt 16. Sayı: 2
- Dinç, Y. Cengiz, S. (2014). Muhasebe Denetiminde Hata ve Hilenin Denetçi Etiği Açısından İncelenmesi: Enron Skandalı Örneği, *Çankırı Karatekin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. Cilt: 5 Sayı:1, 221-236
- Demirci M. (2014). Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Derecelendirme Süreçleri ve Türkiye, Adnan Menderes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi: Aydın.
- Erçel, Gazi. (1999). Finansal Risk Yönetimi. Erişim Bilgisi: <http://tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/8dc3e98b-35af-428c-820c-58c920e09244/finansalrisk.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-8dc3e98b-35af-428c-820c-58c920e09244-m3fBeM>. [Erişim Tarihi: 02 Haziran 2018].
- Eren, E. (2010). Derecelendirme Kuruluşlarının Sorumluluğu. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi. Ankara
- Frisbie, S. (2018). Country Risk Assessment Metodology ICRG & Application to South Africa. MCI Management Center Innsbruck, Erişim Bilgisi: https://www.academia.edu/37157534/COUNTRY_RISK_ASSESSMENT_MET_HODOLOGY_ICRG_and_APPLICATION_TO_SOUTH_AFRICA. [Erişim Tarihi: 12 Mayıs 2019].
- Emhan, A. (2009). Risk Yönetim Süreci ve Risk Yönetmekte Kullanılan Teknikler, *Atatürk Üniversitesi İİBF Dergisi*, Cilt: 23, Sayı: 3,

- Erkan, M. Demircioğlu, M, Yaşar. (2010), Ülke Derecelendirmesinin Ekonomik Kamu Düzeni Üzerindeki Etkisi, *Malatya, İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, Cilt.1, (1).107-132.
- Gür, T. H. ve Ö, Hüseyin. (2011), Ülke Riski, Derecelendirme Kuruluşları, Aksaklıklar ve Yeni Düzenlemeler, *Sosya-Ekonomi Dergisi*, S. 2, 69-92
- Geyikçi, U Burak. Karğın, Mahmut. (2014), Reel Sektör Firmalarına Yönelik Kredi Derecelendirme Model Önerisi, *Manisa, Yönetim ve Ekonomi*, Cilt 21, (1), 323-343.
- Hasbi, D. T. (2012). Kredi Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Yapılan Not Değerlendirmelerinin Ülke Ekonomileri Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği, Adnan Menderes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi: Aydın
- Halıcı, N. S. (2005). Kredi Derecelendirme Şirketleri, Kredi Derecelendirmenin Belirleyicileri ve Etkileri, Erciyes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi: Kayseri
- Hamilton, A. (2018). Understanding Exchange Rates and Why They Are Important, Reserve Bank of Australia. Erişim Bilgisi: <https://www.rba.gov.au/publications/bulletin/2018/dec/understanding-exchange-rates-and-why-they-are-important.html>. [Erişim Tarihi: 11 Mayıs 2019]
- Hill, C (2004). Regulating the rating Agencies. *Washington University Law Quarterly*, 82(43), 44
- Kafadar, O. (t.b). Nicel ve Nitel Araştırma Yöntemleri, Afyon Kocatepe Üniversitesi, S, 1-20, Erişim Bilgisi: <http://content.lms.sabis.sakarya.edu.tr/Uploads/80469/44072/nicel-nitel.pdf>, [Erişim Tarihi: 18 Mayıs 2019].
- Karagöl, E. T. Mihçioğur, Ü. İ (2012). Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Alternatif Arayışlar. *Siyaset, Ekonomi ve Toplum Araştırmaları Vakfı*. Eylül Sayısı. S, 7-31
- Karagöz, M.A, (1990). Kredi değerliliğinin tespiti. *Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı Dergisi*, S,1.
- Kaya, M. (2016). Türkiye’ de Cari Açık Sorunu ve Nedenleri. *Dicle Üniversitesi İİBF Dergisi*. Cilt 6. Sayı 10.
- Karaca, N. (2005). Kredi Derecelendirme Kuruluşları, *T.C. Maliye Bakanlığı Araştırma Planlama ve Koordinasyon Kurulu Başkanlığı, Rapor No:2*. S,1-12.
- Kräussl, Roman. (2000). Sovereign Credit Ratings and Their Impact on Recent Financial Crises. *CFS Working Paper No. 2000/04*. S, 1-22
- Kırankabeş, M. C. (2006). Ülke Risk Kavramı, Metodolojisi ve Türkiye Değerlendirmesi. *Mevzuat Dergisi*, Sayı 102, 1-26. Erişim Bilgisi: <https://www.mevzuatdergisi.com/2006/06a/01.htm>. [Erişim Tarihi: 11 Mart 2019]

- Kozanoğlu, H. (1995). ‘Meksika’da Kriz. *Birikim Dergisi*. Sayı 75 Erişim Bilgisi: <http://www.birikimdergisi.com/birikim-yazi/2756/meksika-da-kriz#.XPkIsogzbiU>. [Erişim Tarihi: 11 Ocak 2019]
- Korkmaz, C. (2010) “Türk Bankacılık Sisteminde Kredi Derecelendirme Standartları ve İ.M.K.B’ ye Kote Olmuş Bir Şirkete Uygulanması”, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul
- Kedikli, E. (2015) Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşların Ekonomik Etkilerinin İncelenmesi. Avrasya Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Trabzon
- Kılıçaslan, H. ve Giter, M. S. (2016) Kredi Derecelendirme ve Ortaya Çıkan Sorunlar. *Maliye Araştırma Dergisi*. Cilt: 2 Sayı: 1
- Kuzulu, Ö. (2018). Finasta Risk ve Politik Risk, Tarih Ekonomi ve Finansal Araştırmalar Derneği, Erişim Bilgisi: <https://www.tesadernegi.org/finasta-risk-ve-politik-risk.html>, [Erişim Tarihi: 20 Mayıs 2019].
- Langorh, H. M. ve Langorh P. T. (2008). The Rating Agencies and Their Credit Ratings: What They Are, How They Work and Why They Are Relevant, West Sussex: John Wiley&Sons Ltd.
- T.C Maliye Bakanlığı, (2005). Kredi Derecelendirme Kuruluşları Raporu. *Araştırma, Planlama ve Koordinasyon Kurulu Başkanlığı. Rapor:2*.
- Monaghan. P. (2012). Rating Sovereign Raters: Credit Rating Agencies-Political Scapegoats or Misguided Messengers. Manchester: Infrangilis. S, 1-41. Erişim Bilgisi: <https://sustainabilityinausterity.files.wordpress.com/2011/08/rating-sovereign-raters.pdf>. [Erişim Tarihi: 20 Ocak 2019].
- Ovalı, S. (2014). Ülke Kredi Notu Değerlendirme Kriterleri Açısından Türkiye: AB ile Karşılaştırma Analizi. *Uluslararası Yönetim, İktisat ve İşletme Dergisi*, Cilt 10, (23).
- Odabaşı, C. Ergen, H. (-). Bağımsız Denetimde Kamu Gözetimi ve Skandallar. Muhasebe ve Denetim Dünyası. *E-Dergisi*. S, 1-11. Erişim Bilgisi: http://www.kgkuzder.org.tr/upload/files/Bagimsiz_Denetimde_Kamu_gozetimi_ve_Skandallar.pdf. [Erişim Tarihi: 13 Şubat 2019].
- Öztürk, S. Gövdere, B. (2010). Küresel Finansal Kriz ve Türkiye Ekonomisine Etkileri, Süleyman Demirel Üniversitesi, *İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt,15, (1) 377-397. Erişim Bilgisi: <https://dergipark.org.tr/download/article-file/194613>. [Erişim Tarihi: 1 Aralık 2019].
- Özel, Hasan Alp, (2012). Ekonomik Büyümenin Teorik Temelleri. Çankırı Karatekin Üniversitesi, *İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. Cilt: 2, Sayı: 1.
- Saraçoğlu, B. (1992), “Ülkelerin Ekonomik Kalkınmışlık Düzeyleri Açısından İncelenmesi”, Hacettepe Üniversitesi, *İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt:10, ss.17-54
- Sarı, M. (2014): Dış Borç Yönetimi ve Türkiye Uygulamaları, TCMB, Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Ankara, Erişim Bilgisi:

<http://www3.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/muslimsari.pdf> [Erişim Tarihi: 07 Mayıs 2018]

- Seyidoğlu, H. ve Yıldız, R. (2006), Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri, Arıkan Kitabevi, İstanbul.
- Şen, S. (2014). Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Risk Analizi: Moody's Örneği, İstanbul Ticaret Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul
- Taş, O. (2001). Almanya' da Orta boy İşletmeler için Derecelendirme Sorunu, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, Cilt: 2 S.1, ss.103-111
- TCMB (2010). Olağan Genel Kurul Toplantısı. Bülten Dergisi Sayı 12- Haziran.
- Tekin Çevik, İ. (2016). “Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Öngöremedikleri Kriz ve İflaslar. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi*, Cilt:19, 41.Yıl Özel Sayısı ss.181-205
- Turan, Z. (2011). Dünyadaki ve Türkiye'deki Krizlerin Ortaya Çıkış Nedenleri ve Ekonomik Kalkınmaya Etkisi. *Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi*, Cilt: 4, Sayı: 1, Sayfa. 221-236.
- Toraman, C. ve Yürük, M. F. (2014). Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Finansal Krizlere Etkileri. *BEU. SBE. Dergisi*. Cilt:3 Sayı:1, ss. 127-154
- Tutar, E. Tutar, F. ve Eren, M. V. (2011). Uluslararası Derecelendirme Kuruluşlarının Rolü ve Derecelendirme Güvenirlik Açısından Sorgulanması, İktisat ve Girişimcilik Üniversitesi, Akademik Bakış Dergisi. Sayı 25.
- Üreten, A. (1990). Risk Derecelendirmesi, Kalkınma Bankası A.Ş. Proje Değerlendirme Müdürlüğü, Ankara, S.4
- Yanar, İr. (2002). Derecelendirme (Rating) Faaliyeti ve Bankaların Derecelendirilmesi İşlemlerinin Analizi. *İnceleme Raporu No:22*, TCMB, Teftiş Kurulu Başkanlığı, Ankara.
- Yardımcıoğlu, M. Bora, K. (2013). Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Çalışma Prensipleri İşleyişleri, Küresel Dünyadaki Rol ve İşleyişleri, Kahraman Maraş Sütçü İmam Üniversitesi, *İİBF Dergisi*, Cilt 3.(1), Ss. 111-118
- Yarız, A. (2011). Bankacılıkta Risk Yönetimi: Risk Matrisi Uygulaması, *Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü E-Dergisi*, ISSN: 1303-8281, Yıl:1 Sayı:1
- Yazıcı, M. (2009), Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Önemi ve Denetimi, Maliye ve Finans Yazıları, 82

İnternet Kaynakları

- Aydın, Kenan. (2013). Politik Risk Analizi, [online], Milliyet, <http://www.milliyet.com.tr/yazarlar/dusunenlerin-dusuncesi/politik-risk-analizi-1743879/> [Erişim Tarihi: 06 Mayıs 2018]

- Ayaz, M. Süheyp. (2013). Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Eleştirel Bir Bakış, [online], Bilge İnsanlar Stratejik Araştırma Merkezleri, <http://www.bilgesam.org/incele/230/-uluslararasi-kredi-derecelendirme-kuruluslari--elestirel-bir-bakis/#.WszWt4hubIU> [Erişim Tarihi: 09 Nisan 2018]
- Bumko, (2018). Bütçe Dengesi Faaliyetleri, [online], <http://www.bumko.gov.tr/TR,7763/merkezi-yonetim-butce-dengesi.html>, [Erişim Tarihi: 15 Kasım 2018]
- BDDK, Amerika Mortgage Krizi. [online] https://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/raporlar/Calisma_Raporlari/5176ABD_MORTGAGE05082008x.pdf [Erişim Tarihi: 19 Mayıs 2018]
- Bildigin Ekonomi, (2018). “Cari İşlemler Dengesi. [online], <http://bildiginekonomi.net/2014/04/cari-islemler-dengesi/>. [Erişim Tarihi: 31Aralık 2018].
- Bianet, (2017). Moody’s, S&P ve Fitch' in 25 Yıllık Türkiye Karnesi. [online], <https://m.bianet.org/bianet/siyaset/183205-moody-s-s-p-ve-fitch-in-25-yillik-turkiye-karnesi> [Erişim Tarihi: 25Mart 2019].
- Country Economy. (2018). Ülke Kredi Notları. [online], <https://countryeconomy.com/ratings>[Erişim Tarihi: 04 Aralık 2018]
- Eğilmez, M. (2017). Türkiye’nin kredi notu niye düştü. [online], Kendime Yazılarım. <http://www.mahfiegilmez.com/2017/01/turkiyenin-kredi-notu-nicin-dustu.html>[Erişim Tarihi: 03 Haziran 2018]
- Eğilmez, M. (2016). Türkiye’nin Dış Borçları. [online], Kendime Yazılarım. <http://www.mahfiegilmez.com/2016/04/turkiyenin-ds-borclar.html>, [Erişim Tarihi: 07 Mayıs 2018]
- Eğilmez, M. (2017). Türkiye Dünyada Kaçınıcı Sırada. [online], Kendime Yazılarım, <http://www.mahfiegilmez.com/2016/04/turkiyenin-ds-borclar.html>, [Erişim Tarihi: 01Aralık 2018].
- The Economist, (2016). “China’s budget deficit”. [online], <https://www.economist.com/finance-and-economics/2016/08/18/augmented-reality>. [Erişim Tarihi: 01 Şubat 2018]
- Şahin, E. (2011). Cari İşlemler Dengesi. [online], <https://www.ekodialog.com/konular/cari-islem-nedir-cari-islem-hesabi.html>. [Erişim Tarihi: 07 Mayıs 2018]
- Ekodialog: Uluslararası Likidite, [online], www.iktisatsozlugu.com/nedir-1989-ULUSLARARASI%20LİKİDİTE#.WvH6TkxuL4g. [Erişim Tarihi: 07 Mayıs 2018]
- Ekodialog: GSMH Tanımı, [online], http://www.ekodialog.com/Konular/gsmh_kdv.html [Erişim Tarihi: 08 Mayıs 2018]
- FitchRating,[online], <https://www.fitchratings.com/site/search?content=research&request=rating%20scale>, [Erişim Tarihi: 09 Nisan 2018]

- Haberus. (2015). “Rusya’da Bütçe Açığı Kara Gün Fonlarını Tüketecek. [online], <https://haberrus.com/economics/2015/03/24/rusyada-butce-acigi-kara-gun-fonlarini-tuketecek.html>
- Hürriyet. (2012). Kredi Derecelendirmenin 170 Yıllık Geçmişi. [online], <http://www.hurriyet.com.tr/ekonomi/kredi-derecelendirmenin-170-yillik-tarihi-20626051>[Erişim Tarihi: 04 Nisan 2018]
- OECD, (2010). Competition and Credit Rating Agencies. [online], <https://www.oecd.org/competition/sectors/46825342.pdf>, [Erişim Tarihi: 09 Nisan 2018]
- Investaz, [online]. <https://www.investaz.com.tr/analiz/sp-500>. [Erişim Tarihi: 04 Nisan 2018]
- İktisat Sözlüğü: [online] <https://www.iktisatsozlugu.com/nedir-4686POLİTİK%20RİSK#.WuXUa0xuL4g>, [Erişim Tarihi: 29 Nisan 2018].
- JCR (2018), Kuruluş Hakkında Bilgiler. [online] <https://www.jcr.co.jp/en/service/company/> [Erişim Tarihi: 04 Nisan 2018]
- Moody’s, [online]. https://www.moody.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_79004 [Erişim Tarihi: 09 Nisan 2018]
- Moody’s, Resmî web adresi, [online], <https://www.moody.com>. [Erişim Tarihi: 27 Mart 2018]
- Moody’s, [online], https://www.moody.com/sites/products/ProductAttachments/SP32056_MIS_Ratings%20Process%20Diagram_v13.pdf-Issuer/InvestorRequestedRatingsProcessDetail
- Moody’s, (2010). https://www.moody.com/research/Moodys-changes-outlook-on-Turkeys-ratings-to-positive-from-stable--PR_206893
- Kömürcü, M.C. (2017). Fitch Rating Nedir Kimdir? Ne Görev Yapar? [online], Milliyet, <http://www.milliyet.com.tr/fitch-ratings-nedir-kimdir---fitch-ratings-ne-gorev-yapar--mola-5790/> [Erişim Tarihi: 06 Mayıs 2018]
- PRS Grup, (2016). Ülkelerin Politik Risk Skorları.[online] <https://www.prsgroup.com/wp.../11/icrgmethodology.pdf>, [Erişim Tarihi: 15 Ağustos 2018]
- PRS Grubu, (2018). Uluslararası Ülke Risk Rehberi Araştırmacıları Veri Kümesi. [online], University of Toronto, <https://dataverse.scholarsportal.info/dataset.xhtml?persistentId=hdl:10864/10120>, [Erişim Tarihi: 14 Mayıs 2019]
- ICRG (2016), “International Country Risk Guide.” Volume XXXVII, Number
- Sabah. (2007). ABD’deki mortgage krizi nedir? [online], <http://arsiv.sabah.com.tr/2007/03/15/eko135.html>, [Erişim Tarihi: 19 Mayıs 2018]
- S&P, [online] https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/home [Erişim Tarihi: 09 Nisan 2018]

- S&P, [online], https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/504352, [Erişim Tarihi: 09 Nisan 2018]
- SPK, Derecelendirme nedir? [online], <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/6/10/2>[Erişim Tarihi: 10 Nisan 2018]
- Turkrating, Derecelendirme Süreci [online], <http://www.turkrating.com/derecelendirme/derecelendirme-sureci>, [Erişim Tarihi: 09 Nisan 2018]
- World Bank, (2018). Ekonomik ve Finansal Veriler Adresi. [online], <https://data.worldbank.org/indicator/> [Erişim Tarihi: 09 Eylül 2018]

ÖZ GEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER

Adı Soyadı : Ahmet Can DEĞER
Uyruğu : T.C
Doğum Yeri ve Tarihi : Mardin-1986
Telefon : -
Faks : -
E-mail : ahmetcandeger@hotmail.com

EĞİTİM

Derece	Adı, İlçe, İl	Bitirme Yılı
Lise	: Milli Piyango Lisesi, Artuklu, Mardin	2003
Üniversite	: Afyon Kocatepe Üniversitesi	2011
Yüksek Lisans	: Batman Üniversitesi	2019

İŞ DENEYİMLERİ

Yıl	Kurum	Görevi
2013-2015	Mustafa Kemal Üniversitesi	Muhasebe
2015-2017	Maliye Bakanlığı	Gelir Uzman Yrd.
2017- devam	Artuklu Üniversitesi	Öğretim Görevlisi

UZMANLIK ALANI- Dış Ticaret

YABANCI DİLLER- İngilizce ve Arapça

BELİRTMEK İSTEĞİNİZ DİĞER ÖZELLİKLER

YAYINLAR*