

**T. C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
ULUSLARARASI İŞLETMECİLİK BİLİM DALI**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**ÜLKE KREDİ NOTUNUN MAKROEKONOMİK
VE FİNANSAL BELİRLEYİCİLERİ:
GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER ÜZERİNE BİR
PANEL VERİ UYGULAMASI**

Seher SOMUNCU

2501131215

TEZ DANIŞMANI

Doç. Dr. Başak TURAN İÇKE

İSTANBUL-2019



T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

YÜKSEK LİSANS
TEZ ONAYI



ÖĞRENCİNİN;

Adı ve Soyadı : SEHER SOMUNCU Numarası : 2501131215
Anabilim Dalı /
Anasanat Dalı / Programı : ULUSLARARASI İŞLETMECİLİK Danışmanı : DOÇ. DR. BAŞAK TURAN İÇKE
Tez Savunma Tarihi : 05.08.2019 Saati : 13:00
Tez Başlığı : " ÜLKE KREDİ NOTUNUN MAKROEKONOMİK VE FİNANSAL BELİRLEYİCİLERİ: GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER ÜZERİNE BİR PANEL VERİ UYGULAMASI "

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

JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1- DOÇ. DR. BAŞAK TURAN İÇKE		Kabul
2- DR. ÖĞR. ÜY. EMİR OTLUOĞLU		KABUL
3- DR. ÖĞR. ÜY. TARIK BİRGÖREN		Kabul

YEDEK JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1- DR. ÖĞR. ÜY. YUSUF AYTÜRK		
2- DR. ÖĞR. ÜY. HİKMET ERKAN		

ÖZ

ÜLKE KREDİ NOTUNUN MAKROEKONOMİK VE FİNANSAL BELİRLEYİCİLERİ: GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER ÜZERİNE BİR PANEL VERİ UYGULAMASI

SEHER SOMUNCU

Bu çalışmanın amacı, gelişmekte olan ülkelere derecelendirme şirketleri tarafından verilen ülke kredi notlarını etkileyen makroekonomik ve finansal belirleyicileri tespit etmeye çalışmaktır. Bu amaç doğrultusunda uluslararası piyasada önemli rol oynayan Standard and Poor's, Moody's ve Fitch derecelendirme şirketleri tarafından verilen ülke notlarını etkileyen unsurlar panel veri analizi yöntemi ile araştırılmıştır. Çalışmada 21 gelişmekte olan ülkenin 2005-2017 yıllarını kapsayan 18 farklı bağımsız değişkenine ait veri seti incelenmiştir. Panel veri analizinde ülke kredi notu ile değişkenler arasındaki ilişki rastsal etkiler modeline göre kurulmuştur.

Yapılan panel veri analizi sonucunda gelişmekte olan piyasalarda, ülke kredi notunu etkileyen 7 adet makroekonomik ve finansal belirleyici tespit edilmiştir. Gelişmekte olan ülkelerde kişi başına düşen GSYİH, yıllık kredi faiz oranı, döviz kuru, enflasyon oranı, kredi hacmi, kamu borcunun GSYİH'ya oranı ve politik risk faktörlerinin ülke kredi notlarını belirlemede önemli değişkenler olduğu sonucuna varılmıştır. Ayrıca ülke kredi notları ile en güçlü ilişki yıllık kredi faiz oranı arasında gerçekleşirken, en düşük ilişki enflasyon oranı arasında gerçekleştiği tespit edilmiştir.

AnahtarKelimeler: Ülke kredi notu, kredi derecelendirme, Standard and Poor's, Moody's, Fitch, ülke riski, panel veri analizi.

ABSTRACT

MACROECONOMIC AND FINANCIAL DETERMINANTS OF THE SOVEREIGN CREDIT RATINGS: PANEL DATA ANALYSIS ON EMERGING COUNTRIES

SEHER SOMUNCU

The aim of this study is to determine the macroeconomic and financial determinants that affect the sovereign credit ratings given by rating agencies to developing countries. For this purpose, the factor affecting the sovereign credit ratings given by Standard and Poor's, Moody's and Fitch rating agencies, which play an important role in the international market, were investigated by panel data analysis method. In this study, data sets of 18 different independent variables covering the years 2005-2017 of 21 emerging countries were examined. In panel data analysis, the relationship between sovereign credit ratings and variables was established according to the random effects model.

As a result of the panel data analysis, seven macroeconomic and financial determinants affecting the sovereign credit rating were identified in emerging countries. It is concluded that GDP per capita, annual credit interest rate, exchange rate, inflation rate, credit volume, public debt / GDP and political risk factors are important determinants in emerging countries. Moreover, while the strongest relationship between the sovereign credit ratings and the annual credit interest rate was realized, the lowest relationship with the sovereign credit ratings was found with the inflation rate.

Keywords: Sovereign credit ratings, credit rating, Standard and Poor's, Moody's, Fitch, country risk, panel data analysis.

ÖNSÖZ

Tezimin hazırlanması esnasında bana inanan ve yardımlarını esirgemeyerek bana destek olan değerli hocam, Tez Danışmanı, Doç. Dr. Başak TURAN İÇKE' ye çok ama çok teşekkür ederim. Bu uzun ve zorlu süreçte yol haritamı belirlememde bana yardımcı olan, üniversitedeki lisans yıllarımdan bugüne kadar bilgi ve tecrübeleri ile desteğini esirgemeyen, akademik hayatımda örnek alacağım değerli hocam Prof. Dr. Rasim İlker GÖKBULUT'a da teşekkürü bir borç bilirim.

Lise yıllarımdan başlayarak eğitim hayatımda birlikte yol aldığım, ömrümün yarısında yer alan ve kalanında da olmasını dilediğim dostum Nazlı KAYA'ya, bana sabır ve fedakârlık gösteren ablam Hülya KUBAT ve KALBİM kardeşim Emine SOMUNCU'ya da çok teşekkür ederim.

Seher SOMUNCU

İSTANBUL,2019

İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	iii
ABSTRACT	iv
ÖNSÖZ.....	v
TABLolar LİSTESİ.....	ix
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	x
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xi
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

ÜLKE RİSKİ VE ÜLKE KREDİ NOTU

1.1.Ülke Riski	3
1.2.Ülke Kredi Notu	8
1.2.1.Ülke Kredi Notunun Önemi	9
1.2.2.Ülke Kredi Notunu Belirleyen Faktörler.....	11
1.2.2.1.Makroekonomik ve Finansal Faktörler.....	11
1.2.2.1.1.Cari İşlemler Dengesi ve Ödemeler Dengesi.....	12
1.2.2.1.2.Borç Servis Oranı.....	13
1.2.2.1.3.Uluslararası Rezervler.....	14
1.2.2.1.4.Ekonomik Gelişme.....	14
1.2.2.1.5.Enflasyon Oranı	15
1.2.2.1.6.Para Arzındaki Büyüme	16
1.2.2.1.7.Bütçe Açığı	16
1.2.2.1.8.Gayri Safi Milli Hâsıla ve Kişi Başına Düşen Milli Gelir	17
1.2.2.1.9.Yurt İçi Tasarruflar	17
1.2.2.1.10.Dış Borç Stoku / GSMH	17
1.2.2.1.11.Dış Borç Servisi / İhracat	18
1.2.2.1.12.Uluslararası Net Rezervler / Dış Borç Stoku	18
1.2.2.1.13.Faiz Oranı.....	18
1.2.2.1.14.İhracatın İthalatı Karşılama Oranı	19
1.2.2.1.15.Döviz Rezervlerinin İthalatı Karşılama Oranı	19
1.2.2.1.16.Kredi Temerrüt Swap Primi (CDS Primi)	19
1.2.2.2.Politik Faktörler	20

1.2.2.3. Sosyal Faktörler	22
---------------------------------	----

İKİNCİ BÖLÜM

KREDİ DERECELENDİRME VE KREDİ DERECELENDİRME

ŞİRKETLERİ

2.1.Kredi Derecelendirme Kavramı	24
2.1.1.Kredi Derecelendirme Türleri	25
2.1.2.Kredi Derecelendirmenin Önemi	28
2.2.Uluslararası Kredi Derecelendirme Şirketleri	29
2.2.1.Kredi Derecelendirme Şirketlerinin Amaçları	33
2.2.2.Kredi Derecelendirme Şirketlerinin Tarihi	34
2.3.Önemli Kredi Derecelendirme Şirketleri ve Not Sistemleri	37
2.3.1.Standard and Poor's Global Ratings	40
2.3.1.1.Standard and Poor's Ülke Kredi Derecelendirme Ölçütleri	40
2.3.2.Fitch Ratings	44
2.3.2.1.Fitch Ratings Ülke Kredi Derecelendirme Ölçütleri	45
2.3.3.Moody's Investor Service	48
2.3.3.1.Moody's Ülke Kredi Derecelendirme Ölçütleri	48
2.4.Kredi Derecelendirme Şirketlerine Yapılan Eleştiriler	52

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

LİTERATÜR

3.1.Yurt Dışında Yapılmış Çalışmalar	54
3.2.Yurt İçinde Yapılmış Çalışmalar	57

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERİN KREDİ NOTU BELİRLEYİCİLERİ

ÜZERİNE BİR PANEL VERİ UYGULAMASI

4.1.Panel Veri Analizi	63
4.1.1.Havuzlanmış Panel Veri Regresyonu (Pooled Regresyon)	65
4.1.2.Sabit Etkiler Modeli (Fixed Effects)	66
4.1.3.Rastal Etkiler Modeli (Random Effects)	67
4.1.4.Panel Durağanlık Testleri	68
4.1.5.Oto-korelasyon ve Değişken Varyanslılık	69
4.1.6.Panel Veri Analizi Model Seçimi	69

4.2.Çalışmanın Amacı.....	71
4.3.Çalışmanın Veri Seti	71
4.4. Modelin Kurulması ve Hipotezler.....	77
4.5. Bulgular.....	87
SONUÇ.....	98
KAYNAKÇA	103
EKLER.....	114



TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1: Yönetim Göstergeleri.....	22
Tablo 2: Kredi Derecelendirme Türleri.....	26
Tablo 3: NRSRO Statüsündeki Kredi Derecelendirme Şirketleri.....	30
Tablo 4: NRSRO Statüsündeki Kredi Derecelendirme Şirketlerinin Yaptığı Toplam Kredi Değerlendirmeleri	31
Tablo 5: NRSRO Statüsündeki Şirketlerin Gelir Dağılımı	32
Tablo 6: SPK Tarafından Kabul Edilen Derecelendirme Şirketleri.....	33
Tablo 7: Derecelendirme Şirketlerinin Tarihi	36
Tablo 8: Kredi Derecelendirme Şirketlerinin Not Sistemleri.....	39
Tablo 9: Standard and Poor's Şirketinin Ülke Kredi Notunu Belirleyen Faktörleri .	42
Tablo 10: Standard and Poor's Ülke Kredi Notu Göstergeleri	44
Tablo 11: Fitch Rating Şirketinin Ülke Kredi Notunu Belirleyen Faktörleri	47
Tablo 12: Moody's Şirketinin Ülke Kredi Notunu Belirleyen Faktörleri	51
Tablo 13: Ülke Kredi Notunun Belirleyicileri	60
Tablo 14: Ülke Riski ve Ülke Kredi Notu Belirleyicileri	61
Tablo 15: Modele İlişkin Değişkenler.....	73
Tablo 16: Değişkenler Arası Korelasyon Matrisi	75
Tablo 17: Varyans Artış Faktörleri Katsayıları.....	77
Tablo 18: Panel Durağanlık Test Sonuçları	79
Tablo 19: Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler	81
Tablo 20: F (Chow) Testi Sonucu	82
Tablo 21: Hausman Testi Sonucu	83
Tablo 22: Wooldridge Oto-korelasyon Testi Sonucu	84
Tablo 23: Wald Değişken Varyanslılık Testi Sonucu	85
Tablo 24: Panel Regresyon İstatistik Sonuçları	88

ŞEKİLLER LİSTESİ

- Şekil 1:** NRSRO Statüsündeki Kredi Derecelendirme Şirketlerinin Piyasa Payları.. 31
- Şekil 2:** Standard and Poor's Şirketinin Ülke Kredi Notu Belirleme Çerçevesi 41
- Şekil 3:** Moody's Şirketinin Ülke Kredi Notu Belirleme Çerçevesi..... 49



KISALTMALAR LİSTESİ

A.Ş.	: Anonim Şirket
AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BDGSYİH	: Bütçe Dengesinin Gayri Safi Yurt İçi Hasılaya Oranı
BIS	: Uluslararası Ödemeler Bankası (Bank for International Settlements)
BORCGSYİH	: Kamu Borcunun Gayri Safi Yurt İçi Hasılaya Oranı
BORSA	: Borsa Endeks Getirisi
CDGSYİH	: Cari Dengenin Gayri Safi Yurt İçi Hasılaya Oranı
CDS	: Kredi Temerrüt Swap Primi (Credit Default Swap)
CDS5Y	: 5 Yıl Vadeli Kredi Temerrüt Swap Primi
DYYGSYİH	: Doğrudan Yabancı Yatırımların Gayri Safi Yurt İçi Hasılaya Oranı
ENF	: Enflasyon Oranı
EUROSTAT	: Avrupa İstatistik Ofisi (Statistical Office of The European Communities)
FAİZ	: Yıllık Kredi Faiz Oranı
GLBRISK	: Global Risk Faktörü
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
IMF	: Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund)
ISSIZLIK	: İşsizlik Oranı
KBGSYİH	: Kişi Başına Düşen Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
KRDHCMD	: Kredi Hacmi
KRDNOTD	: Ülke Kredi Notu
KUR	: Döviz Kuru
KVBO	: Kısa Vadeli Borcun Dış Borca Oranı
NRSRO	: Ulusal Olarak Tanınan İstatistiksel Derecelendirme Kurumu (Nationally Recognized Statistical Rating Organization)

OPEC	: Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü (Organization of The Petroleum Exporting Countries)
POLRE	: Politik Risk Faktörü
PORTGSYIH	: Portföy Yatırımlarının Gayri Safi Yurt İçi Hasılaya Oranı
REZGSYIH	: Uluslararası Rezervlerin Gayri Safi Yurt İçi Hasılaya Oranı
S&P	: Standard and Poor's
SEC	: ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (Securities and Exchange Commission)
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
v.d.	: ve diğerleri
v.b.	: ve bunun gibi
VIF	: Varyans Artış Faktörleri (Variance Inflation Factors)
WEF	: Dünya Ekonomik Forumu (World Economic Forum)
YONGRE	: Yönetim Göstergeleri

GİRİŞ

Küreselleşen dünyada var olan kısıtlı kaynaklardan getiri elde edebilmek için gerçekleştirilen yatırımlar açısından, uluslararası piyasalarda pek çok risk bulunmaktadır. Bu riskleri belirlemek için profesyonel şirketler tarafından analizler yapılmakta, kredi derecelendirme şirketleri tarafından yapılan bu analizler, ulusal veya uluslararası yatırımcılar için meydana gelebilecek olumsuzlukların belirlenmesi ve yatırımlara yön verebilmesi açısından önem taşımaktadır.

Bundan dolayı, ülke riski analizi kredi açılacak veya yatırım yapılacak ülkede mevcut olan risk faktörlerini belirleyerek, ülkenin borç servis kapasitesini ve güvenilirliğini değerlendirerek, ülke hükümetinin izlediği ekonomik, sosyal ve politik unsurlarını bir bütün olarak incelemek amacıyla yapılmaktadır. İş çevresinde var olan değişikliklerden dolayı ülke riski ülkenin faaliyet kârlarının veya varlıklarının değerini olumsuz etkilemektedir.

Kredi derecelendirme şirketleri tarafından ülkelere verilen kredi notu ülke ekonomisi için çok önemli bir paya sahiptir. Ülke riskinin durumunu gösteren ülke kredi notu yabancı sermayenin girişi ve çıkışı konusunda belirleyici olabilmektedir.

Ülkelerin yüksek kredi notlarına sahip olmaları yabancı sermayenin girişini kolaylaştırırken, düşük kredi notuna sahip olmaları zorluklarla karşılaşabilmelerine neden olmaktadır. Çünkü ülkelerin uluslararası piyasalardan, ihtiyaç duydukları yabancı fonları sağlamalarında kredi notları büyük bir etkiye sahiptir.

Kredi derecelendirme şirketleri, ülkelerin kredi notlarında etkili olan faktörleri belirlerken ilk önce ülke riskine bakmaktadır. Kredi notunu belirlemede kullanılan faktörler her derecelendirme şirketi için farklı hesaplanmaktadır. Bu faktörlerin tespiti için yapılan çalışmalar incelendiğinde ülke kredi notunun belirlenmesinde ekonomik, politik ve sosyal koşulları gösteren faktörlerin kullanıldığı tespit edilmektedir.

Çalışmada uluslararası piyasada önemli rol oynayan derecelendirme şirketleri tarafından, gelişmekte olan ülkelere verilen ülke kredi notlarını etkileyen makroekonomik ve finansal belirleyiciler tespit edilmeye çalışılacaktır.

Gelişmekte olan ülkeler ekonomileri büyümelerini devam ettirebilmek için yabancı tasarrufa ihtiyaç duyarlar. Ancak uluslararası ticari engeller, kısıtlamalar, rekabet koşullarının adil olmaması, döviz kurundaki ve faiz oranlarındaki değişkenlikler gelişmekte olan ülkelerin yatırımcıyı çekebilmesini zor hale getirmektedir. Bu sebeple gelişmekte olan piyasalarda ülke kredi notu, hem yatırımcıları hem de ülke ekonomilerini yakından etkilemektedir.

Tezin ülke riski ve ülke kredi notu başlıklı birinci bölümünde, ülke riskinin ve ülke kredi notunun yatırımcılar ve ülkeler açısından anlam ve önemine değinilirken, ülke kredi notunu etkileyen makroekonomik ve finansal, politik ve sosyal faktörlerin de neler olduğu anlatılmıştır. Kredi derecelendirme ve kredi derecelendirme şirketleri başlıklı ikinci bölümde ise kredi derecelendirme kavramı ve türleri, uluslararası piyasada sektörün büyük bir kısmını elinde tutan ve piyasada yüksek etkiye sahip Standard and Poor's, Moody's, ve Fitch şirketlerinin derecelendirme ölçütleri incelenmiştir. Ayrıca kredi derecelendirme tarihi ve şirketlerin not sistemleri de açıklanmıştır. Üçüncü bölümde ülke kredi notlarının belirlenmesinde kredi derecelendirme şirketlerinin kullandığı makroekonomik ve finansal belirleyicileri bulmaya yönelik yapılan çalışmalara yer verilmiştir.

Çalışmanın dördüncü ve son bölümünde ise çalışmanın modelini kurabilmek için kullandığımız panel veri analizine, çalışmanın amacına, veri setine, değişkenlerine, modeline, hipotezlerine ve bulguların değerlendirilmesine yer verilmiştir.

Son olarak sonuç kısmında, yapılan ekonometrik analiz sonucunda elde edilen veriler yorumlanmış, gelişmekte olan ülkelere, derecelendirme şirketlerinin vermiş olduğu ülke kredi notlarının makroekonomik ve finansal belirleyicileri tespit edilmiş ve konuya ait değerlendirmeler yapılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

ÜLKE RİSKİ VE ÜLKE KREDİ NOTU

1.1. Ülke Riski

Fransızca kökenli olan risk kelimesinin aslı “risque”dir. Risk kelimesi bir zarara uğrama tehlikesi, istenmeyen sonuçlarla karşılaşma olasılığı, gelecekte alınan kararlarda kesin bilgiye sahip olunamaması olarak tanımlanmaktadır (Özbilgin, 2012: 88). Diğer bir tanımda, herhangi bir işleme bağlı olarak kaybın ortaya çıkması veya zararın ya da bir gider oluşmasından dolayı ekonomik faydanın azalması olasılığı ifade edilmektedir. Yani risk potansiyel sorunu, kaybı veya tehlikeyi işaret eden bir kavramdır (Babuşçu, 2005: 3). Farklı bir tanımda riski, gelecekte ne olacağı hakkında bugün ortaya çıkan belirsizlik olarak ifade etmektedir (Coyle, 2013: 2).

Küreselleşen dünyada var olan kısıtlı kaynaklardan getiri elde edebilmek için gerçekleştirilen yatırımlarda pek çok risk bulunmaktadır. Özellikle uluslararası piyasalarda risk hayati bir önem taşır. Bu riskleri belirlemek için profesyonel şirketler tarafından analizler yapılmaktadır. Kredi derecelendirme şirketleri tarafından yapılan bu analizlerden bir tanesi de ülke riski analizidir. Ülke riskinin içinde barındırdığı faktörler, kredi derecelendirme sürecinde oldukça geniş bir yer tutmaktadır. Ülke riski kavramı, ulusal veya uluslararası yatırımcılar açısından meydana gelebilecek olumsuzlukların belirlenmesi ve yatırımlara yön verebilmesi açısından yatırımcılar için ön plana çıkmaktadır.

Ülke riski kavramı bir ülkede var olan ekonomik, politik ve sosyal koşullardan kaynaklanan uluslararası borçlanma ile ilgilidir (Melvin ve Schlagenhauf, 1985: 601). Diğer bir tanımda, ülke riskini, uluslararası alanda gerçekleşen kredi işlemlerinde, kredi verilen ülkede olabilecek olumsuzluklar sonucunda zararla karşı karşıya gelme olasılığı olarak tanımlanmaktadır (Yörük, 1999: 1). Ülkelerin gelir durumu, borç ödeme kapasitesi, politik-ekonomik istikrarı, uluslararası rezervleri gibi uluslararası sermaye akımı ile ilgili faktörler ülke riski

kavramı içinde yer alır (Kula, 2006: 149). Başka bir tanımda ülke riskini, ülkenin dış borçlarını birçok farklı nedenden ödemek istememesi veya ödeyememesi durumunda ortaya çıkan ve diğer bütün dış borçlanma ve dış yatırımlarda karşı karşıya gelinen genel risklerden farklı olarak ortaya çıkan risk olarak tanımlamaktadır (Hoti ve McAleer, 2004: 540).

Ülke riski kavramının bugünkü haline gelmesine yardımcı olan Nagy ülke riskini; sınır ötesi borç verme ilişkilerinde borçlu olan ülke hükümetinin denetimi altında olan, ancak kesinlikle bireysel veya özel girişimin denetimi altında olmayan durumların neden olduğu bir zarara maruz kalma durumu olarak tanımlamıştır (Nagy, 1979: 13). Ayrıca ülke riski sosyal, politik ve ekonomik olaylar neticesinde oluşan bir risktir (Kartal, 1992: 309). Sistemik risk kaynaklarından olan ülke riski; ülkelerin finansal, ekonomik ve politik yapısı sebebiyle sınırlarının ötesindeki faaliyetlerinde yer alan yükümlülüklerini tamamen veya kısmen zamanında gerçekleştirememesi ihtimali olarak da tanımlanabilir (Carment, 2001).

Yukarıdaki tanımlamalarda görülmektedir ki, ülke riskinin ortaya çıkmasındaki temel sebep borcun ödenmemesi ya da zamanında ödenmemesidir. Var olan borç kamu ve özel sektöre ait olan toplam borçları ifade etmektedir. Bundan dolayı ülke riski gerçekleştirilecek yatırımları önemli derecede etkilemektedir.

Bundan dolayı, ülke riski analizi kredi açılacak veya yatırım yapılacak ülkede mevcut olan risk faktörlerini belirleyerek, ülkenin borç servis kapasitesini ve güvenilirliğini değerlendirerek, ülke hükümetinin izlediği ekonomik, sosyal ve politik unsurlarını bir bütün olarak incelemek amacıyla yapılır. İş çevresinde var olan değişikliklerden dolayı ülke riski ülkenin faaliyet kârlarının veya varlıklarının değerini olumsuz etkilemektedir.

Uluslararası ticari engeller, kısıtlamalar, rekabet koşullarının adil olmaması ve döviz kurundaki değişkenlikler sadece gelişmekte olan ülkelerde değil gelişmiş olarak ifade edilen ülkelerde ki yatırımcıyı da zora sokmakta ve risk kaynağı haline getirmektedir. Bu sebeple yalnız gelişmekteki ekonomilere özgü olmayan ülke riski, gelişmiş ülkeleri de etkilemektedir. Politik ya da finansal yönden, ülke riskinin analiz

edilmesi ve iyi değeriendirilebilmesi adına, yönetim kalitesi, teknolojik yeterlilik ve kurumların esnekliğı gibi unsurların birbiriyle ilişkilerinin iyi anlaşılması gerekmektedir (Günaydın, 2006: 1).

Ülke riskinin ortaya nasıl çıktığını inceleyecek olursak; 14. yüzyılda yatırımcılar, borçlu olan ülkenin finansal durumu hakkındaki yetersiz kalan bilgi, borç alan ülkenin borcunu geri ödeme istekliliğı veya yeteneğinin iyi değeriendirilmemesi sebebiyle pek çok zarara uğramışlardır. Ülkelerin geri ödemedeki yetersizliğı, o dönemin şartları dikkate alındığında genellikle, yanlış mali yönetim, verimsiz hasat, yeni savaşlarla ilgili verimsiz harcamalar gibi belirli ülke faktörlerinin bir araya gelmesinden kaynaklanmaktadır. Diğer dönemlerdeyse genel olarak dünyada gerçekleşen ihraç piyasalarındaki düşük artış, spekülative borç hareketleri veya ticaret hadlerindeki azalma ülke riski faktöründe etkili olmuştur. Bu anlamda sözleşmedeki şartlara uyulmamasıyla sonuçlanan bu ekonomik olay bir ülkenin borcunu geri ödemedeki isteksizliğı ile ilişkilendirilebilmektedir. Ayrıca ülkenin borcunu ödemedeki isteksizliğinin diğer tehlikeleri de yurtiçi veya bölgesel politik istikrarsızlıktır (Solberg, 1992: 10-11). Bugünkü anlamı ile kullanılmadan önce ülke riski kavramı farklı anlamlarda kullanılmış ve günümüzdeki şeklini almıştır.

Euro-dolar piyasalarının 1950'li yıllarda oluşumu ile uluslararası toptancı bankacılık gelişmiş ve çok uluslu şirketlere euro-dolar mevduatlar kredi olarak plase edilmeye başlanmıştır. Bu yıllarda tek risk faktörü, transferi gerçekleştirilen krediler bakımından ülke riskinden daha çok transfer riski olarak adlandırılan, borçlu olan ülkenin kambiyo rejiminde değışikliğe gidilerek, borçlu şirketlerin yurt dışına ödeme hizmetlerine kısıtlamalar getirilmesi olasılığıydı (Halıcı, 2005: 101).

1950'li yılların sonrasında çeşitli parametreler geliştirilerek riskin ölçülmesi çalışmalarına başlanmıştır. 1960'lı yıllarda ülke riski, politik risk olarak adlandırılarak önemi artmış ve pek çok çalışmaya araştırma konusu olarak literatürde yerini almaya başlamıştır. Özellikle 1960'lı ve 1970'li yıllarda, ülke riskine bankaların uluslararası kredilerde karşılaştıkları zararları ölçmek ve tanımlamak için farklı bir açıdan bakılmaya başlanmıştır (Clark, 2002: 257).

1960'ların ortalarından itibaren, borç almak için az gelişmiş ülke hükümetlerinin euro-dolar piyasalarına başvurmaya başlaması ile hükümet garantileri işin içine girmiş ve transfer riski bu yönüyle borç verenler açısından ortadan kalkmıştır. Ancak bu noktada da borçlu olan ülke hükümetlerinin anapara ve faiz ödemesi yapabilmesi için gerekli miktarda konvertibl döviz kazanamama sorunu ortaya çıkmıştır. Bunun sonucunda borç verenler, borçlu ülkelerin ekonomik durumlarındaki bozulmalar yüzünden riske girmeye başlamış ve uluslararası kredi veren kurumlar tarafından hükümlanlık riski (devletin ödeme zorluğuna düşme riski) önem kazanmaya başlamıştır. Bazı kurumlar ortaya çıkan bu yeni riski değerlendirmek için yeni teknikler ararken, dış yatırım tecrübesine sahip çokuluslu şirketlerin uyguladıkları metotlara yönelmişler ve onların kullandıkları "politik risk" terimini bu riski ifade etmek amacıyla kullanmaya başlamışlardır (G.Saini ve Bates, 1984: 341).

Zamanla az gelişmiş ülkelerde var olan şirketlere, uluslararası bankaların hükümet teminatı olmadan borç vermeye başlamasıyla politik risk terimi var olan riski anlatmakta bankalar açısından yetersiz kalmıştır. Çünkü uluslararası bankalar, çokuluslu şirketlerin aksine borç verdikleri ülkelerin borçlarına hizmet kapasitelerini değerlendirirken, politik risk faktörlerinin yanı sıra ekonomik ve sosyal faktörleri de incelemeye alma zorunluluğu ile karşı karşıya kalmışlardır. Bu gelişmelerin sonucunda ülke riski kavramı 1970'lerde literatürde bugünkü şekliyle yerini almıştır (Kara, 2006: 6).

1970'li yıllarda ülke riski analizi ilk olarak petrol krizlerinden kaynaklanan borç krizlerinin ortaya çıkmasıyla gündemde yer almıştır. 1973'deki petrol krizinin yaşanması sonucunda, petrol ihraç eden OPEC ülkeleri petrol fiyatlarının aşırı yükselmesiyle fon fazlalarını Avrupa piyasalarında değerlendirirken, gelişmekteki ülkelere ekonomilerini daha hızlı geliştirebilmek için Avrupa piyasalarından borçlanmayla finansman elde etmeyi tercih etmişlerdir. Bunların sonucunda petrol ithal eden gelişmekte olan ülkeler 1979 yılında yaşanan ikinci petrol krizi ile Avrupa piyasalarından fon açıklarının finansmanını sağlayarak çok fazla borç artışlarına sebep olmuşlardır (Yörük, 1999: 4).

1980 yılının başlarına gelindiğinde, yüksek dış borç yüküne sahip gelişmekte olan ülkelerin çoğu borçlarını geri ödeyemez hale gelmiştir. Meksika'nın 1982 yılında borçlarını erteleme (moratoryum) talebinde bulunması sonucunda; borç krizi ortaya çıkmış ve bu durum, borç vermede uzmanlaşan şirketlerin ülke riskini önemsemeye başlamalarında etkili olmuştur (Sachs, 1989: 87).

Meksika'yı izleyen diğer Latin Amerika ile Doğu Bloğu ülkeleriyle beraber pek çok gelişmekteki ülke de borçlarının vadelerinin tekrardan düzenlemeye tabi tutulmasını istemiştir. Bu durum borç krizinin boyutlarını genişletmiş ve bu ülkelere borç tahsis eden bankaların ekonomik dalgalanmalar geçirmesine sebep olmuştur (Tuğay, 1991: 30).

Ülke riskinin krizlerin meydana gelmesinde önemli bir etken olduğunun tespit edilmesiyle birlikte ülke riski literatürde yoğun olarak incelenmeye başlanmıştır. Borç krizleriyle birlikte bu dönemde farklı ülke riski analizleri oluşturulmaya başlanmıştır. Bu bağlamda borçlarla ülke riski arasında var olan ilişki araştırma konusu olarak değerlendirilmiştir (G.Saini ve Bates, 1984). Ülke risk analizi, yaşanan gelişmeler ile birlikte verilen borçların geri ödenmesinin tahmin edilebilmesi için gerekli bir unsur haline gelmiştir.

Ülke riski açısından bakıldığında bir kavram karmaşası ortaya çıkmaktadır. Bu kavramın transfer risk, hükümrancılık riski, politik risk ve ticari risk kavramları ile beraber veya bu kavramlarının yerine kullanıldığı gözlenmektedir. Transfer riski; belirli bir ülkenin kendi ekonomisi içindeki politikalarının bir parçası olması açısından yabancı yatırımcılarına veya borç verenlere faiz ödemeleri, kâr payı dağıtımı, sermaye gibi haklarına getirebileceği kısıtlama riski iken, hükümrancılık riski; bağımsız olan bir devletin, hükümetine ödenen kredilerin geri alınmasının taşıdığı belirsizliği içeren bir risktir. Ticari risk ise, belli bir şirketin sektördeki gelişmeleri sebebiyle likiditesini kaybetmesidir. Son olarak politik risk kavramı; ülkeye verilmiş olan kredinin geri alınmasının yalnızca politik sebeplerden dolayı sınırlandırılmasıyla borç verenin karşı karşıya kaldığı risktir (Kara, 2006: 8).

Süreç içerisinde ülke riski hükümler riski, transfer risk, ticari risk ve politik risk adları altında incelenmiş olsa da, hükümetlerin finansal yükümlülüklerini yerine getirmesinde ve kabiliyetlerini ölçmede kullanılan önemli bir gösterge haline gelmiştir (Clark, 2002: 257).

1.2. Ülke Kredi Notu

İngilizce literatürde “sovereign credit rating” olarak geçen ülke kredi notu kavramını ilk kullananlardan biri olan John Moody ülke kredi notunu, 1918’de yayımlanan “Moody’s Manual and Investment Letters” isimli kitabında hükümetin göreceli kredi değerliliği olarak ifade ederek ödeme isteği (iyi niyet) ve ödeme kabiliyeti şeklinde ayırmıştır (Bissoondoyal-Bheenick, 2005: 252).

Farklı çalışmalarda ülke kredi notu kavramı incelendiğinde çeşitli tanımlarla karşılaşmak mümkündür. Cantor ve Packer ülke kredi notunu; borçlunun sorumluluklarını zamanında yerine getirebilme ihtimalinin notlandırılması olarak ifade etmektedirler (1996).

Bhatia (2002), kredilerin geri ödenmeme ihtimaline karşı uluslararası sermaye piyasalarındaki ölçütlere uyan bir ölçü meydana getirerek özel kuruluşlara veya ülkelere verilen bir not ve Reinhart (2002) ise, ülkelerin temerrüde düşme ihtimalini gösteren özet bir istatistiki gösterge olduğunu tanımlamaktadır.

Diğer bir tanımda ise Afonso, Gomes ve Rother (2007), bir ülkenin mevcut kamu borcuna ait anapara ve faizini zamanında ödeme istek ve kabiliyetinin değerlendirilmesi olarak tanımlamaktadırlar. Ülke kredi notu bu özelliğiyle bir ülkenin kredi değerliliğini gösteren en önemli evrensel göstergelerin başında gelmektedir. Benzer bir ifadeyle ülke riskini temsil eden ülke kredi notları, ulusal veya uluslararası temelde çalışan kredi derecelendirme şirketleri olarak tanımladığımız kurumlar tarafından belirlenerek ilan edilmektedir.

Finansal piyasalarda artışların görülmesi ile birlikte derecelendirme bankalar, şirketler ve ülkeler başta yer alarak büyük bir alanda faaliyet göstermeye başlamıştır. Derecelendirme işlemi, finans alanında yer alan şirketlerin gösterdiği

başarısızlıkların artması ve yatırımcıların karşı karşıya geldiği risklerdeki artış sebebiyle daha da önem kazanmıştır (Capeci, 1985: 41).

Kredi derecelendirme şirketlerinden alınan yüksek kredi notları ülkelerin yabancı sermaye çekmelerine imkân tanırken, kredi derecelendirme şirketleri tarafından kredi notu düşürülen ülkelere de yoğun sermaye çıkışları yaşanır (Setty ve Dodd, 2003: 12). Çünkü ülkelerin uluslararası piyasalardan, ihtiyaç duydukları yabancı fonları sağlamalarında kredi notları büyük bir etkiye sahiptir.

Bir ülkenin kredi derecelendirmesini ölçme konusu uzmanlık isteyen bir çalışma gerektirmektedir. Ülke kredi değerliliğinin ölçümünün nasıl yapılacağı ve ülke kredi derecelendirmesinin alt boyutları ne olduğu ile ilgili genel bir uzlaşma sağlanamamaktadır. Her derecelendirme şirketi kendine ait olan ve duyurulmayan bir analiz gerçekleştirerek ölçme ve puanlama yaparak notlandırma yapmaktadır. Genel olarak derecelendirme şirketleri objektif ve subjektif ölçütler kullanarak ülke kredi derecelendirmesi yapmaktadırlar. Objektif ölçütler arasında, ülkelerin ekonomik performansları, subjektif değişkenlerde ise, derecelendirme şirketi yöneticilerin algılamalarına ilişkin finansal olmayan değişkenler, ülke özellikleri ve stratejileri yer almaktadır (Kırankabeş, 2006: 15).

Çalışmanın bundan sonraki kısmında ülke kredi notunun önemi ve ülke kredi notunu belirleyen faktörler anlatılmaya çalışılacaktır.

1.2.1. Ülke Kredi Notunun Önemi

Kredi derecelendirme şirketleri tarafından ülkelere verilen kredi notu ülke ekonomisi için çok önemli bir paya sahiptir. Yabancı yatırımcılar bir ülkede yatırım kararı verirken o ülkeye ilişkin ekonomik göstergeleri ve uzmanların yapmış olduğu görüşleri takip etmektedirler. Bundan dolayı, kredi derecelendirme şirketleri vermiş olduğu kredi notları, bu yatırımcılar için önemli bir gösterge haline gelmektedir. Dolayısıyla, ülkeler de bu kredi derecelendirme şirketlerinin verdiği ülke kredi notlarına oldukça önem vermektedirler (Nadem, Kumar, Mark ve Mathieson, 1996: 705).

Kredi derecelendirme şirketlerinin ülkelere verdiği kredi notları, derecelendirilen ülkelerin finansal sorumluklarını yerine getirebilmesinin bir göstergesi haline gelmiştir. Dolayısıyla, kredi notunun artışı beraberinde ülkenin çok daha ucuza ve daha fazla uzun vadeli dış finansmana ulaşma imkânını arttırabilmektedir. Ülkelerin dış finansmana ulaşmasında “yatırım yapılabilir” olarak ifade edilen kredi notu seviyesi önemli bir eşik oluşturmaktadır. Bu nedenle, küresel finansal piyasalarda, yatırım yapılabilir seviye ile bu seviyenin altında kalan kredi notları çeşitli risk grupları olarak düşünülmekte ve değerlendirilmektedir. Bir taraftan da sahip oldukları düzenleme ve yasalar, sigorta ve emeklilik fonları gibi çoğu uzun vadeli olan fonun sadece kredi notu “yatırım yapılabilir” seviyede gerçekleşen ülkelere yatırımların yapabilmesine olanak sağlamaktadır. Diğer bir ifadeyle, yatırım yapılabilir seviyeye yükselen kredi notu o ülkeye dair risklilik derecesinin azalmasına ve yatırımcıların sayılarının artmasını sağlamaktadır (Kanlı ve Barlas, 2011: 1).

Ayrıca gelişmekte olan piyasalarda sermayenin azlığı ekonomik gelişmeleri olumsuz şekilde etkilemektedir. Bu durumdan dolayı bu ülkeler sermaye ihtiyaçlarını sağlayabilmek için yabancı kaynaklardan faydalanmaya çalışmaktadırlar. Maalesef uluslararası piyasalarda, düşük nota sahip ülkeler maliyeti daha düşük olan piyasalardan borçlanamamaktadırlar (Karagöl ve Mihçioğur, 2012: 18).

Ayrıca uluslararası alanda kabul gören kredi derecelendirme şirketlerinin verdiği notlar sonucunda yatırım yapılabilir seviyede olarak değerlendirilmeyen Türkiye gibi ülkelere fon akışı engellenmektedir. Ancak ülkelerin yatırım yapılabilir seviyede derece notuna sahip oldukları zaman fonların akışı artacak ve bu ülkeye maliyeti düşük kaynak sağlanacaktır (Karagöl ve Mihçioğur, 2012: 14).

Anlatılanların sonucunda ülkelerin yüksek kredi notlarına sahip olmaları yabancı sermayenin girişini kolaylaştırırken, düşük kredi notuna sahip olmaları yüzünden de yabancı sermayeyi ülkelere çekmekte zorluklarla karşılaşabilmektedirler.

1.2.2. Ülke Kredi Notunu Belirleyen Faktörler

Ülke kredi notu verilirken ülkelerin ekonomik, sosyal ve politik yapılarını oluşturan ve belirleyen göstergeler ve bunlar arasında gerçekleşen etkileşim derecelendirme şirketleri tarafından analiz edilerek önem sırasına göre kaydedilip değerlendirilmektedir (Balıkçioğlu, 2013: 51).

Ülke riski literatürüne göre ülkelerin temerrüde düşme olasılığını yansıtan borçlanma maliyetlerinin risk notları üzerinde doğrudan etkisinin olduğunu kabul edilmektedir. Ülkenin risk notundaki veya güvenilirliğindeki iyileşme borçlanma maliyetlerinin ve borç servisi yükümlülüklerinin azalmasına sebep olacaktır (McAleer, Veiga ve Hoti, 2011: 1455).

Kredi derecelendirme şirketleri, ülkelerin kredi notlarında etkili olan faktörleri belirlerken ilk önce ülke riskine bakmaktadır. Kredi notunu belirlemede kullanılan faktörler her derecelendirme şirketinde farklı olabilir. Hatta bu faktörlere verilen önem derecesi bile değişir. Aynı faktöre aynı önemi vermek zorunda bile değildirler. Kredi derecelendirme faaliyetlerinde hangi faktöre ne derece önem verdikleri bilinmese de bu faktörlerin tespiti için yapılan pek çok çalışma bulunmaktadır. Çalışmanın üçüncü bölümünde bu çalışmalardan bahsedilecektir.

Ülke riski analizinde kullanılan faktörler ile ülke kredi notunu belirleyen faktörlerin yakın ilişki içinde olduğu unutulmamalıdır. Çalışmamızda ülke riski analizinde kullanılan faktörler ülke kredi notu açısından değerlendirilecektir.

Çalışmada ülke kredi notunu etkileyen faktörler makroekonomik ve finansal faktörler, politik faktörler ve sosyal faktörler başlıkları altında incelenecektir.

1.2.2.1. Makroekonomik ve Finansal Faktörler

Ülkelere kredi derecelendirmesi yapılırken ülkenin ekonomik geçmişi analiz edilmektedir. Bu analiz, ülkenin geleceği açısından bilgi verebilme ve öngöründe bulunabilme fırsatı yaratmaktadır. Kredi derecelendirme şirketleri tarafından yapılan ülke derecelendirmesine etki eden ekonomik faktörler incelenirken, kişi başına düşen

GSYİH, gelişmişlik düzeyi ve ekonomik büyüme, enflasyon hızı, önceki yıllara göre ülkedeki işsizlik durumu, ödeme kabiliyeti, döviz kuru ve dış borç yapısı, kapasite kullanım oranı ve faiz oranları dikkate alınmaktadır. Ayrıca ülkenin ithalat ve ihracat durumuna bağlı olarak, ihracatın ithalatı karşılama durumu, ihracat ve ithalat ürünlerinin fiyat ve gelir esnekliği, ihracat performansı ve verimliliği, başlıca ticaret yapılan ülkeler, ülkenin altın ve döviz rezervleri, nispi fiyatlar, uzun ve kısa süreli sermaye hareketleri kredi derecelendirme şirketleri tarafından dikkate alınan faktörler arasında yer almaktadır (Coşkun, 2016: 265).

Ülke riski ölçümünde ekonomik faktörler dışında, ölçülmesi daha zor olan, politik ve sosyal faktörler de incelenebilmektedir. Ancak ekonomik faktörler ölçülebilir ve önceki dönemlerle karşılaştırılabilir olması sebebiyle politik ve sosyal faktörlere göre çalışmalarda daha çok tercih edilmektedir. Derecelendirme faaliyetinde bir ülkenin ekonomik yapısını belirleyebilmek için bu değişkenlerden çok daha fazlasını incelemek gerekmektedir. Daha önce kredi notunu belirleyen faktörlerin her derecelendirme şirketinde farklı olarak incelendiği belirtilmişti ve dolayısıyla kredi notunda etkili olan ekonomik faktörleri belirleyebilmek için çok daha fazla sayıda makroekonomik ve finansal veriden faydalanılması gerekmektedir.

Aşağıda ülke kredi notunu belirleyen makroekonomik ve finansal faktörler geçmişte yapılan çalışmalardan da edinilen bilgiler doğrultusunda bir araya getirilerek açıklanmaya çalışılacaktır.

1.2.2.1.1. Cari İşlemler Dengesi ve Ödemeler Dengesi

Cari işlemler dengesi, ülkelerin ekonomik gücünün bir göstergesi olarak mal ve hizmet ihracatının, mal ve hizmet ithalatı ile arasındaki farkı göstermekte olup ülkelerin dış borçlarını öderken kullanılması gereken dövizin kazanılmasında en iyi kaynaktır. Cari işlemler dengesi değişkenleri ülke risk analizinde, genellikle başka değişkenlere oranlanarak kullanılır. Ülke risk analizinde cari işlemler dengesinin en yaygın olarak kullanıldığı oranlama, cari işlemler açığının ihracata oranı, yani “cari işlemler pozisyonu” dur (Tunca ve Bayer, 1996: 1241).

Ödemeler dengesi ise, ülkenin bir yıl zarfında diğer ülkelere yapmış olduğu ödemeler ve diğer ülkelerin ilgili ülkeye yaptığı ödemeleri gösteren tablodur. Dış ülkelere yapılan ödemeler ile diğer ülkelerin ilgili ülkeye yaptığı ödemelerin tabloda daima birbirine denk olması gerekmektedir. Ödemeler dengesi ülkenin varlıklarındaki değişmelerin ve dış borçların bir göstergesi olduğundan ülkenin farklı ülkelerle olan ekonomik ilişkilerin boyutlarının analiz edilmesini sağlamaktadır. Ayrıca hükümetlerce uygulanan ekonomi ve maliye politikalarının belirlenmesi ve analiz edilmesinde ya da özel sektörün kendi politikalarını belirlemesinde bir araç olarak kullanılmaktadır. Ülkelerin diğer ülkelerle olan ekonomik ilişkilerinin bir ölçüsü olan ödemeler dengesi; döviz kuru, enflasyon oranı, GSMH, gelir dağılımı ve kalkınma hızı gibi ülkelerin makroekonomik göstergeleri ile de yakın bir ilişki içerisinde (Tunca ve Bayer, 1996: 1241).

Genel anlamda ödemeler dengesi; ülkelerin, dünyanın diğer ülkeleriyle yaptığı mal, hizmet ve finansal varlık ticaretini gösteren kayıtlardır. Bu kayıtlar yapılan ticaretin ülkeye getirisini ikiye ayırarak, özel sektör ve kamu sektörü şeklinde sınıflandırır (Melvin ve Norrbin, 2013: 59).

1.2.2.1.2. Borç Servis Oranı

Borç servis oranı; dış borç servis ödemelerinin ihracata oranıdır. Dış borçların ne kadarının ihracat gelirlerinden karşılanabildiğini gösterir. Ülke risk analizinde en çok kullanılan borç göstergesidir. Ülkenin belli bir döviz gelirine karşılık, döviz giderleri artarsa ya da belli bir döviz giderine karşılık döviz gelirleri düşerse ülke borçlarını ödemede sorunlar yaşayabilir. Bu yüzden de yeni bir ödeme planı isteyebilir. Ülkelerin döviz gelirleri genel olarak, ihracat gelirine göre incelenmekte ve döviz giderlerinin ne kadarının döviz geliri ile karşılanabileceği hesaplanmaya çalışılmaktadır. Borç servis oranı %15'in altında olur ise düşük riskin olduğu kabul edilmektedir (Krayenbuehl, 1988: 54).

1.2.2.1.3. Uluslararası Rezervler

Para arzının bileşeni olan uluslararası rezerv, döviz arz ve talebi ilişkisinde meydana gelebilecek dengesizliğin ortadan kaldırılabilmesi için tampon görevi görmektedir (Lehto, 1994: 7).

IMF (1993)'e göre, para otoriteleri uluslararası rezervleri her zaman kullanılabilmekte ve kontrol edebilmektedir. Uluslararası rezerv, ödemeler dengesinde oluşabilecek açıkları finanse edebilmek için dolaylı olarak da meydana gelebilecek bir takım dengesiz durumları düzenleyebilmek için döviz piyasalarına döviz kurunu etkileyebilmek ve başka bir nedenle müdahale edebilmek için faydalanılan dış aktiflerdir.

Uluslararası rezervlerin seviyesi bütün ülkeler için büyük bir öneme sahiptir. Yeterli rezerv seviyesine sahip olmak, gerçekleşebilecek krizler için bir uyarı sistemi olarak görev yapar ve yaşanabilecek zor durumlarda dış borçların ödenmesinde kullanılmaktadır.

1.2.2.1.4. Ekonomik Gelişme

Ekonomik gelişme, kişi başına reel hasılda oluşan artışları ifade etmektedir. Ancak meydana gelen artışlar uzun dönemde incelendiğinde ülkenin üretim ölçeğinin genişlemesi sonucunda veya potansiyelinin genişlemesi ya da daha üretken kullanılması sebebiyle meydana çıkabileceğinden, ekonomik gelişme sorunu, genel olarak uzun vadeli bir sorun olarak kabul edilir. Bu sebeple gelişme, makroekonomik anlamda daha çok arz cephesince belirlenir (Kibritçioğlu, 1998: 1).

Dolayısıyla ülkede uygulanan ekonomi politikaları ülkeye olan güveni etkileyerek ülkeye döviz girişini ve ülkenin dış borç ödeme kapasitesini yakından etkilemektedir. Uygulanan güçlü ekonomi politikaları ülkeye doğrudan yabancı yatırımları çekerek sermaye girişini artırmakta ve bu durum ülkenin rezerv durumunu iyileştirmektedir (Krayenbuehl, 1988).

Uygulanan ekonomi politikaları ve ekonomideki gelişmeler ülkenin uygun maliyetli dış borç bulmasına da etki etmektedir. Alınan dış borcun faiz oranı ülke riskinin ve dolayısıyla ülkeye olan güvenin bir göstergesidir. Riski az olan ülkeler daha düşük faiz oranından borçlanma elde ederken, riski yüksek olan ülkeler yüksek faiz oranlarından bile borçlanmada zorlanmaktadırlar. Kredilere uygulanan risk priminin yalnız borçlanma maliyeti olarak görülmemesi gereklidir. Çünkü risk priminin büyüklüğü borcun geri ödenmeme riskini de yakından etkilemektedir. Ayrıca ülke riski borçlanma faizlerini yükseltici etkide bulunurken bir taraftan da yüksek borçlanma faizleri ülkeye ek maliyetler ekleyerek ülkenin riskliliğini artırmaktadır (Edwards, 1985: 22).

Ekonomik gelişme ülkelerin kredi derecelendirme analizlerinde, yabancı yatırımcılar tarafından yatırım kararı alınması aşamasında dikkate alınan faktörlerdendir. Ülkelerin yüksek büyüme oranları elde edebilmek için uygulayacağı ekonomi politikaları sonucunda, ülkelerin borcunu geri ödememe riski azalmakta ve yüksek kredi notuna sahip olmalarına olanak sağlamaktadır.

1.2.2.1.5. Enflasyon Oranı

Fiyatlar genel düzeyinin sürekli olarak yükselmesinden dolayı ülke para biriminin sahip olduğu değerini kaybetmesi ve bu sebepten tüketicilerin satın alma gücünü kaybetmesine enflasyon denmektedir.

Enflasyon oranı, ekonomik etkinliği doğrudan etkileyebilir ve reel döviz kurunun çok fazla değerlenmesine neden olur. Ayrıca reel faiz oranını olumsuz etkilemekte ve finansal aracılığı engelleyebilmek şeklinde dolaylı bir etkiye sahip olabilmektedir (Odedokun, 1996: 119-121).

Bir ülkenin dış ticaretini ve dolayısıyla döviz kazanma gücünü önemli oranda etkileyebilecek bir faktör olan enflasyon, yüksek olduğu bir ülkede uygulanan döviz kuru politikasında büyük bir önem taşır. Sabit döviz kuru politikası, dalgalı döviz kuru politikası veya enflasyon artışıyla orantılı olarak artırılan döviz kuru politikası uluslararası rekabet gücünü yakından etkileyecektir. Döviz kuru artışından daha hızlı artan enflasyon oranı ülkenin uluslararası rekabet gücünü olumsuz etkiler ve

dolayısıyla ihracat gelirleri azalır. Döviz kurundan daha hızlı artan enflasyon ayrıca ithal malların daha ucuz olmasını sağlayacak ve ithalatı özendirecektir. Bundan dolayı dış ticaret dengesini olumsuz etkileyecek ve döviz kaybına neden olacaktır (Krayenbuehl, 1988: 39).

Sürekli enflasyon ile boğuşan bir ülkenin ekonomi piyasalarının karşılaşılabileceği olası bir şoka karşı vereceği tepki, düşük enflasyona sahip ekonomilere oranla çok daha fazla olması sebebiyle yatırımcılar açısından güvensizlik oluşturabilmektedir.

1.2.2.1.6. Para Arzındaki Büyüme

Para arzı, ekonomideki dolaşımda var olan para miktarı olarak tanımlanmaktadır (Ünsal, 2000: 383). Para arzı, para piyasalarındaki ekonomik hareketliliğin gerçekleştirilmesinde oynadığı rol sebebiyle diğer ekonomik göstergeleri de etkileyen bir değişken durumundadır.

Para arzındaki aşırı büyüme enflasyonist bir etkiyi de beraberinde getirir. Ayrıca kaynakların kıt olduğunu ifade etmekle beraber para basma gereğini de ortaya çıkarmaktadır (Branson, 1995: 88-89). Bu sebeple enflasyonla beraber faizlerde yükselmektedir. Diğer taraftan finansal açıdan planlama zorlukları, sermaye maliyetlerinin yükselmesi, sermaye gereksiniminin artması, tahvil fiyatlarının düşmesi gibi sonuçlar ortaya çıkmakta ve kur riski artmaktadır (Ceylan, 2000: 482).

1.2.2.1.7. Bütçe Açığı

Bütçe belirli bir dönemdeki kamu mal ve hizmet üretiminin finansmanını göstermektedir, ayrıca uygulanacak olan iktisat politikalarının belirlenmesi açısından devlet bütçesi önemli bir mali-iktisadi işleve sahiptir (Pınar, 2017: 130). Bütçe açığı ise kamu gelirlerinin kamu harcamalarını karşılayamaması sonucunda meydana gelen farktır. Bütçe açığı beraberinde birçok makroekonomik sorun getirmektedir.

1.2.2.1.8. Gayri Safi Milli Hâsıla ve Kişi Başına Düşen Milli Gelir

Ekonomik hacmin belirlenmesi ve ekonomik büyümeyi göstermesi sebebiyle önemli bir göstergedir. GSMH bireysel geliri etkilemesi açısından da ayrı bir öneme sahiptir.

Bir ülkede hesaplanan GSMH o ülkede var olan nüfusa bölündüğünde kişi başına düşen milli gelir bulunur. Kişi başına düşen milli gelir ve GSMH birçok çalışmada ülke kredi notunu etkileyen önemli faktörler olarak belirlenmiştir.

1.2.2.1.9. Yurt İçi Tasarruflar

Yurtiçi tasarruf, hem bireylerin hem de kurumların yurtiçi harcamaları sonucu elde kalan gelirlerin toplamına denilmektedir. Yurt içi tasarrufların büyük olması sermaye maliyetlerini olumlu yönde etkilemektedir. Bunun sonucunda yurt içi tasarruflar sermayeye yeni yatırım olanakları sağlamakta ve var olan yatırımların verimliliğini artırmaktadır. Genel anlamda bu iki durumda da bir gelir düzeyi artışı olmaktadır (Ertürk, 1999: 316).

1.2.2.1.10. Dış Borç Stoku / GSMH

Bu gösterge ülkelerin yıllık dış borcunun yıllık GSMH toplamına oranlanması ile elde edilir.

Genel olarak bir ülkelerin güvenilirliğinin belirlenmesinde kullanılan bir ölçüt olarak kullanılır. Dış borç stokunun GSMH'dan daha hızlı artması, bu göstergenin artmasına sebep olur. Dünya Bankası ve IMF ölçütlerine göre dış borcun GSMH'da içinde yer alan oranı %50'yi aşmış ise ülke dış borçlanma sınırına ulaşmış demektir (Evgin, 2000: 10).

1.2.2.1.11. Dış Borç Servisi / İhracat

Bu oran, bir ülkenin mal ve hizmet ihracatı ile elde edilen gelirlerinin ne kadar bir kısmının borç servisi ödemelerine ayrıldığını göstermektedir. Ayrıca bir ülkenin borç ödeyebilme kapasitesinin değerlendirilmesi için de önemli bir göstergedir. Dünya Bankası ve IMF ölçütlerinde bu oranın %30'u geçmesi durumunda ülkenin dış borçlanmaya sınır getirmesi gerekmektedir (Evgin, 2000: 10). Belirlenen sınır aşıldığında ülke ihracattan elde edilen gelirlerinin büyük bir kısmını dış borçların ödenebilmesine harcayacağından ekonomik büyümeyi arttıran projelere yeterli kaynak ayıramayacak hale gelecektir (Mewally ve O'Brien, 1994: 99).

1.2.2.1.12. Uluslararası Net Rezervler / Dış Borç Stoku

Kısa vadeli borçlar uluslararası rezervlerden çıkartıldığında net rezerv miktarı elde edilmektedir. Bu oran ise, bir ülkenin dış borcunun maliyetini ve dış borç ödeme kabiliyetini göstermektedir.

Ülke ekonomisi için bu oranın yıllar içinde küçülmesi olumsuz, büyümesi ise olumlu bir gelişmeye neden olmaktadır. Bu sebeple bu ölçüte göre yıllar içerisinde bu oran küçülme gösteriyor ise dış borçlanmaya sınır getirilmelidir. Uluslararası rezervlerin çoğunluğunun dış borçlardan oluşuyor olması sebebiyle yabancı sermayede ortaya çıkan beklenmedik azalmalar karşısında ülkenin ekonomik büyümesinde önemli bir rol oynayan bu oran sermaye, mal ve hizmetlerin ithal edilmesinde zorluklarla karşı karşıya gelinmesine neden olabilecektir (Şahinöz, 1998: 362).

1.2.2.1.13. Faiz Oranı

Faiz; belirli miktardaki paranın, belirlenen getiri oranı ve vade ile borç verilmesi durumunda, borçluya verilen paranın kirası olarak alınan miktara denilmektedir (Okka, 2009: 25). Faiz oranının yüksek olması sermaye maliyetlerini olumsuz etkilerken, düşük olması yatırımı teşvik edici özelliğe sahiptir.

1.2.2.1.14. İhracatın İthalatı Karşılama Oranı

Bu oranın düşük olması ödemeler dengesinin olumlu gelişimine katkıda bulunur ve aynı zamanda bu oran yurt dışında yer alan faaliyetlerindeki fazlanın ve açığın da bir göstergesi olmaktadır. Dolayısıyla ihracat oranının ithalattan daha fazla olması milli geliri artırıcı bir etkiye neden olmaktadır (Branson, 1995: 379).

1.2.2.1.15. Döviz Rezervlerinin İthalatı Karşılama Oranı

Bu oran, dış ödeme kabiliyetinin belirlenmesinde kullanılmaktadır. Ekonominin büyümesi ve pazardaki istikrarın sürekliliği hususunda da önemli bilgiler sunmaktadır. Aynı zamanda ithalatın, ekonomide meydana gelebilecek dönemsel olumsuz durumlar sırasında sürdürülebilirlik kapasitesini ölçmektedir.

1.2.2.1.16. Kredi Temerrüt Swap Primi (CDS Primi)

Kredi temerrüt swap primi, bir finansal kredinin geri ödenmeme riskine karşılık borç verenin alacağını güvence altına alan ve bunu da belirlenen ücret karşılığında yerine getiren kredi türev enstrümanı olarak tanımlanmaktadır (Karagöl ve Mıhçıokur, 2012: 21). Diğer bir tanım, kredi temerrüt swap primini kredi olayı olarak açıklayan iflas, batma, temerrüt ya da kredi notundaki düşüş şeklinde de ifade edilecek bir olaydan dolayı bir referans varlıkla ilgili olan potansiyel kayıpları transfer eden enstrümanlar olarak açıklamıştır (Kiff ve Morrow, 2000: 3).

Çok uzun bir zaman kredi notları ülkelerin kredi riskine belirlemede esas olarak kullanılmıştır. Diğer bir taraftan, derecelendirme şirketleri tarafından açıklanan kredi notlarının 2000’li yıllara gelindiğinde kredi riskini yansıtmada yetersiz kaldığı görüşü yaygınlaşmaya başlamıştır (Mora, 2006: 2051).

Bu görüş, küresel finans krizinden sonra daha yayılarak, savunulmaya başlanmıştır. Çünkü yüksek kredi notuna sahip birçok şirketin kriz sürecinde mali çıkmaza girmesi ve iflasları, kredi notlarına yapılan sorgulamaların doğruluğunu onaylamıştır. Bu durumda, kredi notlarını ikame edebilecek başka bir araca ihtiyaç duyulmuştur. Bu ihtiyaca karşılık olarak, kredi riskinin değerlendirilmesinde kredi

notları alternatifinin kredi temerrüt swap primi olabileceğine yönelik görüşler kabul edilmeye başlanmıştır (Flannery, Houston, ve Partnoy, 2010: 2095).

Ülkeye yönelik güvenilirliğin düşük olduğu durumlarda kredi temerrüt swap primi yüksek olmaktadır. Bu durum ülke riskinin de yüksek olduğu anlamına gelmektedir.

Çalışmada CDS priminin kullanılması kredi notuna bir alternatif olarak görülmesi ve bu sebepten karşılaştırmanın yapılmasına olanak vermesidir ayrıca kredi derecelendirme şirketlerine yapılan eleştiriler farklı bir başlık altında anlatılacaktır.

1.2.2.2. Politik Faktörler

Politika ve ekonominin karşılıklı etkileşimi, politik kargaşa veya değişen yönetim sebebiyle ekonomik yaşamın felce uğraması ve dış borç yükümlülüklerinin yerine getirilmemesi sonucuna ulaşılması kredi verenler tarafından bilinen bir olgudur. Bu noktada borç ödememeye politik kriz arasında bir ilişkinin olduğu belirtilmektedir. Politik kriz içinde olan bir ülkenin, yüksek dış borç stokuna da sahip olması durumunun aynı anda gerçekleşmesi dış borcunu geri ödeyememe olasılığını artırabilmektedir (Chang, 2005: 25-26).

Bir ülkenin politik istikrarını belirleyen iç ve dış etmenler aşağıdaki şekilde sıralanabilmektedir (Bhalla, 1983: 67). Bunlar:

İç etmenler;

- Kültürel temel
- Politik yapı ve kurumlar
- Bürokrasi
- İdeolojik temel
- Güç merkezleri

Dış etmenler;

- Süper güçlerle olan ilişkiler
- Bölgesel ekonomik ve savunma ittifakları
- Komşularla ilişkiler

Ülkelerin gelişmişlik düzeyine bağlı olarak ülke riski içindeki politik risk faktörlerinin payı değişebilmektedir. Gelişmiş ülkeler düzeyinden başlayarak az gelişmiş ülkeler düzeyine doğru gidildikçe politik risk faktörlerinin daha etkili sonuçlar verdiğini söyleyebiliriz. Örneğin, az gelişmiş ülkelerin borçlarını zamanında geri ödeyemeyeceği ile ilgili kaygılar arttığında, kredi verenin karşılaşacağı risk de artacaktır. Bu durum ülke riskinin artmasına ve daha yüksek faizli kredilerin ödenmesine neden olmaktadır (Mankiw, 2010: 394).

Çalışmada Dünya Bankası'nın yayımladığı Yönetim Göstergeleri (Worldwide Governance Indicators) politik faktörler olarak Tablo 1'de açıklanmıştır. İlk olarak 1996 yılında ve 2003 yılından itibaren de her yıl yayımlanmış olan bu veriler 6 farklı göstergeden oluşmaktadır.

Tablo 1: Yönetim Göstergeleri

YÖNETİM GÖSTERGESİ	AÇIKLAMA
İfade özgürlüğü ve şeffaflık	Ülke vatandaşlarının hükümetlerini seçerken ne kadar etkin oldukları aynı zamanda, ifade ve örgütlenme özgürlüğü ve bağımsız medya algısını ölçmektedir.
Siyasi istikrar	Hükümetlerin siyasi şiddet ve terörizm de dâhil olmak üzere, anayasaya aykırı veya şiddet içeren bir yolla istikrarsızlaştırılması ve ya devrilmesi gibi durumların gerçekleşme ihtimalinin algılanmasını ölçmektedir.
Hükümetin etkinliği	Kamu hizmetlerinin kalitesini, siyasi baskılardan uzak tutarak politika oluşturma ve uygulama kapasitesi ile hükümetin vermiş olduğu politika taahhütlerinin güvenilirliğini ölçmektedir.
Mevzuat kalitesi	Bu gösterge hükümetin özel sektörün gelişimini teşvik eden sağlıklı politikalar ve yasal düzenlemeler oluşturma becerisine ilişkin algılarını ölçmektedir.
Hukukun üstünlüğü	Bu gösterge ise, bireylerin ve şirketlerin toplumun kurallarına ne ölçüde güvendiği ve uyduğunun, özellikle de kanunların ve sözleşmelerin uygulanma kalitesi, mülkiyet haklarının korunması, kolluk kuvvetleri ve yargı sisteminin bağımsızlığı gibi hususlarda ülkelerin ne ölçüde başarı sağladığının algılanmasını ölçmektedir.
Yolsuzluğun önlenmesi	Son olarak bu gösterge, küçük ve büyük yolsuzluk biçimleri dâhil olmak üzere kamu gücünün, seçkinler ve özel çıkar grupları için kullanılma oranını ve devletin ne derece bu gruplar tarafından ele geçirildiğini ölçmektedir.

Kaynak: (Kaufmann, Kraay ve Mastruzzi, The Worldwide Governance Indicators Methodology and Analytical Issues, 2010).

Politik riskin tespit edilmesinde en önemli faktörün politik sistem olduğu unutulmamalıdır. Dünya Bankası'nın yayımladığı yukarıda açıklanan göstergeler çalışmaya eklenecek ve ülke kredi notuna etkileri tespit edilmeye çalışılacaktır.

1.2.2.3. Sosyal Faktörler

Sosyal kargaşa, iç savaş, aşiret çatışması, dinsel bölünme, düzensiz gerçekleşen gelir dağılımı, sosyal sınıflar arasında meydana gelen çatışmalar gibi sosyal faktörler ülkelerin ekonomik ve politik yapısını etkilemektedir. Bundan dolayı, uluslararası piyasalarda faaliyet gösteren şirketler ülke risk analizi yaparken borçlu ülkelerin gelir dağılımı, nüfus yoğunluğu, işgücü, sendikalar, din ve etnik

gruplaşmalar ve eğitim düzeyi vb. özellikleri değerlendirmekte ve analiz etmektedirler. Ülkelerin gelir düzeyleri arasında ki farklılığın az olması, dini ve etnik kutuplaşmaların olmaması, örgütlü ve nitelikli iş gücü, dengeli nüfus artışı ve dağılımı ve de yüksek eğitim düzeyine sahip olunması ülke riskini daha da azaltacaktır. Sosyal faktörleri iyileştirmek özellikle gelişmekte olan ve borç krizi içinde uzun süredir bulunan ülkeler için daha da zorlaşmaktadır (Yörük, 1999: 6).

Çalışmanın ikinci bölümünde kredi derecelendirme ve kredi derecelendirme şirketleri hakkında daha detaylı bilgiler verilecektir.



İKİNCİ BÖLÜM

KREDİ DERECELENDİRME VE KREDİ DERECELENDİRME ŞİRKETLERİ

2.1. Kredi Derecelendirme Kavramı

Derecelendirme, güvenilirlik (kredibilite) veya İngilizce “rating” olarak farklı isimlerle de karşımıza çıkan bir kavramdır ve bir çok farklı şekilde tanımlanmaktadır. Bu tanımlardan bazılarını şu şekilde sıralayabiliriz.

Kredi derecelendirme, işletmelerin risk durumları ve ödeyebilme yeteneklerini ya da borçluluğu gösteren sermaye piyasası araçlarının faiz, anapara vb. yükümlülüklerinin vadelerinde karşılanabilirliğinin derecelendirme şirketleri tarafından tarafsız, adil ve bağımsız bir şekilde sınıflandırılması ve değerlendirilmesi faaliyeti olarak tanımlanmaktadır (SPK, 2007).

Bir başka tanımı ise, bir borçlunun belirli bir menkul kıymete veya para piyasası araçlarına yönelik güvenilirliğinin değerlendirilmesi anlamına gelmektedir (SEC, 2018: 32).

Bir diğer ifadeyle, derecelendirme kavramı, derecelendirilen ülkelerin, işletmelerin veya finansal araçların güvenilirliği hakkındaki görüşlerdir. Hem kredi riskinin nicel değerlendirmelerini hem de derecelendirme kurulunun uzman kararını yansıtmaktadır. Dolayısıyla, derecelendirme bağımsız bir görüşü ifade etmektedir. Derecelendirme notları belirlendikten sonra halka duyurulmaktadır. Yayımlanan derecelendirmeler derecelendirilen grubun kredi değerliliği ile ilgili nispi bir görüşü ifade etmektedir (Packer ve Tarashev, 2011: 40).

Derecelendirme tanımına bu faaliyeti gerçekleştiren ve bu sektörün yaklaşık %96’sını elinde bulunduran üç büyük uluslararası derecelendirme şirketi olan “Moody’s Investors Service”, “Standard and Poor’s Global Ratings” ve “Fitch Ratings” açısından bakmakta da fayda vardır.

Standard and Poor's'a göre derecelendirme; borçlunun belirli yükümlülüklerini zamanında yerine getirebilmesinin yanında finansal kiralama işlemlerini yapan, garanti veren ya da sigorta işlemini gerçekleştiren kurum ve kuruluşların da güvenilirliğinin değerlendirilmesidir (S&P, 2018).

Moody's'e göre ise derecelendirme; menkul kıymet ihraç eden firmaların itfa süresi boyunca faiz ve anapara ödemelerini zamanında gerçekleştirebilme yetenekleri hakkında belirlenen bir yargı olmakla birlikte, ihraç edilen menkul kıymetin ve menkul kıymeti ihraç eden şirketin riskinin belirli bir çerçevede diğer şirketlerin risklerine göre sınıflandırılmasıdır (Moody's, 2019).

Son olarak Fitch'in tanımına göre ise derecelendirme; bir şirketin bir finansal yükümlülüğü zamanında gerçekleştirip gerçekleştiremeyeceği hakkında verilen bağımsız bir görüştür (Fitch, 2019).

Literatürde ele alınan bu tanımlar sonucunda derecelendirme, tarafsız bakış açısına sahip bağımsız bir kredi derecelendirme şirketi tarafından ülke ekonomilerinin ve işletmelerin geçmiş dönemlerdeki mali yapıları ile finansal durumlarının değerlendirilmesidir. Derecelendirmenin konusu ülkeler, işletmeler, finansal kuruluşlar veya ihraç malının kendisi olabilmektedir. Derecelendirme tarafsız bir analizi ifade etmektedir.

2.1.1. Kredi Derecelendirme Türleri

Zamanla gelişerek uluslararası boyut kazanan derecelendirme işlemi birçok farklı türde derecelendirme faaliyetini beraberinde getirmiştir. Derecelendirmenin farklı sınıflandırmalar ile mevcut farklı türleri vardır. Derecelendirmenin türleri ve açıklamaları Tablo 2'de gösterilmektedir. Çalışmada, incelenen türler çerçevesinde kolay ve anlaşılır bir tablo yapılmaya çalışılmıştır.

Tablo 2: Kredi Derecelendirme Türleri

DERECELENDİRME TÜRLERİ		AÇIKLAMA
Vadesine Göre	Kısa Vadeli	Ülkelerin veya işletmelerin 1 yıla kadar olan yükümlülüklerin karşılanabilmesi için likidite ve sermaye kaynaklarına erişim imkânının değerlendirilmesidir.
	Uzun Vadeli	Ülkelerin veya işletmelerin performansı ile işletmenin ait olduğu sektörle, ülkelerin ise, aynı kategorideki ülkelerle temel ekonomik ve finansal özelliklerini kıyaslayarak verilen görüştür. Uzun vadede yükümlülüklerin yerine getirilebilme olasılığını belirler.
Para Cinsine Göre	Uluslararası Döviz Cinsinden	Ülkelerin veya işletmelerin döviz cinsi yükümlülüklerini döviz yaratarak ödeyebilme kabiliyetini değerlendirilir. Tüm ülke risklerini konvertibilite riski dahil göz önüne alınır.
	Uluslararası Yerel Para Cinsinden	Ülkelerin veya işletmelerin yerel para cinsi yükümlülüklerini yerel para yaratarak ödeyebilme kabiliyeti uluslararası ölçütlere göre değerlendirilir. Konvertibilite riski hariç tüm ülke riskleri göz önüne alınır.
	Ulusal Yerel Para Cinsinden	Ülkelerin veya işletmelerin yerel para cinsi yükümlülüklerini yerel para yaratarak ödeyebilme kabiliyeti ulusal ölçütlere göre değerlendirilir. Ülke riskleri göz önüne alınmaz.
Derecelendirilen Kuruma Göre	Ülke Derecelendirme	Ülkelerin makroekonomik göstergelerinin zaman içindeki gelişimi ile beraber sosyal ve siyasi unsurlar da dikkate alınarak, dış borçların öngörülen tutarlarda ve zamanında ödenebilme kapasitesinin ifade edilmesidir.
	Kurumsal Derecelendirme	Borçlanma senetleri ihracı ile ilgisi olmaksızın şirketin mali gücü hakkında alacaklılara, hissedarlara ve diğer şahıslara tarafsız ve derinleştirilmiş bilgi vermek amacı ile değerlendirilir. Değerlendirilecek kurum veya kuruluşlar arasında sınai ve ticari şirketler, sigorta şirketleri, finans kurumları, bankalar ve belediyeler yer almaktadır.

	İhraç Derecelendirmesi	Yatırım sürecinde göz önünde bulundurulması gerekli risk unsuru olan geriye ödeyememe riskine ilişkindir. Amaç, yatırımcılar için firmanın geriye ödeyememe riskini olabildiğince basit, güvenilir ve tarafsız bir şekilde değerlendirmektir.
	Proje Derecelendirmesi	Bir projenin gerçekleştirilmesinde ihtiyaç duyulan finansman için kaynağın bulunması için projeye yatırım yapacak yatırımcılara, projenin yaratacağı nakit akışları, karlılığı ile borcun geri ödenme gücünü ifade etmektedir.
Derecelendirmeyi Yapan Kuruma Göre	İçsel Derecelendirme	Bankaların borç talep edenlere kendi içsel değerlendirme ölçütleri gereği verdikleri kredi notlarıdır. Bankalar içsel derecelendirmede kullanmak üzere müşterilerinden resmi belgelerini, finansal tablolarını ve tüm içsel ve dışsal diğer tüm nitelik ve niceliksel referans kaynaklarını talep ederler. Bankaların içsel derecelendirmede kullandığı sistem, yöntem ve veriler farklılık gösterebilmektedir.
	Dışsal Derecelendirme	Derecelendirme şirketleri tarafından, göreceli olarak büyük ölçekli firmaların sermaye piyasalarından borçlanabilmesini sağlamak için yapılan gösterge niteliğindeki kredi notudur.

Kaynak: (Şirvan, 2004), (Suadiye, 2006), (Yazıcı, 2009), (Akçayır ve Yıldız, 2014).

Yukarıda derecelendirmenin türlerini inceledikten sonra derecelendirme işleminin kapsamını daha da genişletebiliriz. Örneğin kredi derecelendirmesi yalnızca, derecelendirme işlemine tabi olan kurum, kuruluş, devlet veya menkul kıymetin güvenilirliğinin ölçülmesiyle sınırlı değildir. Derecelendirme notu, şirketlerin veya bu şirketlerin ihraç ettiği sermaye piyasası yükümlülüklerini zamanında yerine getirebilme yeteneğini göstermesinin yanında bir işletmeye ya da bireye kredi tahsis yapılırken taşınan riskin matematiksel olarak ifade edilmesidir (Yashidağ, 2007: 129).

2.1.2. Kredi Derecelendirmenin Önemi

Derecelendirme şirketlerine duyulan ihtiyacın sebebi, var olan bilgilere ulaşabilmekten daha çok derecelendirdikleri finansal varlıkların ilerideki durumlarıyla ilgili gerçekçi ve sağlıklı yönler vereceği beklentisidir. Bilgiye çok kısa zamanda ulaşma gayesi derecelendirme şirketlerine yönelik beklentiyi daha da arttırmıştır. Piyasa aktörlerinin bu ihtiyacından dolayı derecelendirme şirketlerinin ülkelerin veya şirketlerin var olan ekonomik görünümelerini piyasaya bildirmeleri beklenir. Bu bağlamda, kredi derecelendirme şirketleri tarafından hazırlanan raporların gerçek bilgiyi yansıtabilmesi hem derecelendirme şirketi hem de derecelendirilen ülke ve kuruluş için çok önemlidir (Karagöl ve Mihçioğur, 2012: 14).

Kredi derecelendirme şirketlerinin ülkelere, şirketlere ve finansal araçlara verdikleri notlar, yatırımcıların paralarını yatırıma dönüştürecekleri ülke veya şirketin karar verilmesine yardımcı olmaktadır. Örneğin hisse senedi ve tahvil ihraç edenlerle bu araçları satın alan bireyler, yatırım danışmanları ve kurumsal yatırımcılar derecelendirmeyi bilgi kaynağı olarak kullanan önemli gruplardır. Yatırımcılar derecelendirme şirketleri sayesinde güvenilirliği tespit etmenin zahmetinden ve maliyetinden kurtulmaktadırlar (Blaurock, 2007: 7).

Ayrıca derecelendirme ekonomiyi istikrar ve güvenilirlik içinde gelişen mali piyasalar kazandırmaktadır. Uluslararası yatırımı teşvik edici notlar alan ülkelerin ekonomisi, güven sinyalleri vererek alınan not sayesinde piyasalara ivme kazandıran hareket sağlar. Bu nedenle ülkelerin gelişim süreci tahmin edilenden daha kısa sürede gerçekleşir (Halıcı, 2005: 71).

Bunların yanı sıra kredi derecelendirme gelişmekte olan ülkeler için de önemli bir durumdur. Kredi derecelendirme gelişmekte olan ülkelerin kalkınmalarına yardımcı olur. Gelişmekte olan ülkenin kaynakları yetersiz olduğundan devlet tahvili çıkartarak yabancı dövizlere olan ihtiyacı artmaktadır. Finansal araçları araştıran gelişmekte olan ülkeler uluslararası piyasalardan fon talep etmektedir ve bundan dolayı doğru derecelendirme yapılması gelişmekte olan ülkeler açısından önemlidir.

Bu çerçevede kredi derecelendirme notları, risk yönetimi ve fon sağlama sürecinde oldukça sık kullanılan bir araç haline gelmiştir (Gür ve Öztürk, 2011: 71).

Ancak tüm bu faydalar aktif çalışan, düzenlenen ve denetlenen piyasalarda kabul görmektedir. Derecelendirme şirketleri hizmet verdikleri şirket ve hükümetlerden verilen hizmet karşılığında bir ücret almaktadır. Türev ürünlerin gelişmesi ile beraber iş hacimlerinin artmasına paralel olarak derecelendirme şirketlerinin gelirleri de hızla artmaktadır. Ulusal ve uluslararası düzeydeki düzenlemelerin yeterli düzeyde olmaması, derecelendirme şirketlerinin tarafsızlıklarını kaybederek, derecelendirme ölçüt ve notlarında dengesiz şekilde davrandıkları son dönemlerde ciddi bir şekilde eleştiriye maruz kalmalarına sebep olmuştur (Yazıcı, 2009: 8-9).

Derecelendirme sonucu ortaya çıkan kredi notu ülkeler, bireyler veya kuruluşlar bazında finansal yükümlülüklerin tam ve zamanında yerine getirilmesi durumundaki yeterliliği ve gönüllülüğü ifade ettiğinden dolayı yatırımcılar için yol göstericidir. Yatırım fonksiyonunu yerine getiren tüm ilgililer için de önem arz etmektedir. Tek başına derecelendirme işlemi bir ölçüt olma özelliği taşımaz. Bunun nedeni derecelendirme yapılırken bir hatanın oluşması sonucunda hatalı bir kredi notunun ortaya çıkması ve sadece derecelendirme sonuçlarına göre karar veren bir yatırımcıyı yanlış bir yöne götürebilmesidir. Bu sebepten fon sahipleri ya da yatırımcılar fonlarını kullandırırken veya yatırımlarını yaparken derecelendirme dışında yer alan faktörleri de mutlaka göz önünde bulundurmalıdırlar.

2.2. Uluslararası Kredi Derecelendirme Şirketleri

Dünyada ulusal, bölgesel ve uluslararası yapıda çok sayıda derecelendirme şirketi bulunmaktadır. Günümüzde dünya üzerinde en fazla kredi derecelendirme faaliyeti gerçekleştiren üç önemli derecelendirme şirketi Fitch, Moody's ve Standard and Poor's'dur.

ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu SEC (U.S. Securities and Exchange Commission) 1975 senesinde derecelendirme şirketlerinin faaliyetlerini ve piyasadaki hareketlerini standart hale getirebilmek için NRSRO'yu "Ulusal Olarak

Tanınan İstatistiksel Derecelendirme Kurumu” kurarak derecelendirme şirketlerini bir araya getirmiştir. Üç üye ile faaliyete başlayan kuruluşun bugünkü on adet üyesi ve hangi ülkelere ait şirketler olduğu Tablo 3’de gösterilmektedir.

Tablo 3: NRSRO Statüsündeki Kredi Derecelendirme Şirketleri

KREDİ DERECELENDİRME ŞİRKETİ	ÜLKE
A.M. Best Rating Services, Inc. (A.M. Best)	ABD
DBRS, Inc. (DBRS)	ABD
Egan-Jones Ratings Company (EJR)	ABD
Fitch Ratings, Inc. (Fitch)	ABD
HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings)	MEKSİKA
Japan Credit Rating Agency, Ltd. (JCR)	JAPONYA
Kroll Bond Rating Agency, Inc. (KBRA)	ABD
Moody’s Investors Service, Inc. (Moody’s)	ABD
Morningstar Credit Ratings, LLC (Morningstar)	ABD
S&P Global Ratings (S&P)	ABD

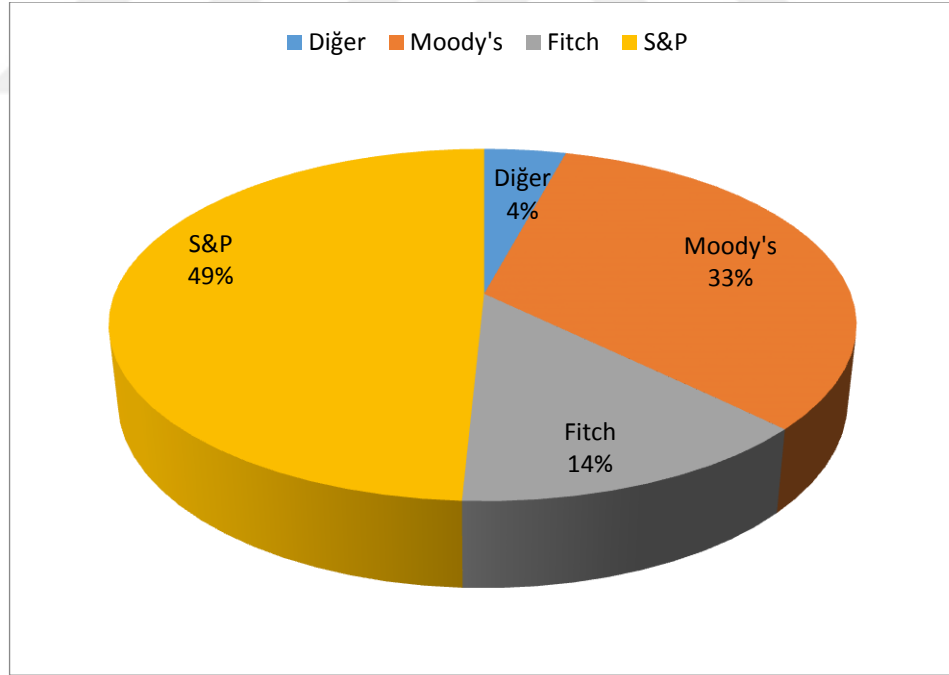
Kaynak: (SEC, Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, 2018).

Tablo 4: NRSRO Statüsündeki Kredi Derecelendirme Şirketlerinin Yaptığı Toplam Kredi Değerlendirmeleri

Kredi Derecelendirme Şirketi	Toplam Derecelendirme
A.M. Best Rating Services, Inc. (A.M. Best)	8.275
DBRS, Inc.("DBRS")	49.648
Egan-Jones Ratings Company (EJR)	16.730
Fitch Ratings, Inc.("Fitch")	296.165
HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings)	1.118
Japan Credit Rating Agency, Ltd.(JCR)	3.802
Kroll Bond Rating Agency, Inc.(KBRA)	9.052
Moody's Investors Service, Inc.(Moody's)	725.684
Morningstar Credit Ratings, LLC(Morningstar)	2.871
S&P Global Ratings(S&P)	1.078.866

Kaynak: (SEC, Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, 2018).

Şekil 1: NRSRO Statüsündeki Kredi Derecelendirme Şirketlerinin Piyasa Payları



Kaynak: (SEC, Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, 2018).

2017 yılsonu itibariyle derecelendirme faaliyetlerinde Moody's, Fitch ve Standard and Poor's'dan oluşan üç büyük şirketin piyasadaki toplam payı %96 seviyesindeyken diğer 7 şirketin toplam payı %4 seviyelerindedir. Uluslararası üç büyük şirketin piyasadaki payları Grafik 1'de ayrı ayrı gösterilmektedir. Ayrıca NRSRO'da yer alan tüm şirketlerin toplam geliri 2017 yılında yaklaşık 7.1 milyar ABD doları olarak belirlenmiştir. Tablo 5 piyasadan elde edilen toplam gelirin üç büyük derecelendirme şirketi ve diğer 7 şirket arasındaki paylaşım oranlarını göstermektedir.

Tablo 5: NRSRO Statüsündeki Şirketlerin Gelir Dağılımı

	2014	2015	2016	2017
Fitch, Moody's ve Standard and Poor's	% 94.3	% 93.7	% 94.4	% 94.1
NRSRO statüsündeki diğer şirketler	% 5.7	% 6.3	% 5.6	% 5.9
Yüzde	100	100	100	100

Kaynak: (SEC, Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, 2018).

Türkiye'de SPK tarafından kabul edilen derecelendirme şirketleri Tablo 6'da gösterilmektedir. Çalışmada özellikle piyasayı elinde tutan ve Türkiye tarafından da kabul görmüş 3 önemli kredi derecelendirme şirketi üzerinde durulacaktır.

Tablo 6: SPK Tarafından Kabul Edilen Derecelendirme Şirketleri

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

Kaynak: (<http://www.spk.gov.tr>, 2019).

2.2.1. Kredi Derecelendirme Şirketlerinin Amaçları

Kredi derecelendirme şirketlerine duyulan ihtiyacın artmasının en önemli sebeplerinden olan finansal piyasaların küresel hale gelmesi ve bu finansal araçların karmaşık bir yapıya dönüşmesidir. Kredi derecelendirme anlık bilgiye ulaşmada kolaylık sağladığından ilgili ekonomi, finansal yapı ya da şirket ile ilgili orta ve uzun vadeli projeksiyonlarda bulunarak yatırımcının doğru kararlar almasına destek olmaktadır. Bunun sonucunda da kredi derecelendirme sayesinde ülke veya şirket notları daha da fazla kullanılmaya başlanmıştır (Bannier ve Hirsch, 2010: 3037).

Kredi derecelendirmenin başlıca amaçları ise, para piyasalarında sermaye yeterliliğini temsil edebilmek, para ve sermaye piyasalarının etkinliğini arttırmak, sermaye piyasalarını geliştirmek, kurum ve kuruluşların şeffaflığını öne çıkartmak, yönetimin niteliğini ve başarısını ölçmek, yatırımcılar açısından belirsizlikleri azaltmaktır (Akbulak, 2012: 171).

Ayrıca derecelendirme ülkeler, işletmeler ve yatırımcılar açısından değerlendirildiğinde farklı amaçlar ortaya çıkmaktadır. Ülkeler açısından kredi

derecelendirmenin amacı, yerel ve uluslararası düzeyde ülke içi ekonomik durumun dünya genelinde kabul görmüş sembollerle belirlenerek, ülkeye borç vermede konulan sınırların aşılmasından dolayı yatırımcıların ve sermaye sahiplerinin uğrayabilecekleri kayıpların belirlenmesidir. Derecelendirme şirketlerinin diğer bir amacı ise küresel anlamda hem ülkelerin hem de işletmelerin kredi kaliteleri hakkında uygun, dengeli ve kıyaslanabilir standartları ulusal ve uluslararası sermaye pazarlarına bilgi kaynağı şeklinde sağlamasıdır. Yatırımcılar açısından ele aldığımızda ise amaç, küresel pazarda ülkelerin ve işletmelerin ekonomik durumuna paralel olarak, tasarruf sahiplerine ülkelerin ve işletmelerin ortaya koyduğu katma değer getirisinden sağlanan alternatif yatırım araçlarıyla ilgili risk ve getirilerin değerlendirmesini yapmaktır (İri, 2018: 62).

Derecelendirmenin ekonomik hayata kazandırdığı faydaları ise aşağıdaki gibi özetleyebiliriz (Babuşçu ve Hazar, 2008: 357);

- Ekonomide var olan genel risk düzeyini sınırlandırır ve mali işlemleri daha etkin kılar.
- Ekonomik büyüme için daha verimli finansman sağlar.
- Ekonominin istikrarlı ve güvenli geliştiği mali piyasalar sağlar.

Kredi derecelendirme şirketlerinin yukarıda anlatılmış olan amaçları tarafsız, güvenilir, bağımsız ve şeffaf bir şekilde uluslararası piyasalarda kabul gören sembollerle açıklaması gerekmektedir. Derecelendirme şirketleri açıkladıkları notlar ile yatırımcıya tavsiyede bulunmaya çalışmaz. Sadece piyasalardaki bilgi eksikliğinin ortadan kaldırmaya çalışarak bilginin paylaşılması sağlar.

2.2.2. Kredi Derecelendirme Şirketlerinin Tarihi

Kredi derecelendirme faaliyetleri 1837'de yaşanmış olan ekonomik kriz esnasında New York'lu manifaturacı Lewis Tappan'ın müşterilerinin durumunu tespit etmek için geliştirdiği değerlendirme yöntemine dayanmaktadır. ABD ekonomisinde yaşanan sıkıntılar sonucunda kendisi de zarara uğrayan Tappan borçluların kredi değerliliğinin saptanması için büyük bir çoğunluğu avukatlardan

oluşan 180 muhabirli bir ađ kurmuştur. Bu olay derecelendirmenin temelini atılmasını sağlamıştır (Yazıcı, 2009: 5). Tablo 7’de geğmişten günümüze kredi derecelendirme işlemi yapmak üzere kurulan işletmeler kronolojik olarak sıralanmıştır.



Tablo 7: Derecelendirme Şirketlerinin Tarihi

TARİH	OLAYLAR
1841	Lewis Tappan tarafından yatırımcılar için bilgi sağlamak amacıyla “Mercantile Agency” isimli şirket kurulmuştur.
1849	John Bradstreet de Cincinatti’de “Bradstreet Company” isimli bir şirket kurmuştur.
1857	John Bradstreet tarafından kurulan şirket firmaların derecelerini kitap şeklinde yayımlamaya başlamıştır.
1859	Robert Graham Dun, Lewis Tappan tarafından kurulan “Mercantile Agency” şirketini devralarak R.G.Dun & Company ismi ile yola devam etmiştir.
1860	Henry Varnum Poor’s yatırımcılar için ABD demiryolu endüstrisi için bir kılavuz yayınlandı. Bu kılavuz da demiryolu endüstrisi hakkında önemli bilgiler yer aldı ve yatırımcılar için doğru yatırım kararları alınmasına yardımcı oldu.
1899	Alfred M. Best tarafından “A.M. Best” adlı derecelendirme şirketi ABD’de (New York) kurulmuştur.
1900	John Moody tarafından, “John Moody & Company” isimli şirket kurulmuştur.
1904	Luther Blake tarafından, “Standard Statistics Company” isimli şirket kurulmuştur.
1909	John Moody tarafından hizmet ve sanayi tahvillerini içeren firma borcu için ilk defa “ABC” notasyonlarıyla alfanümerik (harf ve sayılardan oluşan) bir derecelendirme yapılmıştır. (A-En yüksek kalitedeki borç, B-Orta kalitedeki borç, C-Düşük kalitedeki borç şeklinde belirlenmiştir.)
1913	John Knowles Fitch ABD’de (New York) “Fitch Publishing Company” isimli şirketi kurmuş ve New York borsasına ve firmaların kredi kalitesi üzerine istatistikler yayınlamıştır.
1914	“Moody’s Investors Service” kurulmuştur. Hizmet alanı endüstri, hizmet sektörleri, A.B.D.’deki şehirler ve diğer belediyeler tarafından ihraç edilen borçlanma senetleri olarak belirlenmiştir.
1916	“Poor’s Publishing Company” şirketi ilk derecelendirme notunu vermiştir.
1922	“Fitch Investors Service” kurulmuştur ve “Standard Statistics Company” şirketi ilk derecelendirmelerini yayınlamıştır.
1924	“Fitch Publishing Company” şirketi, ilk derecelendirmesini yapmıştır. Bugün bilinen ve büyük oranda kullanılan “AAA” - “D” derecelendirme skalası geliştirilmiştir.
1933	“Mercantile Agency” ve “Bradstreet Company” şirketleri birleşmişlerdir.
1941	“Standard Statistics Company” ve “Poor’s Publishing Company” şirketlerinin birleşmesiyle bugünkü “Standard and Poor’s” şirketi kurulmuştur.
1962	“Dun & Bradstreet” şirketi Moody’s tarafından satın alınmıştır.
1975	Fitch, Moody’s ve Standard and Poor’s, SEC tarafından “Ulusal Olarak Tanınan İstatistiksel Derecelendirme Kurumu (NRSRO)” olarak tanınmıştır. Japonya’da JCR “Japanese Bond Rating Service” kurulmuştur.
1980	1980’den itibaren 3 büyük kredi derecelendirme şirketi farklı ülkelerde ofisler açmış ve sektördeki diğer şirketlerle birleşerek hızla büyümeye başlamışlardır.

Kaynak: (Akçayır, Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Güvenirliklerinin Sorgulanması: Türkiye’nin Kredi Derecelendirme Geçmişi ve Bugünü (1992-2012), 2013: 18-24).

Ticari faaliyetlerin artması kredi derecelendirme şirketlerine duyulan ihtiyacı da arttırmıştır. Piyasaların zamanla daha da gelişmesi, kredi derecelendirme şirketlerinin enstrümanlarını çeşitlendirmelerine ve raporlarını daha sık aralıklarla yayımlamaya başlamalarına sebep olmuştur. Bunun sonucunda 1980’li yıllarda Standart and Poors, Moody’s ve Fitch şirketleri diğer ülkelerde de ofisler açarak hızla büyümüşlerdir. 1992 yılında Türkiye’nin uzun vadeli döviz cinsinden ilk kredi notu Moody’s şirketi tarafından Baa3 olarak değerlendirilmiştir.

2.3. Önemli Kredi Derecelendirme Şirketleri ve Not Sistemleri

Önemli kredi derecelendirme şirketlerini, piyasanın %96’sını elinde bulunduran Standard and Poor’s, Moody’s ve Fitch’den oluşan bu üç büyük şirket oluşturmaktadır. SEC’in 2018yılı raporuna göre Standard and Poor’s %49, Moody’s %33 ve Fitch %14 oranında derecelendirme piyasasında paya sahiptir. Diğer derecelendirme şirketlerinin toplam payı ise %4 seviyelerindedir. Ulusal ve uluslararası çapta çok fazla sayıda derecelendirme şirketi varlığını sürdürse de bu üç önemli şirket piyasanın tamamına yakını elinde bulundurmaktadır. Ayrıca bu üç şirket dünya çapında kabul görmüş ve yatırımcılar tarafından da dikkatle takip edilmektedir.

Uluslararası düzeyde üç önemli derecelendirme şirketi yaptıkları derecelendirmeleri “kredi notu” veya “görünüm” olarak tanımlamaktadır. Derecelendirme şirketlerinin yaptıkları analiz ve görüşlerinin işletmeler ve ülkeler tarafından daha iyi anlaşılabilmesi adına derecelendirme notları harfli sembollere dönüştürülerek açıklanmaktadır. Bir ülke veya işletme için verilen kredi notu o ekonomik birimin uzun veya kısa dönemdeki güvenilirliğini ve durumunu belirterek yatırımcılara fikir vermek için kullanılmaktadır.

Tablo 8’de de görüldüğü üzere bu şirketlerin derecelendirme için kullandıkları notların açıklama sistemleri oldukça benzer bir yapıya sahiptir. Moody’s şirketi diğer iki şirkete göre biraz daha farklı olan bir harf sistemi

kullanmaktadır. Ancak şirketlerin kredi not seviyelerini “Yatırım yapılabilir”, “Spekülatif” ve “İflas” olarak üç ana sınıfa ayırdığı görülmektedir.

Tabloda gösterildiği gibi en düşük riskin olduğu, yükümlülüklerin zamanında yerine getirilebilmesinin en mümkün olduğu kredi notu, Standard and Poor’s ve Fitch için AAA iken, Moody’s için Aaa notudur. İlk kategori olan yatırım yapılabilir seviye Standard and Poor’s ve Fitch için AAA ile BBB- notu arasında yer alırken, Moody’s için Aaa ile Baa3 notu arasında yer almaktadır. Yatırım yapılabilir seviyedeki notlar riskin düşük olduğu seviyedir. Yatırımcılar için düşük riski ifade ettiğinden ülkeler ve şirketler tarafından olmayı hedefledikleri seviyedir. İkinci kategori olan spekülatif seviye Standard and Poor’s ve Fitch için BB+ ile C, Moody’s için ise Ba1 ile C aralığında yer almaktadır. Bu seviyede risk giderek artmaya başlamaktadır ve bu durum yükümlülüklerin yerine getirilme olasılığının azalmaya başladığını göstermektedir. Son olarak iflas seviyesini gösteren üçüncü kategori var olan en yüksek riski gösterir ve yükümlülüklerin gerçekleşmesinin mümkün olmadığı seviyedir. Standard and Poor’s ve Fitch için bu kredi notu D’dir.

Tablo 8: Kredi Derecelendirme Şirketlerinin Not Sistemleri

S&P	Fitch	Moody's	Açıklama	Seviye
AAA	AAA	Aaa	En yüksek kredi derecesi	Yatırım yapılabilir
AA+	AA+	Aa1	Yüksek kredi derecesi	
AA	AA	Aa2		
AA-	AA-	Aa3		
A+	A+	A1	İyi kredi derecesi	
A	A	A2		
A-	A-	A3		
BBB+	BBB+	Baa1	Ortanın altı seviye	
BBB	BBB	Baa2		
BBB-	BBB-	Baa3		
BB+	BB+	Ba1	Yatırım yapılamaz	Spekülatif
BB	BB	Ba2		
BB-	BB-	Ba3	Spekülatif	
B+	B+	B1	Önemli derecede spekülatif	
B	B	B2		
B-	B-	B3		
CCC+	CCC+	Caa1	Şiddetli risk	
CCC	CCC	Caa2		
CCC-	CCC-	Caa3		
CC	CC	Ca	Aşırı spekülatif	
C	C	C		
D	D	D	Yükümlülüğünü yerine getiremez	İflas

Kaynak: www.standardandpoors.com, www.fitchratings.com, www.moodys.com.

Bunların sonucunda verilen not sistemine bakılarak yukarıdan aşağıya en düşük riske sahip kredi notundan başlamakta ve en yüksek riske sahip kredi notuna göre devam etmektedir.

2.3.1. Standard and Poor's Global Ratings

1860 yılında Henry Varnum Poor's yatırımcılar için ABD demiryolu endüstrisi için bir kılavuz yayımlandı. Bu kılavuz da demiryolu endüstrisi hakkında önemli bilgiler yer aldı ve yatırımcılar için doğru yatırım kararlarının alınmasına yardımcı oldu. Böylece Standard and Poor's şirketinin kuruluşunun ilk adımı atıldı. 1941 yılına gelindiğinde ise “Standard Statistics Company” ve “Poor's Publishing Company” şirketleri birleşerek bugünkü “Standard and Poors” şirketi kuruldu (S&P, 2019).

Dünyanın lider kredi derecelendirme şirketi olan Standard and Poor's 150 yıldan fazladır varlığını sürdürmektedir. Dünyada 128 ülkede 1500'e yakın analist, yönetici ve ekonomisti ile faaliyetlerini gerçekleştirmektedir. Ülkeler, işletmeler, menkul kıymetler ve finans sektörü olmak üzere toplamda 1 milyondan daha fazla kredi notu hesaplamıştır (S&P, 2019).

2.3.1.1. Standard and Poor's Ülke Kredi Derecelendirme Ölçütleri

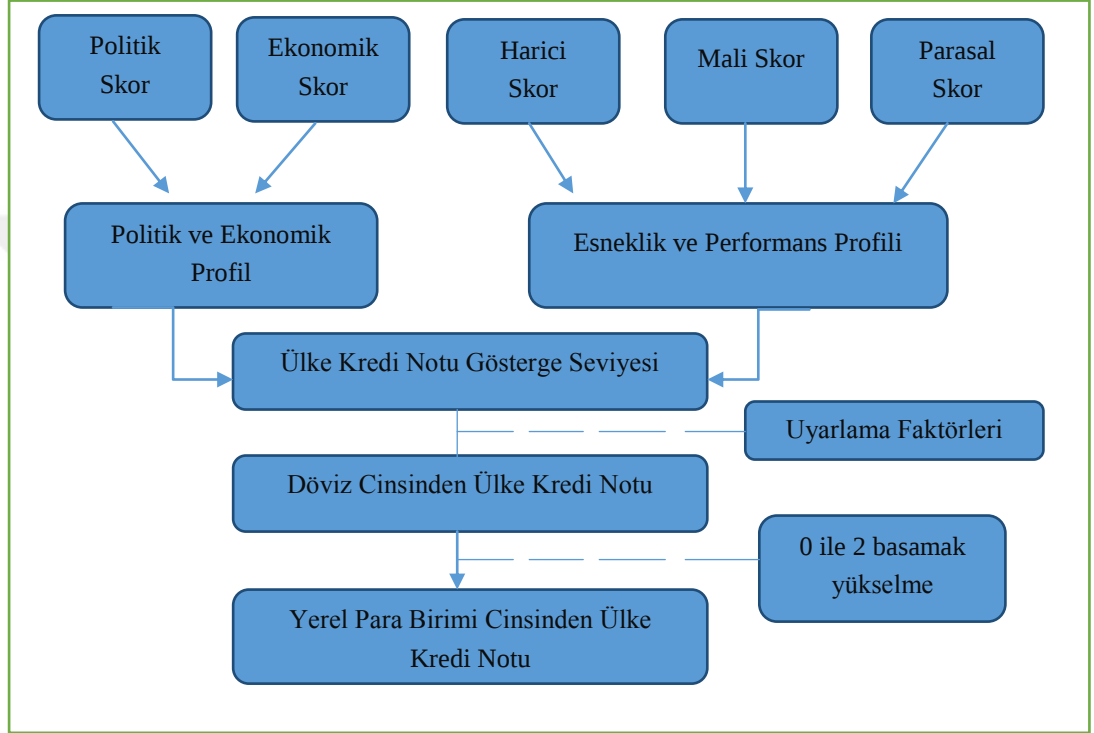
Standard and Poor's'un ülke kredi derecelendirme ölçütleri, bir ülkenin var olan devlet borcunu zamanında ve tam olarak ödemeyi yerine getirme konusundaki istekliliğini ve kapasitesini etkileyen faktörlerden oluşmaktadır. Standard and Poor's yaptığı analizde, bir ülkenin geçmiş ekonomik ve politik olaylar üzerindeki performansının yanı sıra gelecekteki ekonomik olaylar karşısında mali ve parasal esnekliği gösteren faktörlere de odaklanmaktadır (S&P Rating Direct, 2011: 3).

Standard and Poor's'un ülke kredi derecelendirme ölçütlerini oluşturan beş temel faktörü şunlardır:

- Politik skora yansıyan, politik riskler ve kurumsal etkinlik
- Ekonomik skora yansıyan, büyüme beklentileri ve ekonomik yapı
- Harici skora yansıyan, dış likidite ve uluslararası yatırım pozisyonu

- Mali skora yansıyan, mali performans ve esnekliğin yanı sıra borç yükü
- Parasal skora yansıyan, parasal esneklik

Şekil 2: Standard and Poor's Şirketinin Ülke Kredi Notu Belirleme Çerçevesi



Kaynak: (S&P Rating Direct, Global Credit Portal, Rating Direct, Sovereign Government Rating Methodology And Assumptions, 2011).

Standard and Poor's'un ülke kredi notu belirleme çerçevesini gösteren faktörler Şekil 2'de gösterilmektedir. Bu beş temel faktörün her birine niceliksel ve niteliksel bir takım faktörler kullanılarak, altı noktadan oluşan sayısal bir skalada '1' (en güçlü) ile '6' (en zayıf) arasında bir skor verilmektedir. Sonrasında ise 5 faktörün ilk ikisi olan politik ve ekonomik skorun ortalaması sonucu politik ve ekonomik profil oluşmakta, diğer üçü olan harici, mali ve parasal skorun ortalamasıyla ise esneklik ve performans profili oluşmaktadır. Daha sonrasında bu iki profil birleştirilerek ülke kredi notu gösterge seviyesi belirlenmektedir (S&P Rating Direct, 2011: 4-5).

Tablo 9: Standard and Poor's Şirketinin Ülke Kredi Notunu Belirleyen Faktörler

Politik Skor	• Politika ve siyasi kurumların etkinliği, istikrarı ve öngörülebilirliği • Kurumların, verilerin ve işlemlerin şeffaflığı ve hesap verebilirliği • Ülkenin borç ödeme kültürü • Dış güvenlik riski • Harici kuruluşların politika geliştirmeye etkisi
Ekonomik Skor	• Gelir Seviyesi • Ekonomik büyüme beklentileri • Ekonomik çeşitlilik ve istikrar
Harici Skor	• Uluslararası işlemlerde para biriminin durumu • Dış likidite • Dış borç • Ödemeler dengesi • Para birliklerine üyelik • Resmi Finansman
Mali Skor	• Mali performans ve esneklik • Borç yükü
Parasal Skor	• Ülkenin para politikası ve döviz kuru rejimini yönetme kabiliyeti • Para politikasının ve enflasyon eğilimlerinin güvenilirliği • Finansal sistemin ve sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyi ve para politikası etkinliği

Kaynak: (S&P Rating Direct, Global Credit Portal, Rating Direct, Sovereign Government Rating Methodology And Assumptions, 2011).

Standard and Poor's'un ülke kredi notunu belirleyen beş temel faktörünün her birinin analizi, nicel ve nitel unsurların bir kombinasyonunu içermektedir. Örneğin ekonomi, dış borç ve dış likidite gibi göstergeler nicel olarak kullanırken, siyasi kurumların sağlamlığı gibi bazı faktörler nitelikselidir. Standard and Poor's'un ülke kredi notlarının temelini oluşturan bu 5 faktörünün ölçütleri Tablo 9'da gösterilmektedir. Bu 5 faktörün kapsamı da aşağıda yer almaktadır (S&P Rating Direct, 2011).

- **Politik Skor:** Bir devletteki kurumların ve devletin politikalarının, sürdürülebilir bir kamu maliyesi oluşturması, dengeli bir ekonomik büyümeyi teşvik etmesi, ekonomik ya da politik şoklara cevap verebilmesi gibi bir ülkenin kredi temellerini nasıl etkilediğini değerlendirir.

- **Ekonomik Skor:** İstikrarlı, çeşitlendirilmiş, zengin, esnek, piyasa odaklı büyüme deneyimine sahip olan ekonomiler, ülkelere güçlü vergi tabanı, parasal ve mali esneklik ve de yüksek borç ödeme kapasitesine sağlamaktadır. Ülkelerin kredi notları bu koşulları sağlamaya başladıklarında yükselmektedir. Piyasa odaklı ekonomilerin daha yüksek servet seviyeleri üretme eğiliminde olduklarını gözlemlenir. Çünkü bu ekonomiler sürdürülebilir, uzun vadeli ekonomik büyümeyi teşvik etmek için kaynakların daha verimli bir şekilde kullanımını sağlamaktadır. Bundan dolayı ekonomik skor bir ülkenin gelir seviyesi, ekonomik büyüme beklentileri ve ekonomik çeşitlilik ve istikrarını yansıtmaktadır.

- **Harici Skor:** Bir ülkenin temin ettiği dış borçları karşılayabilmek ve gerektiğinde gerçek ve tüzel kişilere karşı sorumluluklarını yerine getirebilmek amacıyla dışarıdan borç bulabilme yeteneğini yansıtmaktadır.

- **Mali Skor:** Bir ülkenin borç yükünün ve bütçe açıklarının sürdürülebilirliğini yansıtmaktadır. Bu ölçüt; uzun vadeli mali eğilimleri ve kırılganlıkları, borç yapısını, mali esnekliği ve fon erişimini son olarak daşartlı gerçekleşen borçlardan kaynaklanan potansiyel riskleri dikkate almaktadır.

- **Parasal Skor:** Bir ülkedeki para otoritesinin sürdürülebilir ekonomik büyümeyi ne kadar destekleyebileceğini, ekonomik ve finansal şokları hafifletebilme kapasitesini, dolayısıyla da kredi itibarını hangi ölçüde yerine getirebileceğini göstermektedir. Para politikası, ekonomik ve finansal şoklarla karşı karşıya kalan ülkeler için önemli bir istikrar aracıdır.

Standard and Poor's'un analizleri için kullandığı, Tablo 10'da gösterilen gösterge verileri hem ulusal hem de uluslararası kaynaklardan alınmaktadır. Ulusal gelir hesapları, mali hesaplar, parasal inceleme, ödemeler dengesi gibi verilerin kaynakları ulusal istatistik ajansı, merkez bankası, maliye bakanlığı veya diğer kilit bakanlıklar gibi ulusal kaynaklar tarafından derlenen uluslararası yatırım pozisyonlarından elde edilmektedir. Uluslararası veriler ise, en çok Eurostat, para birlikleri, merkez bankaları ve IMF'nin Uluslararası Finansal İstatistikleri gibi kaynaklardan alınmaktadır (S&PRatingDirect, 2011: 38).

Tablo 10: Standard and Poor's Ülke Kredi Notu Göstergeleri

Ekonomik ve Parasal Göstergeler	Kişi başına düşen GSYİH (ABD Doları)
	Kişi başına düşen reel gayri safi yurt içi hâsıla (%)
	Tüketici fiyat endeksi (%)
	Mevduat Yükümlülükleri (%)
	Parasal taban
Harici Göstergeler	Cari işlemler gelirleri
	Brüt dış finansman ihtiyacı (Cari işlemler gelirleri ve nakit rezervlerin toplamına oranı)
	Daraltılmış net dış borç (Cari işlemler gelirlerine oranı)
	Resmi rezervler (Altın miktarını da içeren ve parasal yetkili kuruluşlara ait olan likidite)
	Kullanılabilir döviz rezervleri (Banka rezervlerini de içeren ancak resmi rezervlerin dışında kalan)
	Cari hesap dengesi (Cari işlemler gelirlerine oranı)
	Net doğrudan yabancı yatırımlar (Kişi başına düşen GSYİH'ya oranı)
	Net dış yükümlülükler (Cari işlemler gelirlerine oranı)
	Dış ticaret hadleri
Mali Göstergeler	Devletin mali durumu (Sosyal güvenlik ve Emeklilik sistemi dahil)
	Devletin borç değişimi (Kişi başına düşen GSYİH'ya oranı)
	Net devlet borcu (Kişi başına düşen GSYİH'ya oranı)
	Devletin finansal varlıkları
	Brüt devlet borcu (Kişi başına düşen GSYİH'ya oranı)
	Faiz ödemeleri (Devlet gelirlerine oranı)
	Merkezi yönetim borç servisi (Merkezi yönetim gelirlerine oranı)

Kaynak: (S&P Rating Direct, Global Credit Portal, Rating Direct, Sovereign Government Rating Methodology And Assumptions, 2011).

2.3.2. Fitch Ratings

1913 yılında John Knowles Fitch ABD'nin New York şehrinde "Fitch Publishing Company" isimli şirketi kurarak ve New York borsasına ve firmaların kredi kalitesi üzerine istatistikler yayınlamıştır. 1924 yılına gelindiğinde "Fitch Publishing Company" şirketi, ilk derecelendirmesini yapmış ayrıca yine aynı yıl şirket tarafından günümüzde de kullanılan "AAA" - "D" derecelendirme skalası geliştirilmiştir. 1975 yılında SEC tarafından NRSRO olarak tanınan 3 önemli şirketten biri olmuştur (Akçayır, 2013).

Londra ve New York olmak üzere çift merkeze sahip, 30'dan fazla ülke de finansal bilgi hizmeti veren Fitch Group bünyesinde Fitch Rating, Fitch Solutions ve Fitch Learning olmak üzere 3 şirket yer almaktadır. Fitch Rating kredi derecelendirme ve araştırma hizmetleri veren, Fitch Solutions kredi veri setleri oluşturan, analitik araçlar ve risk hizmeti sağlayan son olarak da Fitch Learning ise, finansal hizmet sektörünün gelişmesine yönelik çözümler ve eğitimler sunan şirkettir (<https://www.fitchratings.com/site/about>, 2019).

Üç önemli şirketten biri olan Fitch Rating diğer iki şirkete göre dünya pazarından daha az bir pay almasına karşı, şirketin yapmış olduğu derecelendirme diğer iki şirketinin yaptığı benzer derecelendirme durumunda yeni bir bakış açısı olarak değerlendirilebilir.

2.3.2.1. Fitch Ratings Ülke Kredi Derecelendirme Ölçütleri

Fitch Ratings, ülke kredi notlarını nasıl belirlediği ile ilgili Ülke Derecelendirme Ölçütü (Sovereign Rating Criteria) başlıklı raporunu güncelleyerek 19 Temmuz 2018 tarihinde internet sitesinde paylaşmıştır. 2018 raporuna göre Fitch Ratings ülke kredi notlarını; yapısal özellikler, makroekonomik performans, kamu maliyesi ve dış finansman olarak dört temel faktöre dayandırmaktadır.

Fitch Ratings'in ülke derecelendirme modeli geçmiş, güncel ve ileriye dönük verilerin kombinasyonundan oluşmaktadır. Ayrıca bu model de Tablo 11'de gösterilen 18 değişken, genel olarak 3 yıl ortalamaları alınarak kullanılmaktadır. Son olarak da modelde kullanılan 18 değişkene ait veriler söz konusu ülkeden, BIS, IMF ve Dünya Bankası gibi pek çok kaynaktan elde edilmektedir (Fitch Ratings, 2018: 7).

Fitch Ratings ülke kredi derecelendirme ölçütlerini oluşturan 4 temel faktör şunlardır (Fitch Ratings, 2018):

- **Yapısal Özellikler:** Yönetim kalitesine, ekonominin esnekliğine ve büyüklüğüne son olarak da politik riske yansıyan bu faktör Fitch'in ülke derecelendirmesinde en ağır basan faktördür.

- **Makroekonomik Performans:** Güvenilir bir politika çerçevesi ile desteklenmiş olan makroekonomik istikrarın izlenmesi, ülke güvenilirliği ve derecelendirme üzerinde olumlu bir etkiye sahiptir.
- **Kamu Maliyesi:** Mali politikaların tutarlılığı ve ihtiyatlı olması durumunda kamu borcunun seviyesi, yapısı ve öngörülen yörüngesi gibi değişkenler kamu maliyesi analizinde önemlidir.
- **Dış finansman:** Ekonominin döviz üretme kapasitesinin yanı sıra yabancı varlık ve yükümlülüklerin yerine getirilmesinde dış finansman stoklarını dikkate alınır.



Tablo 11: Fitch Rating Şirketinin Ülke Kredi Notunu Belirleyen Faktörleri

Faktörler	Değişkenler	Açıklama
Yapısal Özellikler	Bileşik yönetim göstergeleri	Dünya Bankası Yönetim Göstergelerinin yüzdelik sıralamasının basit ortalaması (İfade özgürlüğü ve şeffaflık, siyasi istikrar, hükümetin etkinliği, mevzuat kalitesi, hukukun üstünlüğü, yolsuzluğun önlenmesi)
	Kişi başına düşen GSYİH	Piyasa döviz kuruna göre hesaplanan ABD Doları cinsinden kişi başına düşen GSYİH'nın yüzdelik sıralaması
	Dünya GSYİH payı	Piyasa döviz kurlarına göre ABD Doları cinsinden dünya GSYİH içindeki yüzdelik payının doğal logaritması
	Son temerrütten itibaren geçen süre	En son temerrütten itibaren geçen zamanın doğrusal olmayan fonksiyonu
	Para arzı	Geniş para arzının, GSYİH'ya oranının doğal logaritması
Makroekonomik Performans	Reel GSYİH'deki büyümenin volatilitesi	Reel GSYİH'daki yıllık ortalama değişimin izleyen 10 yıldaki standart sapmasının doğal logaritması
	TÜFE	Tüketici fiyat endeksindeki yıllık değişimin 3 yıllık ortalaması
	Reel GSYİH'nın büyüme hızı	Reel GSYİH'daki yıllık değişimin 3 yıllık ortalaması
Kamu Maliyesi	Toplam brüt borç	Toplam brüt borcun, GSYİH'daki payının 3 yıllık ortalaması
	Faiz ödemeleri	Brüt kamu faiz ödemelerinin, genel yönetim gelirleri içindeki payının 3 yıllık ortalaması
	Brüt genel yönetim borç stoku	Genel yönetim bütçe dengesinin, GSYİH'daki payının 3 yıllık ortalaması
	Kamu döviz borcu	Yabancı para cinsinden borçlanmanın, genel yönetim borcu içindeki payının 3 yıllık ortalaması
Dış Finansman	Rezerv döviz esnekliği	Bir ülkenin para biriminin küresel döviz rezerv portföyündeki payının doğal logaritmasına dayalı rezerv para esnekliği
	Emtia bağımlılığı	Hammadde ihracatının toplam dış gelirler içindeki payı
	Resmi uluslararası rezervler	Altın dâhil yılsonu uluslararası rezervlerin ithalat ödemelerindeki aylık tutarı
	Net dış varlıklar	Net dış varlıkların GSYİH'daki payının 3 yıllık ortalaması
	Cari işlemler dengesi + Net doğrudan yabancı yatırımlar	Cari işlemler dengesi + Net doğrudan yabancı yatırımların GSYİH'daki payının 3 yıllık ortalaması
	Dış faiz servisi	Dış faiz servisinin dış gelirlere oranının cari yıl merkezli 3 yıllık ortalaması

Kaynak: (Fitch Ratings Sovereign Rating Criteria, 2018).

2.3.3. Moody's Investor Service

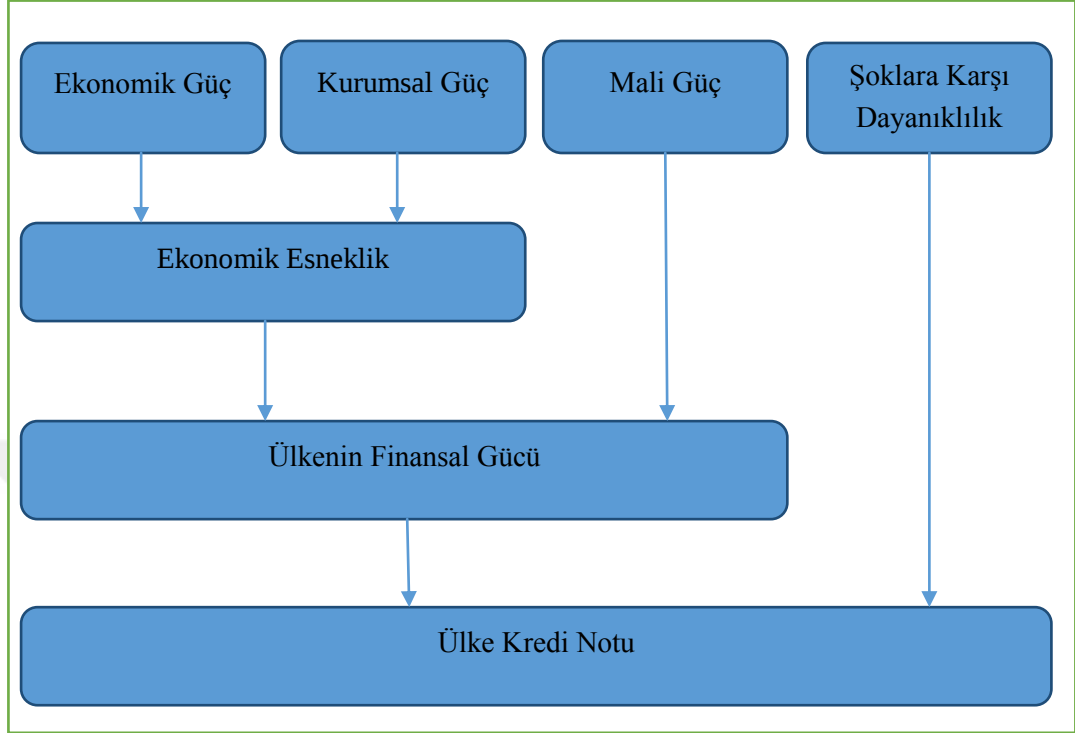
John Moody 1900 yılında “John Moody & Company” isimli şirketi kurarak bugünkü şirketin temelini atmıştır. 1909 yılına gelindiğinde John Moody hizmet ve sanayi tahvillerini içeren firma borcunu ilk defa harf ve sayılardan oluşan bir derecelendirme ile yapmıştır. 1914 yılında şirketin bünyesinde “Moody's Investors Service” kurulmuştur. Hizmet alanı A.B.D.’deki şehirler, diğer belediyeler, hizmet ve endüstri sektörleri tarafından ihraç edilen borçlanma senetleri olmuştur (Akçayır, 2013).

Moody's kredi derecelendirme, araştırmalar ve risk analizleri konusunda hizmet sağlayan ve finansal piyasaların şeffaf olmasına katkıda bulunan önemli derecelendirme şirketlerinden birisidir. 2018’de 4,4 milyar ABD doları gelir elde eden Moody's yaklaşık 13.200 çalışana ve 42 ülkede ofise sahiptir (Moody's, 2019).

2.3.3.1. Moody's Ülke Kredi Derecelendirme Ölçütleri

Moody's'in ülke kredi notlarını hangi çerçevede belirlediği ile ilgili olan Derecelendirme Metodolojisi (Rating Methodology) başlıklı raporu güncellenerek 27 Kasım 2018 tarihinde internet sitesinde paylaşılmıştır. 2018 yılındaki rapora göre Moody's ülke kredi notlarını kurumsal güç, ekonomik güç, şoklara karşı dayanıklılık ve mali güç olmak üzere dört temel faktöre dayandırmaktadır (Şekil 3).

Şekil 3: Moody's Şirketinin Ülke Kredi Notu Belirleme Çerçevesi



Kaynak: (Moody's Investors Service, Rating Methodology Sovereign Bond Ratings, 2018).

- **Ekonomik Güç:** Bir ülkenin büyüme potansiyeli, çeşitliliği, rekabet gücü, milli geliri ve büyüklüğü gibi ölçütler söz konusu ülkenin esnekliği veya şoklara karşı durma kapasitesi ekonomik güç için önemlidir. Ülkenin orta vadede gelir oluşturması ve borcunu geri ödeme kapasitesi ekonomik büyümeyi ve refahı belirlemektedir.
- **Kurumsal Güç:** Bir ülkenin, borcunu geri ödeme yeteneğini ve istekliliğini destekleme kapasitesi olarak tanımlanmaktadır. Kurumsal gücün diğer bir yönü ise, hükümetin ekonomik büyümeyi ve refahı destekleyen ekonomik politikalar yürütme kapasitesidir.
- **Mali Güç:** Bir ülkenin devlet finansmanının sağlığı olarak tanımlanmaktadır. Borç yüklerini ve borçları karşılayabilme gücünü değerlendirmektedir.
- **Şoklara Karşı Dayanıklılık:** İlk üç derecelendirme faktörü bir ülkenin orta vadede şoklara dayanma kabiliyetini değerlendirirken son faktör, ani şoklara karşı kamu maliyesinin dayanıklılığını değerlendirmektedir.

Moody's ülke kredi notunu belirlerken, derecelendirmeye konu olan ülke için kurumsal g  , ekonomik g  ,  oklara karşı dayanıklılık ve mali güç başlıkları altında ekonomik ve politik pek çok değişkenden faydalanmaktadır. Moody's ülkeleri bu 4 temel faktör başlığı altında incelese de her bir faktörün altında çok sayıda alt faktörün, farklı oranlarda yer aldığı Tablo 12'de gösterilmektedir. Tablodan da anlaşılabacağı gibi Moody's'in ülke kredi notunu belirlerken incelemeye aldığı ekonomik ve politik faktörler diğer iki önemli kredi derecelendirme  irketi ile de paralellik göstermektedir.



Tablo 12: Moody's Şirketinin Ülke Kredi Notunu Belirleyen Faktörleri

Faktörler	Alt Faktörler	Alt Faktörün Ağırlığı	Alt Faktör Göstergeleri
Ekonomik Güç	Büyüme dinamikleri	%50	GSYİH'daki reel büyümenin ortalaması
			GSYİH'daki reel büyümenin volatilitesi
			WEF Küresel Rekabet Endeksi
	Ekonominin büyüklüğü	%25	Nominal GSYİH (ABD Doları)
	Milli gelir	%25	Kişi başına düşen GSYİH
	Düzenleyici faktör skoru	0-6 arası skor	Kredi Patlaması Diğer
Kurumsal Güç	Kurumsal çerçeve ve etkinlik	%75	Dünya Bankası Yönetim Göstergeleri
			Hukukun etkinliği
			Hukukun üstünlüğü Yolsuzluğun önlenmesi
	Politikaların güvenilirliği ve etkinliği	%25	Enflasyon düzeyi
			Enflasyon volatilitesi
	Düzenleyici faktör skoru	0-6 arası skor	Temerrüt geçmişi Diğer
Mali Güç	Borç yükü	%50	Genel yönetim borç stoku/GSYİH
			Genel yönetim borç stoku/Genel yönetim gelirleri
	Borçların sürdürülebilirliği	%50	Genel yönetim faiz ödemeleri/Genel yönetim gelirleri
			Genel yönetim faiz ödemeleri/GSYİH
	Düzenleyici faktör skoru	0-6 arası skor	Borç eğilimi
			Genel yönetim döviz borcu/ Genel yönetim borç stoku
			Diğer kamu borçları/GSYİH
			Kamu sektörü finansal varlıkları veya bağımsız varlık fonları/ Genel yönetim borç stoku
			Diğer
Şoklara Karşı Dayanıklılık	Politik risk		İç politik risk
			Jeopolitik risk
	Likidite riski		Temel ölçütler
			Piyasa fonlama baskısı
	Bankacılık sektör riski		Bankacılık sisteminin dayanıklılığı
			Bankacılık sisteminin hacmi
			Finansman açıkları
	Dış kırılganlık riski		(Cari işlemler dengesi+Doğrudan yabancı yatırımlar)/GSYİH
			Dışsal kırılganlık göstergeleri
			Uluslararası net yatırım pozisyonu/GSYİH

Kaynak: (Moody's Rating Methodology, 2018).

2.4. Kredi Derecelendirme Şirketlerine Yapılan Eleştiriler

Uzun yıllardır derecelendirme faaliyeti gerçekleştiren kredi derecelendirme şirketleri zaman zaman eleştirilmiştir ancak özellikle 2008 yılı sonrasında ortaya çıkan krizler sonucunda yapılan eleştiriler daha da artmaya başlamıştır.

Kredi derecelendirme şirketlerinin yapısı, faaliyetleri ve işleyişlerine yönelik küresel çapta yapılan eleştiriler Enron, Worldcom ve Parmalat gibi dev şirketlerin iflaslarının ardından yapılmaya başlanmıştır. Ülke kredi notları üzerine gerçekleştirilen eleştiriler 2008 yılındaki küresel kriz ile başlamıştır. Aynı dönemdeki Avrupa borç krizi ile de devam etmiştir. Ayrıca oligopol bir piyasa haline gelmesi sebebiyle küresel bir tehdit oluşturmaları, ülke kredi notlarının verilme sürecinde şeffaf olmamaları, kredi notlarının piyasa göstergelerini oldukça geriden takip etmeleri ve yapılan ani değişikliklerle piyasa algılamasını gereksiz ölçüde bozmaları gibi birçok konuda yapılmaktadır. Diğer bir neden ise, ekonomik veya finansal sorunlar ile karşı karşıya olan ülkelerin notlarının düşmesi ardından sorunlarının daha fazla büyümesi, kredi derecelendirme şirketlerinin sistemik açıdan bakıldığında krizi daha da tetikleyen ve derinleştiren kuruluşlar olarak görülmesidir (Öztürk, 2011: 11).

Kredi derecelendirme şirketlerine yöneltilen başka bir eleştiri ise, piyasa hâkimiyetini elinde bulunduran Standard and Poor's, Moody's ve Fitch kredi derecelendirme şirketlerinin birlikte karar vererek, piyasaları, ülkeleri ve işletmeleri olumlu ya da olumsuz etkileyebilme gücüne sahip olmalarıdır. Sahip oldukları gücün yeterli bir şekilde denetlenememesi ve çoğu zaman sorumlu tutulamaması bu sebeplerden dolayı hesap vermemeleri konusu tartışmalara sebep olmaktadır. Ülkelerin ve işletmelerin yükümlülüklerini yerine getirme kapasitesinin ölçümünde, kredi derecelendirme şirketlerinin vermiş olduğu kredi notları, çok fazla eleştirilse de, hala kamuoyunda, dünya ekonomisinde ve finans sektöründe geçerliliğini ve etkisini hala korumaktadır (İri, 2018: 88).

Kredi derecelendirme şirketlerinin kâr amacı güden şirketler olması da başka bir eleştiri konusudur. 1970'li yılların başına kadar yatırımcıların bu şirketlerin

cretlerini karşılaması ve yatırım yapmak istedikleri kurumun incelenmesi şeklinde işlerken sonraki yıllarda ise menkul kıymet ihraç eden şirketlerin derecelendirme için ödeme yaptıkları bir fiyatlandırma modeline geçiş yapmışlardır. Fiyatlandırma politikasındaki değişiklik ile kredi derecelendirme şirketlerinin bağımsızlıklarını kaybettikleri düşüncesi ortaya çıkmıştır.



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

LİTERATÜR

Çalışmanın bu bölümünde ülke kredi notlarının belirlenmesinde kredi derecelendirme şirketlerinin kullandığı makroekonomik ve finansal belirleyicileri bulmaya yönelik çalışmalar incelenmiştir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde yapılmış çalışmalar dikkate alınarak literatür taraması yapılmıştır. Çalışmalarda elde edilen değişkenlerin bir kısmının artması kredi notunu pozitif etkilerken, bir kısmının azalması kredi notunu negatif etkilemektedir.

3.1.Yurt Dışında Yapılmış Çalışmalar

Ülke kredi notlarının makroekonomik belirleyicilerini araştıran öncü çalışmalardan biri, Cantor ve Packer'a (1996) ait olan makaledir. Cantor ve Packer (1996) çalışmalarında Standard and Poor's ve Moody's şirketlerinin ülke derecelendirmesi yaparken ağırlık verdiklerini düşündükleri 8 adet makroekonomik değişkeni çoklu regresyon yöntemi ile analiz etmişlerdir. Analizde gelişmiş ve gelişmekte olan toplamda 49 ülkenin, 1987-1995 yılları arasında ki verilerini incelemişlerdir. Cantor ve Packer analiz sonucunda 8 değişkenden 6'sının ülke kredi notları üzerinde etkili olduklarını belirlemişlerdir. Bunlar; kişi başına düşen GSYİH, GSYİH büyüme oranları, enflasyon oranı, dış borç stoku, ekonomik gelişmişlik seviyesi ve temerrüt geçmiştir. Mali denge ve dış denge olan diğer iki gösterge için istatistiki olarak anlamlı bir sonuç elde edememişlerdir.

Ul Haque, Kumar, Mark ve Mathieson (1996) ise çalışmalarında, gelişmekte olan ülkelerin güvenilirlik göstergelerinin ekonomik belirleyicilerini analiz etmişlerdir. Çalışmada gelişmekte olan 60 ülkenin 1980-1993 verileri ile Institutional Investor, Euromoney ve Economist Intelligence Unit şirketlerinin ülke derecelendirme notları çoklu regresyon yöntemi ile analiz edilmiştir. Çalışmanın sonucunda ülke kredi notlarını etkileyen en önemli yurt içi ekonomik değişkenler; toplam rezervlerin ithalata oranı (altın hariç), cari işlemler dengesinin GSYİH'ya

oranı, GSYİH büyüme oranı ve enflasyon oranı olarak belirlenmiştir. Ayrıca uluslararası faiz oranlarındaki bir artışın, yurt içi ekonomik değişkenler dışında tüm gelişmekte olan ülke kredi notlarını etkileyeceği tespit edilmiştir.

Mulder ve Perrelli (2001) de çalışmalarını geliştirmekte olan ülkeler için gerçekleştirmişlerdir. Çalışmada, 25 ülkenin 1992-1999 dönemindeki verileri kullanılmıştır. Elde edilen veri seti ile Standard and Poor's ve Moody's şirketlerinin ülke kredi notlarına çoklu regresyon yöntemi ile panel veri analizi uygulanmıştır. Çalışmanın sonucunda özellikle kriz dönemlerinde ülke kredi notlarını belirleyen değişkenler; ülkeye yapılan yatırımların GSYİH'ya oranı, dış borcun ihracata oranı ve temerrüt geçmişi olarak belirlenmiştir.

Afonso (2002) yaptığı çalışmada, Cantor ve Packer (1996) ile çok benzer sonuçlar elde etmiştir. Afonso (2002) çalışmasını, gelişmiş 29, geliştirmekte olan 52, toplam 81 ülke üzerinde gerçekleştirmiştir. Çalışmada kullanılan veri seti 1998-2000 yılları arasına aittir. Standard and Poor's ve Moody's şirketlerinin ülke derecelendirme notları ile veri seti lojistik model oluşturularak incelenmiştir. Çalışmanın sonucunda ülke kredi notlarının temel makroekonomik belirleyicileri; enflasyon oranı, kişi başına düşen GSYİH, dış borcun ihracata oranı, ekonomik gelişmişlik seviyesi, temerrüt geçmişi ve GSYİH'nın reel büyüme oranı olarak belirlenmiştir.

Bir diğer çalışma Borio ve Packer (2004); 52 ülkenin 1996-2003 yılları arası verilerini ve Standard and Poor's ve Moody's şirketlerinin ülke kredi notlarını regresyon modeli ile analiz ederek, ülke kredi notunun belirlenmesinde etkili olan değişkenleri incelemişlerdir. Bunlar; kişi başına düşen GSYİH, yolsuzluk göstergeleri, politik risk, enflasyon oranı ve temerrüt geçmişidir. Borio ve Packer (2004) geleneksel ekonomik ve yapısal faktörlerin ülke kredi notunun belirlenmesinde payının büyük olduğu sonucuna varmışlardır.

Bissoondoyal-Bheenick (2005) çalışmasında, Standard and Poor's ve Moody's şirketlerinin verdiği en yüksek kredi notu A'ya sahip 25 ülke ve düşük kredi notuna sahip 70 ülkenin, 1995-1999 yılları arasındaki verilerini incelemiştir.

Çalışmada makroekonomik ve finansal değişkenlerin ülke kredi notlarını belirlemede tek etken olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca makroekonomik değişkenlerin önemi yüksek kredi notlu ülkeler ile düşük kredi notlu ülkeler için değişmektedir. Son olarak düşük kredi notuna sahip ülkeler için enflasyon oranı, kişi başına düşen GSYİH, cari işlemler dengesinin GSYİH'ya oranı ve döviz rezervlerinin ülke kredi notlarının belirlenmesinde anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Mellios ve Paget-Blanc (2006) ise, yukarıdaki çalışmalardan farklı olarak Standard and Poor's ve Moody's dışında Fitch şirketini de araştırmalarına katmışlar ve bu üç derecelendirme şirketinin ülke kredi notu belirleyicilerini incelemişlerdir. Çalışmada 49 adet ekonomik ve politik değişkeni lojistik model ile analiz etmişlerdir. Analizde 86 ülkenin, 1998-2002 yılları arasındaki verilerinin kredi notu etkisi araştırılmıştır. Mellios ve Paget-Blanc (2006) analiz sonucunda, diğer çalışmalara benzer 6 değişkenin ülke kredi notuna etkisini tespit etmişlerdir. Bunlar; kişi başına düşen GSYİH, kamu geliri, reel efektif döviz kurundaki olumlu değişim, enflasyon oranı ve temerrüt geçmişidir. Ayrıca ülkenin ekonomik gelişmişlik seviyesini ve yönetim kalitesini göstermesi sebebiyle yolsuzluk göstergesinin de önemli bir belirleyici olduğunu ifade etmişlerdir.

Afonso, Gomes ve Rother (2011)'da 3 önemli kredi derecelendirme şirketi olan Standard and Poor's, Moody's ve Fitch şirketlerinin ülke kredi notlarının kısa ve uzun dönemdeki makroekonomik ve mali değişkenlerini belirlemeye çalışmışlardır. Bu üç önemli şirketin 1995-2005 döneminde verdikleri kredi notlarını doğrusal ve sıralı tepki modeli ile analiz etmişlerdir. Kısa dönemde; GSYİH'daki büyüme, bütçe dengesi, kişi başına düşen GSYİH ve kamu borcunun uzun dönemde ise, hükümetin etkinliğinin, dış borcun, döviz rezervlerinin ve temerrüt geçmişinin kredi notunun belirleyicileri olduğunu tespit etmişlerdir.

3.2.Yurt İçinde Yapılmış alışmalar

Kalaycı, Demir ve Gök (2010), Türkiye ve 27 AB ülkesinin ülke kredi notunun makroekonomik belirleyicilerini tespit etmeye çalışmışlardır. Çalışmada 2002-2008 yılları arasındaki 20 adet makroekonomik değişken ve Fitch derecelendirme şirketinin ülke kredi notları diskriminant analizi ile incelenmiştir. Analizin sonucunda; genel yönetim faiz dışı bütçe dengesinin GSYİH'ya oranı, tüketiciler fiyatları, yurtiçi tasarrufların GSYİH'ya oranı ve dış faiz servisi değişkenleri diskriminant faktörü olarak, diğer değişkenlerin ise ülkeler ile arasında homojenlik gösterdiği tespit edilmiştir.

şahinöz ve Gönenç (2011) alışmalarında, 18 gelişmekte olan ülkenin 1998-2008 yılları arasındaki verilerini kullanarak, gelişmekte olan ülkelerin kredi notunu, risk primini ve reel faiz oranını etkileyen faktörleri belirleyebilmek için panel veri yöntemi uygulamışlardır. Çalışmanın sonucunda gelişmekte olan ülkelerin uluslararası sermaye piyasalarındaki duruşlarını iyileştirebilmek için büyümelerini artırmaları, kamu borçlarını azaltmaları ve politik kurumlarında istikrar sağlamaları gerektiğini tespit etmişlerdir. Ayrıca para politikasının ve kurumsal kalitenin ülke kredi notunda etkili olduğu sonucuna da ulaşmışlardır.

Diğer bir alışma, Balıkçioğlu ve Yılmaz (2013) kredi derecelendirme şirketlerinin kullandığı ülke kredi notu belirleyicilerin neler olduğunu araştırmışlardır. Ayrıca maliye politikası araçlarının ülke kredi notu açısından etkisinin olup olmadığını belirlemeye çalışmışlardır. Bu amaçla Standard and Poor's, Moody's ve Fitch şirketlerinin 2000-2011 dönemlerinde 12 ülkeye vermiş olduğu kredi notlarını logit modeli ile analiz etmişlerdir. Çalışmanın sonucunda Balıkçioğlu ve Yılmaz (2013), maliye politikası göstergeleri olan kamu gideri, borçlanma ve kamu gelirinin ve kredi notlarının belirlenmesinde etkili olduğunu gözlemlemişlerdir. Maliye politikası göstergelerinin ülke kredi notlarındaki etkisi makro parametrelere göre daha fazla olduğu hesaplanmış ancak işsizliğin sınırlı bir şekilde etkili olduğunu tespit etmişlerdir.

Altunkaya (2013) ise, ülke kredi notlarının uzun vadeli derecelendirilmesinde ekonomik ve politik değişkenlerin belirlemeyi çalışmıştır. Çalışmada, açıklayıcı değişken olarak 62 ülkenin 2007-2011 yılları arasındaki 27 değişkene ait verileri, açıklanan değişken olarak ise Standard and Poor's, Moody's ve Fitch kredi derecelendirme şirketlerinin uzun dönem ülke kredi notlarını veri madenciliği yöntemi ile analiz etmiştir. Çalışmanın sonucunda uzun dönem ülke kredi notlarının derecelendirilmesindeki değişkenler; kişi başına düşen GSYİH, yozlaşma endeksi, enflasyon oranı, cari işlemler dengesi ve doğrudan yabancı yatırımlar net akışlar olarak saptanmıştır.

Erdem ve Varlı (2014) geliştirmekte olan ülkelere Standard and Poor's tarafından verilen kredi notlarının makroekonomik belirleyicilerini araştırmışlardır. Çalışmalarında 8 adet geliştirmekte olan ülkenin, 2002-2011 verilerini panel veri analizi ile incelemişlerdir. Çalışmada kullanılan 10 adet makroekonomik değişken; bütçe dengesinin GSYİH'ya oranı, kişi başına düşen GSYİH, cari dengenin GSYİH'ya oranı, enflasyon oranı, yönetim göstergeleri, dış borç stokunun ihracata oranı, toplam rezervlerin GSYİH'ya oranı, işsizlik, GSYİH'nın büyüme oranı ve döviz kurudur. Çalışmada kullanılan 10 adet değişkenden 4'ünün; bütçe dengesinin GSYİH'ya oranı, kişi başına düşen GSYİH, yönetim göstergeleri ve toplam rezervlerin GSYİH'ya oranı, yakından ilişkili değişkenler olduğu sonucuna varmışlardır.

Yıldız (2014) çalışmasında, ülke kredi notları ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada Standard and Poor's'un derecelendirdiği 105 ülke, panel veri analizi yardımıyla incelenmiştir. Ülkeler alt ve orta gelirli ülkeler ile yüksek gelirli olan ülkeler olarak iki farklı başlık altında analiz edilmiştir. Çalışmanın sonucunda, alt ve orta gelirli ülkelerde kişi başına düşen GSYİH, büyüme oranı, enflasyon oranı, kamu borcu, bütçe dengesi ve cari işlemler dengesi, yüksek gelirli ülkelerde ise kişi başına düşen GSYİH, enflasyon oranı, işsizlik oranı ve kamu borcu değişkenlerinin ülke kredi notlarının belirlenmesinde önemli makroekonomik belirleyiciler olduğu tespit edilmiştir. Her iki ülke grubu için ise kişi

başına düşen GSYİH'nın, enflasyon oranının, bütçe dengesinin ve kamu borcunun ülke kredi notlarının temel belirleyicileri olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Haspolat (2015) 73 ülkenin, 1996-2012 dönemleri için Standard and Poor's, Moody's ve Fitch'in vermiş olduğu ülke kredi notlarını panel veri analiziyle incelemiştir. Analiz sonucunda; kişi başına düşen GSYİH, cari denge, ekonomik büyüme geçmiş performansı, yönetim göstergeleri, bir sonraki yıl büyüme tahmini, sermaye yatırımlarının yüksekliği, ülke para biriminin rezerv para olarak kullanılması ve ülkenin sanayileşmiş bir ülke olması kredi notunu pozitif etkileyen değişkenler olarak tespit edilmiştir. Ülke kredi notunu olumsuz etkileyen değişkenler ise, döviz kuru oynaklığı, genel yönetim brüt borç stokunun GSYİH'ya oranı, enflasyon oranı, faiz ödemelerinin gelirlere oranının yüksekliği ve temerrüt geçmişi olarak tespit edilmiştir.

Girgin'in (2018) çalışmasının amacı, Türkiye'nin yatırım yapılabilir seviyeye ulaşmasında etkili olan makroekonomik değişkenleri tespit etmektir. Çalışmada Türkiye'nin 1999 yılı 1. çeyrek ile 2016 yılı 2. çeyrek arasındaki dönemde kredi derecelendirme şirketleri Fitch ve Moody's tarafından verilen ülke kredi notları, logit model kullanılarak analiz edilmiştir. Makroekonomik gösterge olarak 9 adet bağımsız değişkenden oluşan veri seti hazırlanmış ve bir adet değişken için anlamlı sonuç elde edilmiştir. Türkiye'yi spekülasyon seviyeden yatırım yapılabilir seviyeye çıkarabilecek değişken hem Moody's hem de Fitch için enflasyon oranı olduğu tespit edilmiştir.

Özellikle gelişmekte olan ülkeler için yurt dışında ve yurt içinde yapılan çalışmalarda, ülke kredi notunu etkileyen birçok makroekonomik ve finansal belirleyicinin olduğu görülmektedir. Yapılan literatür çalışması sonucunda belirleyicilerin daha iyi anlaşılabilmesi için Tablo 13 oluşturulmuştur. Gelecekteki çalışmalara yardımcı olmak amacıyla, literatürde farklı ülkeler ve farklı değişkenlerle çalışan özellikle, ülke riski değişkenleri için hazırlanmış Alexe v.d. (2003)'nin literatür çalışması da Tablo 14'de gösterilmektedir.

Tablo 13: Ülke Kredi Notunun Belirleyicileri

Değişkenler	Referanslar
Kişi başına düşen GSYİH	Cantor ve Packer (1996), Afonso (2002), Borio ve Packer (2004), Bissoondoyal-Bheenick (2005), Mellios ve Paget-Blanc (2006), Afonso, Gomes ve Rother (2011), Altunkaya (2013), Erdem ve Varlı (2014), Yıldız (2014), Haspolat (2015)
GSYİH büyüme oranları	Cantor ve Packer (1996), Ul Haque, Kumar, Mark ve Mathieson (1996), Afonso (2002), Şahinöz ve Gönenç (2011), Afonso, Gomes ve Rother (2011), Yıldız (2014), Haspolat (2015)
Uluslararası faiz oranları	Ul Haque, Kumar, Mark ve Mathieson (1996), Kalaycı, Demir ve Gök (2010)
Faiz ödemeleri / gelir	Haspolat (2015)
Döviz kuru	Mellios ve Paget-Blanc (2006), Haspolat (2015)
Enflasyon oranı	Cantor ve Packer (1996), Ul Haque, Kumar, Mark ve Mathieson (1996), Afonso (2002), Borio ve Packer (2004), Bissoondoyal-Bheenick (2005), Mellios ve Paget-Blanc (2006), Altunkaya (2013), Yıldız (2014), Haspolat (2015)
İşsizlik oranı	Balıkçioğlu ve Yılmaz (2013)
Cari denge / GSYİH	Ul Haque, Kumar, Mark ve Mathieson (1996), Bissoondoyal-Bheenick (2005), Altunkaya (2013), Yıldız (2014), Haspolat (2015)
Bütçe dengesi / GSYİH	Kalaycı, Demir ve Gök (2010), Afonso, Gomes ve Rother (2011), Erdem ve Varlı (2014), Yıldız (2014)
Dış borç stoku	Cantor ve Packer (1996), Afonso, Gomes ve Rother (2011)
Dış borç/ ihracat	Mulder ve Perrelli (2001), Afonso (2002)
Brüt borç stoku / GSYİH	Haspolat (2015)
Döviz rezervleri	Bissoondoyal-Bheenick (2005), Afonso, Gomes ve Rother (2011)
Toplam rezervler /GSYİH	Erdem ve Varlı (2014)
Toplam rezervler (altın hariç) / ithalat	Ul Haque, Kumar, Mark ve Mathieson (1996)
Doğrudan yabancı yatırımlar	Altunkaya (2013)
Ülkeye yapılan yatırımlar / GSYİH	Mulder ve Perrelli (2001)
Ekonomik gelişmişlik seviyesi	Cantor ve Packer (1996), Afonso (2002), Haspolat (2015)
Yurtiçi tasarruflar / GSYİH	Kalaycı, Demir ve Gök (2010)
Temerrüt geçmişi	Cantor ve Packer (1996), Mulder ve Perrelli (2001), Afonso (2002), Borio ve Packer (2004), Mellios ve Paget-Blanc (2006), Afonso, Gomes ve Rother (2011), Haspolat (2015)
TÜFE	Kalaycı, Demir ve Gök (2010)
Kamu geliri	Mellios ve Paget-Blanc (2006), Balıkçioğlu ve Yılmaz (2013)
Kamu borcu	Afonso, Gomes ve Rother (2011), Şahinöz ve Gönenç (2011), Balıkçioğlu ve Yılmaz (2013), Yıldız (2014)
Kamu gideri	Balıkçioğlu ve Yılmaz (2013)
Politik risk	Borio ve Packer (2004), Şahinöz ve Gönenç (2011)
Yönetim göstergeleri	Afonso, Gomes ve Rother (2011), Erdem ve Varlı (2014), Haspolat (2015)
Yolsuzluk göstergeleri	Borio ve Packer (2004), Mellios ve Paget-Blanc (2006)
Yozlaşma endeksi	Altunkaya (2013)

Tablo 14: Ülke Riski ve Ülke Kredi Notu Belirleyicileri

Değişkenler	Referanslar
Tüketici fiyat endeksi	Larrain v.d. (1997), Hu v.d. (2002)
Cari hesap dengesi / GSYİH	Haque v.d. (1996, 1998), Larrain v.d. (1997), Brewer ve Rivoli (1990), Doumpos v.d. (2001), Cosset v.d. (1992), Cook ve Hebner (1993), Tang ve Espinal (1990)
Borç / ihracat	Larrain v.d. (1997), Feder ve Uy (1985), Aylward ve Thorne (1998), Dailami ve Leipziger (1997), Cosset ve Roy (1991), Cosset v.d.(1992), Cantor ve Packer (1996), Lee (1993), Doumpos ve Zopounidis (2001), Monfort ve Mulder (2000), Hu v.d. (2002)
Borç / GSYİH	Haque v.d. (1996, 1998), Feder ve Uy (1985), Lee (1993), Brewer ve Rivoli (1990), Aylward ve Thorne (1998), Doumpos ve Zopounidis (2001), Cook ve Hebner (1993), Hu v.d. (2002)
Borç / rezervler	Monfort ve Mulder (2000)
Yurtiçi yatırım / GSYİH	Larrain v.d. (1997), Monfort ve Mulder (2000)
İhracat / GSYİH	Aylward ve Thorne (1998)
İhracat büyüme hızı	Haque v.d. (1996, 1998), Feder ve Uy (1985), Doumpos ve Zopounidis (2001), Cosset v.d. (1992), Monfort ve Mulder (2000)
İhracat değişkenliği	Cosset v.d.(1992)
Dış şoklara karşı dayanıklılık	Feder ve Uy (1985)
Dış borç / GSYİH	Larrain v.d. (1997), Brewer ve Rivoli (1990), Monfort ve Mulder (2000)
Mali denge	Larrain v.d. (1997), Cantor ve Packer (1996), Lee (1993), Monfort ve Mulder (2000), Cook ve Hebner (1993)
GSYİH büyüme oranı	Haque v.d. (1996, 1998), Larrain v.d. (1997), Feder ve Uy (1985), Cantor ve Packer (1996), Doumpos ve Zopounidis (2001), Monfort ve Mulder (2000), Cook ve Hebner (1993), Hu v.d. (2002)
Kişi başına düşen GSYİH	Dailami ve Leipziger (1997), Erb v.d. (1997), Feder ve Uy (1985), Cosset v.d. (1991 ve 1992), Larrain v.d. (1997), Monfort ve Mulder (2000), Tang ve Espinal (1990)
Kişi başına GSYİH büyüme oranı	Lee (1993), Haque v.d. (1996), Aylward ve Thorne (1998)
Brüt yatırım / GSYİH	Easton ve Rockerbie (1999), Cosset v.d. (1991 ve 1992), Doumpos ve Zopounidis (2001)
İthalat / GSYİH	Haque v.d.(1996), Aylward ve Thorne (1998)
İthalatın büyüme oranı	Doumpos ve Zopounidis (2001)
Ekonomik gelişmişlik düzeyi	Cantor ve Packer (1996)
Enflasyon oranı	Haque v.d. (1996, 1998), Larrain v.d.(1997), Dailami ve Leipziger (1997), Erb v.d. (1997), Aylward ve Thorne (1998), Cantor ve Packer (1996), Doumpos ve Zopounidis (2001), Monfort ve Mulder (2000)

Uluslararası rezervler / ithalat	Haque v.d. (1996,1998), Easton ve Rockerbie v.d. (1999), Dailami ve Leipziger (1997), Feder ve Uy (1985), Aylward ve Thorne (1998), Lee (1993), Doumpo ve Zopounidis (2001), Cosset v.d. (1992), Monfort ve Mulder (2000), Tang ve Espinal (1990), Hu v.d. (2002)
Uzun Vadeli Borç / GSYİH	Easton ve Rockerbie v.d. (1999)
Reel döviz kuru	Haque v.d. (1996, 1998), Larrain v.d. (1997), Monfort ve Mulder (2000), Cook ve Hebner (1993)
Tasarruf / GSYİH	Larrain v.d. (1997)
Kısa vadeli borç / rezervler	Dailami ve Leipziger (1997)
Kısa vadeli borç / toplam borç	Monfort ve Mulder (2000)
Ticaret şartları	Haque v.d. (1996, 1998), Easton ve Rockerbie (1999), Feder ve Uy (1985), Doumpo ve Zopounidis (2001), Monfort ve Mulder (2000)
Ticaret açıklığı	Easton ve Rockerbie (1999)
Hazine bonosu oranı	Haque v.d. (1998), Monfort ve Mulder (2000)
Politik risk	Brewer ve Rivoli (1990, 1997), Feder ve Uy (1985), Citron ve Neckelburg (1987), Mauro (1993), Lee (1993), Cosset v.d.(1992), Cook ve Hebner (1993)

Kaynak: (Alexe, Hammer, Kogan, ve Lejeune, 2003: 26-28).

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERİN KREDİ NOTU BELİRLEYİCİLERİ ÜZERİNE BİR PANEL VERİ UYGULAMASI

Bu bölümde, ilk olarak panel veri analizi tanıtılarak hangi modelin analize daha uygun olduğu açıklanmaya çalışılacaktır. Sonrasında çalışmada kullanılacak veri seti, hipotezlerin doğru bir şekilde kurulması, verilerin çözümlenmesinde uygulanan istatistiki yöntemler, modelin oluşturulması ve modelin analize uygunluğu hususunda bilgi verilecektir. Verilerin doğru yorumlanabilmesi için istatistiki yöntemlerin son derece önemli olduğu unutulmamalıdır.

4.1.Panel Veri Analizi

Ekonometrik analizlerde zaman serisi verileri ile yatay kesit gözlemleri bir araya getirilerek incelemeler yapılmaktadır. Zaman serileri ile birlikte yatay kesit gözlemlerinin aynı anda incelenmesi panel veri analizi olarak tanımlanmaktadır (Greene, 2003: 612).

Panel veri setindeki yatay kesit gözlemleri ile veri setindeki değişkenlerin tamamı aynı zaman serilerine sahipse dengeli panel (balanced panel), farklı sebeplerden dolayı eksik gözlemlere sahipse dengesiz panel (unbalanced panel) adını almaktadır.

Panel veri analizi, yatay kesit ve zaman serisi analizlerine oranla daha fazla bilgi vermektedir. Toplu hale getirilen veriler ile analiz gerçekleştiren çalışmalara kıyasla panel veri analizleri çok daha fazla bilgi içermesi sebebiyle istatistiki analizlerde sık kullanılan bir yöntem haline gelmektedir (Gökbulut, 2009: 143).

Çalışmada bilgi kaybının oluşmasını önlemek ve sonuçların daha sağlıklı olmasını sağlayabilmek için panel veri analizi tercih edilmiştir.

Ekonometrik analiz yöntemleri ile karşılaştırıldığında panel veri analizinin avantajları (Baltagi, 2005: 2-5), (Hsiao, 1986: 2).

- Zaman serisi ve yatay kesit analizlerine oranla çok daha fazla bilgi içermesi
- Çok fazla veri ile çalışabilme imkânı vermesi sonucunda değişkenler arasındaki çoklu doğrusallık problemini azaltarak yapılan tahminlerin daha etkin olması
- Tekrar eden gözlemlerle çalışılması sonucu bağımlı değişkenin ilgili zamanda değişimini ortaya koyabilmesi
- Çok karmaşık yapıya sahip olan modellerin test edilmesine ve oluşturulmasına olanak vermesi
- Yatay kesit ve zaman serisi analizlerinde gözlenemeyen etkileri daha iyi belirleyebilmesidir.

Panel veri analizinde karşılaşılan kısıtlar ise verinin bir araya getirilmesi ve yönetilmesinden kaynaklanmaktadır. Yeterli sayıda gözleme sahip olamamak, verilerin anket ve mülakat yöntemleri ile oluşturulmasından ortaya çıkan sorunlar ve zaman serilerinin aralığın kısa olmasından kaynaklanan sorunlar panel yönteminin dezavantajlarıdır (Baltagi, 2005: 5).

Panel veriyle gerçekleştirilen regresyon analizinde kullanılan doğrusal model aşağıdaki şekilde gösterilmektedir.

$$y_{it} = \alpha_{it} + \beta_{it}x_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4.1)$$

Burada;

$i = 1, 2, \dots, N$ adet yatay kesit birimini,

$t = 1, 2, \dots, T$ zaman dönemini,

y_{it} = t zamanında bağımlı değişkenin i'nci biriminin değerini,

x_{it} = t zamanında bağımsız değişkenin i'nci biriminin değerini,

ε_{it} = sıfır ortalama ve sabit varyanslı hata terimini,

β = eğim katsayısını göstermektedir.

(4.1)'de verilen bir modelde, bağımsız değişkenlerin katsayıları (β_{it}) değişik ülkeler için ve değişik zaman dilimlerinde değişik değerler alabilecektir. Veri setinde, birimlere veya birimlere ve zamana göre oluşabilecek değişiklikler, tahmin edilecek modelin katsayılarında, değişmeye yol açacak kadar önemli ve ya etkilemeyecek kadar önemsiz de olabilmektedir. Uygulanacak testler sonucunda yapılan değişiklikler anlamlı ise değişken katsayılı modeller, anlamsız ise katsayıları sabit modeller incelemeye alınmalıdır (Gökbulut, 2009: 148).

Panel veri analizinde uygulanabilecek üç yöntem vardır. Bu yöntemler:

- Havuzlanmış panel regresyon yöntemi
- Sabit etkiler yöntemi
- Rastsal etkiler yöntemi

4.1.1. Havuzlanmış Panel Veri Regresyonu (Pooled Regresyon)

Havuzlanmış panel veri analizinde zaman ve kesitler arası tüm katsayılar sabitse bu model uygulanabilir. Bu sebeple, en basit yaklaşım, havuzlanmış verilerin kesit ve zaman boyutunu görmezden gelerek, geleneksel en küçük kareler (EKKY) ile tahmini gerçekleştirmektir (Kök ve Şimşek, 2012: 7-19). Havuzlanmış panel veri regresyonu modeli klasik model olarak da adlandırılmaktadır.

Bu modellerin sabit parametre (α) ve bağımsız değişkenlere ait eğim parametreleri (β_{it}) birimlere veya birimlere ve zamana göre değişiklik göstermeden aynı şekilde kalmaktadır. Yani havuzlanmış panel regresyonunda, ortak sabit tahmin edicisi her bir kesit birim için aynı sabiti tahmin ederek α 'nın kesit birimler için aynı olduğunu varsaymaktadır.

Bütün i ve t 'ler için (4.1) nolu denkleminin modeli (4.2) nolu denklemin modeline dönüşmektedir.

$$y_{it} = \alpha + \beta x_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4.2)$$

Böylelikle (4.2) nolu denklemin modeli hata teriminin birimlere ve zamana veya birimlere göre değişikliklerini dikkate aldığı varsayılmaktadır.

4.1.2. Sabit Etkiler Modeli (Fixed Effects)

Her bir yatay kesitin bireyselliklerini dikkatle incelemek için, her bir ülkenin (birim) sabit katsayıların değişik olması gerekmektedir. Bu duruma karşılık eğitim katsayılarının benzer olduğunu varsaymak gerekmektedir. Bunun sonucunda sabit her kesit için farklıdır, ancak her kesitin sabiti zaman süresince değişmemektedir ve tahmin sabit etkiler modeli ile uygulanabilir (Kök ve Şimşek, 2012: 7-19).

Aşağıda tek ve çok değişkenli sabit etkiler modelleri gösterilmektedir.

Tek değişkenli sabit etkiler modeli;

$$y_{it} = \alpha_i + \beta_1 x_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4.3)$$

$$i = 1, 2, 3, 4, \dots, N$$

$$t = 1, 2, 3, 4, \dots, T$$

Denklem (4.3) sadece sabit terim (α_i) değişmekte ve sabit terim zamana göre değil kesite göre değişiklikler göstermektedir.

Çok değişkenli sabit etkiler modeli;

$$y_{it} = \beta_{1i} + \beta_2 x_{2it} + \beta_3 x_{3it} + \dots + \beta_k x_{kit} + \varepsilon_{it} \quad (4.4)$$

Yatay kesit biriminin fazla olması sebebiyle fazla sayıda kukla değişken kullanılmasında meydana gelecek serbestlik derecesi problemi modelin getireceği problemlerden biridir. Modelde fazla sayıda değişkene yer verilmesi ayrıca çoklu bağlantı problemine neden olabilmektedir. Modelin başka bir problemi de hata terimlerinin ortalamasının sıfır olması durumunda, varyansının değişmeyerek ardışık bağımlılık olmadığının varsayılmasıdır (Gujarati, 2006: 718).

4.1.3. Rastsal Etkiler Modeli (Random Effects)

Rastsal etkiler modelinde sabit ve eğim katsayılarının yatay kesitler ve zaman süresince bağımsız değişkenlerle ilişkisiz olarak farklılaştığı durumlarda tahmin için kullanılmaktadır. Modelin rastsal hata terimi sayesinde modele dâhil edilmeyen fakat bağımlı değişkeni etkileyen bütün faktörlerle açıklanabildiği kabul edilmektedir. Rastsal hata terimi yatay kesite özgü hata bileşeni ε_i ve zaman serisi ile yatay kesitin birleşimi sonucu oluşan hata teriminden u_{it} oluşmaktadır (Gökbulut, 2009: 152-153).

$$w_{it} = \varepsilon_i + u_{it} \quad (4.5)$$

Hata bileşen modeli olarak da anılan modelde birleşik hata terimi (w_{it}), iki bileşenden oluşmaktadır (Kök ve Şimşek, 2012: 7-19).

Bu modele göre; sabit etkiler modelinde belirtilen ve her bir ülkenin kesişim değerini ifade eden β_{1i} terimi, sabit olarak değildir. β_{1i} terimi iki ögeden meydana gelen rastsal bir değişken olarak açıklanmaktadır.

$$\beta_{1i} = \beta_1 + w_i \quad (4.6)$$

$$i = 1, 2, 3, \dots, N$$

β_1 ortalama değeri, w_i ise ortalama değer in sıfır olduğu ve varyansı sabit olan rastsal hata terimini belirtmektedir. β_{1i} terimi rastsal etkiler modelinde rastsal bir değişken olarak ele alınmaktadır.

Bu durumda model;

$$Y_{it} = \beta_1 + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \dots + \beta_k X_{kit} + \varepsilon_i + u_{it} \quad (4.7)$$

Burada hata terimi ε_i ; bireye özgü olan (yatay kesit) hata terimi, u_{it} ise hem yatay kesit hem de zaman serisi hata terimini ifade etmektedir.

Modelde bireye özgü hata terimlerinin birbirleri ile korelasyonlarının olmadığı ve de yatay kesit ve zaman serisi verileriyle de oto-korelasyonlarının olmadığı varsayılmaktadır. Ülkeye özgü hata terimi ve bağımsız değişkenler arasında korelasyonun olmadığı düşünülüyorsa bu modeli uygulamak daha doğrudur.

Sabit etkiler modelinin problemleri, rastsal etkiler modeli için avantaj oluşturmaktadır. Rastsal etkilerde örneklem büyüklüğü arttıkça parametre sayısı aynı kalmaktadır. Model grup içi ve gruplar arası varyasyonu kullanabilen tahmincilerin oluşmasına izin vermektedir. Bununla birlikte model, sabit etkiler modeline göre zaman içinde değişmeyen değişkenlerin tahmininde üstünlük sağlamaktadır (Hsiao, 1986: 11). Bu sebeple çalışmada kurulan modelde uygulanan testler sonucunda rastsal etkiler modeli oluşturulmuştur.

4.1.4. Panel Durağanlık Testleri

Çalışmada değişkenler arasında gerçekleşecek ilişkilerde sahte ilişkilerin olmaması istenmektedir. Sahte ilişkilerin olmadığı gösterebilmek için ise durağanlık testleri yapılmaktadır.

Levin, Lin ve Chu testi sabit parametrelerin bütün kesitler için ortak olduğunu varsaymakta ve ortak birim kök süreçlerini araştırmaktadır. Im-Pesaran-Shin testi çalışmada birim kök sürecini araştırmakta olup, ADF testi ise birimlerden bağımsız serilerde durağanlık olması durumunda kullanılmaktadır. Levin, Lin ve Chu testi aslında ADF durağanlık testinin bir ileri aşamasıdır (Levin, Lin, ve Chu, 1992: 18):

IPSw, ADF ve LLCt testlerinde kurulacak ortak hipotezler aşağıdaki şekilde sınanabilir.

H_0 : Genel bir birim kök vardır.

H_1 : Genel bir birim kök yoktur.

Bu testler ile değişkenler adına hesaplama olasılık değerinin kritik değerden (0.05) küçük olması çalışmadaki serilerin birim köke sahip olduğuna işaret eden H_0 hipotezini reddedilebilmektedir (Korkmaz, Yıldız, ve Gökbulut, 2010: 100).

Çalışmada durağanlığın testi için yukarıda anlatılan üç testten ikisini kullanmak yeterli olacaktır. Çalışmada LLCt testi ile IPSw testi araştırmıştır.

4.1.5. Oto-korelasyon ve Değişken Varyanslılık

Bütün zaman serilerinde oto-korelasyon sorunu önemli bir konu olarak algılanmaktadır. Temel varsayımlarında birisi değişik gözlemler için benzer hataların birbirleri aralarında ilişkinin olmaması durumudur. Hata terimlerinin birbirleriyle ilişkili olma durumu oto-korelasyon olarak adlandırılmaktadır. Veri setlerinde oto-korelasyon olup olmadığı Wooldridge oto-korelasyon testi ile araştırılmaktadır (Korkmaz, Yıldız ve Gökbulut, 2010: 101). Oto-korelasyon testinin hipotezleri aşağıdaki şekilde sınanabilir.

H_0 : Hata terimleri arasında oto-korelasyon yoktur.

H_1 : Hata terimleri arasında oto-korelasyon vardır.

Wooldridge oto-korelasyon test istatistiği ile hesaplanan olasılık değeri (p) 0,05'den düşük olduğunda sıfır hipotezi reddedilmektedir. Diğer bir ifadeyle, seriler arasında oto-korelasyon sorunu vardır.

Değişken varyans, hata terimleri varyansının örneklem içinde sabit olmaması durumunda ortaya çıkmaktadır. Değişken varyans sorununun varlığı Greene'in testi ya da Wald testi ile sınanmaktadır. Greene ve Wald testi aşağıdaki şekilde sınanabilir.

H_0 : Hata terimleri eş varyansa sahiptir.

H_1 : Hata terimleri eş varyansa sahip değildir.

Testin sonucunda olasılığın (0.05) den daha küçük olması H_0 reddedilerek eş varyanslılığın gerçekleşmediği tespit edilecektir.

4.1.6. Panel Veri Analizi Model Seçimi

Öncelikle yukarıda anlatılanlar doğrultusundan var olan 3 modelden hangisinin seçileceğine karar vermek verilerin doğru yorumlanabilmesi açısından çok önemlidir. Model seçiminden önce panel regresyon uygulanması için gerekli önkoşulların sağlanmış olması gerekmektedir. Sonrasında, veri setindeki yatay kesit

verilerinin hesaba katılmamış sabit etkilerden bağımsız ve örneklem büyüklüğünün fazla olduğu düşünülüyorsa havuz modelin seçilmesi daha sağlıklı olacaktır.

Bu sebeple öncelikle Breusch-Pagan testi uygulanmalıdır. Bu test, havuzlanmış panel veri regresyon ve rastsal etkiler modelinden hangisinin uygulanması gerektiğini belirleyecektir. Ayrıca bu test, havuzlanmış panel veri regresyonunun uygun olup olmadığını sınayacaktır. Modelin uygun olmadığı H_0 hipotezinin kabulü ile olacaktır. B-P testi gibi Chow (F) testi de modelde havuz modelin uygunluğu test etmekte kullanılır. Veri setinde yatay kesitlerin sayısı zaman boyutundan daha çok ise F testine bakmak sonuçların daha sağlıklı olabilmesini sağlayacaktır. F testi sonucunda modelin havuz ya da sabit modele uygunluğu incelenmiş olacaktır. Son olarak da rastsal etkilere uygunluğunu belirlemek ve seçim yapabilmek için Hausman testi uygulanarak karar verilmeye çalışılacaktır (Greene, 2003: 298-299). Aşağıda regresyon modelleri ve formülleri, ayrıca regresyon modelinin belirlenmesi için gerekli testler ve hipotezleri verilmiştir.

Panel regresyon modelleri aşağıdaki şekildedir.

• **Havuz Modeli:**

$$y_{it} = \alpha + \beta x_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4.8)$$

• **Sabit Etkili Model:**

$$y_{it} = \alpha_i + \beta x_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4.9)$$

• **Rastsal Etkili Model:**

$$y_{it} = \mu + \beta x_{it} + \varepsilon_{it} + u_i \quad (4.10)$$

Panel regresyon modellerini belirlemek için kullanılan testler ve hipotezleri aşağıdaki şekildedir.

Breusch-Pagan Testi

$$H_0: \text{Havuz Modeli; } \sigma_\alpha^2=0$$

H_1 : Rastasal etkiler modeli; $\sigma_a^2 > 0$

Chow (F) Testi

H_0 : Model havuzlanabilir.

H_1 : Sabit Etkiler Modeli

Hausman Testi

H_0 : Rastasal etkiler mevcuttur.

H_1 : Rastasal etkiler yoktur.

Çalışmamızda H_0 hipotezi kabul edilmiş ve modelin kurulmasının rastasal etkiler yöntemiyle yapılmasının uygun olduğu tespit edilmiştir.

4.2.Çalışmanın Amacı

Bu çalışmanın amacı, derecelendirme şirketleri tarafından gelişmekte olan ülkelere verilen, ülke kredi notlarını etkileyen makroekonomik ve finansal belirleyicileri tespit etmeye çalışmaktır. Bu amaç doğrultusunda uluslararası piyasada önemli rol oynayan Standard and Poor's, Moody's ve Fitch derecelendirme şirketleri tarafından verilen ülke notları panel veri analizi yöntemi ile araştırılacaktır.

Çalışmada, literatürde sık kullanılan değişkenler dışında geniş kapsamlı ve farklı değişkenlerin kullanılması, özellikle gelişmekte olan piyasalar üzerine odaklanılacak olması araştırmayı diğer çalışmalardan farklılaştırmaktadır.

4.3.Çalışmanın Veri Seti

Çalışmada ülke notlarını etkileyen değişkenler ile ilgili literatür dikkate alınarak ve farklı değişkenler eklenerek 18 bağımsız değişken analiz edilmektedir. Modele ait bağımsız değişkenler; 5 yıl vadeli CDS primi, kişi başına düşen GSYİH, yıllık kredi faiz oranı, döviz kuru, enflasyon oranı, borsa endeks getirisi, işsizlik oranı, kredi hacmi, bütçe dengesinin GSYİH'ya oranı, cari dengenin GSYİH'ya

oranı, kamu borcunun GSYİH'ya oranı, kısa vadeli borcun toplam dış borca oranı, uluslararası rezervlerin GSYİH'ya oranı, doğrudan yabancı yatırımların GSYİH'ya oranı, portföy yatırımlarının GSYİH'ya oranı, global risk faktörü, politik risk faktörü ve yönetim göstergeleri makroekonomik ve finansal belirleyiciler olarak seçilmiştir.

Çalışmanın bağımlı değişkeni ise çalışmada anlatılan üç önemli kredi derecelendirme şirketinin yıllık bazda vermiş olduğu ülke kredi notların aritmetik ortalamasıdır. Derecelendirme şirketlerinin vermiş olduğu harf notları sayılara çevrilerek analizde kullanılmıştır.

Çalışmada kullanılan bazı değişkenler durağan çıkmadıkları için, yıllık kredi faiz oranı, işsizlik oranı ve kredi hacmi değişkenlerinin bir önceki yıla göre farkları, ülke kredi notları, döviz kuru, borsa endeks getirisi, bütçe dengesinin GSYİH'ya oranı, cari dengenin GSYİH'ya oranı, kamu borcunun GSYİH'ya oranı, uluslararası rezervlerin GSYİH'ya oranı, politik risk ve yönetim göstergeleri değişkenlerinin yüzdesel değişimleri hesaplanarak durağan hale getirilmiş ve analize dâhil edilmiştir. Ayrıca analizde kullanılan yönetim göstergeleri değişkeni Dünya Bankasının yayımlamış olduğu 6 yönetim göstergesinden 5 tanesinin (İfade özgürlüğü ve şeffaflık, hükümetin etkinliği, mevzuat kalitesi, hukukun üstünlüğü ve yolsuzluğun önlenmesi) aritmetik ortalaması ile elde edilmiştir.

Çalışmada, Morgan Stanley Emerging Markets Index'ine göre belirlenen 21 gelişmekte olan ülkenin 2005-2017 yıllarını kapsayan veri seti Dünya Bankası, IMF ve Bloomberg veri tabanlarından sağlanmıştır. Analizlere dâhil edilen ülkeler alfabetik olarak; Arjantin, Brezilya, Bulgaristan, Çin, Endonezya, Filipinler, Güney Afrika, Güney Kore, Kolombiya, Macaristan, Malezya, Meksika, Peru, Polonya, Rusya, Şili, Tayland, Türkiye, Ukrayna, Venezuela ve Yunanistan'dan oluşan gelişmekte olan ülkelerdir. Çalışmada kullanılan ülkelerin listesi Ek 1'de gösterilmektedir.

Çalışma kapsamında gerekli verilerin tüm dönemlerde elde edilebilmesi için 21 gelişmekte olan ülke örneklem olarak belirlenmiş, diğer ülkeler dengeli bir panel veri oluşturulabilmesi ve verilerin eksiksiz olarak sunulması amacıyla örneklem

çıkarılmıştır. Ayrıca çalışmada dengeli panel uygulayabilmek için tüm değişkenlere ait verileri elde edebilmenin zorluğu sebebiyle dönem olarak 2005-2017 yıllarını kapsayan dönem çalışmaya dâhil edilmiştir. Çalışmada yer alan veri setinde kullanılan ülkelerin homojen yapıya sahip olmaması, bazı ülkelerin AB, OECD, OPEC ve G20 gibi birliklere üye ülkeler olması, ülkelerin risk grupları dikkate alarak ayrılmamış olması son olarak da ülkelerin temerrüt geçmişi faktörünün belirleyiciler arasında yer almıyor olması çalışmanın kısıtlarını oluşturmaktadır.

Çalışmada istatistiki analizler için Stata 14.2 ve E-views 10.0 programları kullanılmıştır. Çalışmanın modelinde kullanılan bağımlı değişken (ülke kredi notu) ve bağımsız değişkenlerin sembolleri Tablo 15’de verilmiştir.

Tablo 15: Modele İlişkin Değişkenler

SEMBOL	DEĞİŞKENLER
KRDNOTD	Ülke kredi notu
CDS5Y	5 yıl vadeli CDS primi
KBGSYİH	Kişi başına düşen GSYİH
FAİZ	Yıllık kredi faiz oranı
KUR	Döviz kuru
ENF	Enflasyon oranı
BORSA	Borsa endeks getirisi
ISSIZLIK	İşsizlik oranı
KRDHCMD	Kredi hacmi
BDGSYİH	Bütçe dengesi / GSYİH
CDGSYİH	Cari denge / GSYİH
BORCGSYİH	Kamu borcu / GSYİH
KVBO	Kısa vadeli borç / Dış borç
REZGSYİH	Uluslararası rezervler / GSYİH
DYYGSYİH	Doğrudan yabancı yatırımlar / GSYİH
PORTGSYİH	Portföy yatırımları / GSYİH
GLBRISK	Global risk faktörü
POLRE	Politik risk faktörü
YONGRE	Yönetim göstergeleri

Ekonometrik modellerde kullanılan değişkenler arasındaki ilişkilerin tespiti için korelasyon analizi gerçekleştirilmiştir. Seçilen değişkenler arasındaki korelasyon

matrisi Tablo 16’da gör÷lmektedir. Hesaplanan korelasyon katsayılarının istatistiksel anlamlılığı %1 güven düzeyinde test edilmiştir.

Tablo 16’daki değişkenler arası korelasyon matrisinden elde edilen sonuçlara göre, KRDNOTD değişkeninin sırasıyla REZGSYİH, KBGSYİH, KRDHCMMD, CDGSYİH, PORTGSYİH, BORSA ve DYYGSYİH değişkenleri ile pozitif, POLRE, YONGRE, FAİZ, ISSIZLIK, BORCGSYİH, ENF, CDS5Y, BDGSYİH, KVBO, GLBRISK ve KUR değişkenleri ile negatif ilişki içerisinde olduğu belirlenmiştir. KRDNOTD değişkeni ile en kuvvetli ilişki politik risk faktörü (POLRE) ile belirlenirken, en zayıf ilişki döviz kurları (KUR) ile çıkmıştır.

Korelasyon matrisindeki analiz sonuçlarına göre bağımsız değişkenler arasında KUR ve KBGSYİH değişkenleri arasında kuvvetli negatif ilişki olduğu tespit edilmiştir. Bu negatif ilişkiden dolayı döviz kurları arttıkça yerel para cinsinden kişi başına düşen GSYİH’nın azalmakta olduğu sonucuna ulaşabiliriz.

Tablo 16: Değişkenler Arası Korelasyon Matrisi

Örneklem Aralığı:2005-2017																			
Toplam Gözlem Sayısı: 273																			
Korelasyon	(I)	(II)	(III)	(IV)	(V)	(VI)	(VII)	(VIII)	(IX)	(X)	(XI)	(XII)	(XIII)	(XIV)	(XV)	(XVI)	(XVII)	(XVIII)	(XIX)
(I) KRDNOTD	1,000																		
(II) BDGSYIH	-0,1268	1,0000																	
(III) BORCGSYIH	-0,1755	0,0216	1,0000																
(IV) BORSA	0,0166	-0,1096	-0,0312	1,0000															
(V) CDGSYIH	0,0214	-0,4624	0,0169	0,1308	1,0000														
(VI) CDS5Y	-0,1503	0,0503	0,0899	-0,4703	-0,0720	1,0000													
(VII) DYYGSYIH	0,0111	0,0085	-0,0555	-0,0951	-0,0200	0,1634	1,0000												
(VIII) ENF	-0,1546	0,0220	0,0332	0,4640	-0,0423	-0,0146	-0,0435	1,0000											
(IX) FAIZ	-0,1923	0,0369	0,0351	-0,1595	-0,0449	0,2874	0,0661	0,0291	1,0000										
(X) GLBRISK	-0,0378	0,0340	0,0120	0,1763	0,0560	-0,1861	-0,0299	0,1538	-0,0279	1,0000									
(XI) ISSIZLIK	-0,1890	0,0338	0,2782	0,2512	-0,0385	-0,0562	-0,1335	0,3819	0,0236	-0,0064	1,0000								
(XII) KBGSYIH	0,1232	0,0227	-0,4439	-0,0667	-0,0441	0,1998	0,1594	-0,0949	-0,0577	-0,0682	-0,3984	1,0000							
(XIII)KRDHCMD	0,0355	-0,0526	0,0069	-0,0152	0,0661	0,0088	-0,0006	-0,0182	-0,0056	0,0030	0,0589	-0,0405	1,0000						
(XIV) KUR	-0,0062	-0,0080	0,3405	0,0563	0,0355	-0,0985	-0,1429	0,0596	0,1620	0,1575	0,3063	-0,7245	0,0064	1,0000					
(XV) KVBO	-0,0604	0,0799	0,0414	-0,0477	-0,0305	0,0842	-0,0644	0,0096	0,0621	0,1135	0,0994	0,0720	0,0207	-0,1024	1,0000				
(XVI) POLRE	-0,3169	-0,0334	0,0914	-0,0254	-0,0142	0,0955	0,0629	0,0346	0,0941	-0,0230	0,1576	-0,1931	0,0488	0,0833	-0,0163	1,0000			
(XVII)PORTGSYIH	0,0203	-0,0171	-0,0181	0,0601	0,0589	-0,2017	-0,0884	-0,0248	-0,0285	-0,0134	-0,0596	-0,0038	-0,0195	-0,0497	0,0618	-0,1041	1,0000		
(XVIII) REZGSYIH	0,1943	-0,0927	0,0177	0,1153	0,0935	-0,2156	-0,0058	-0,0339	-0,0287	0,0247	0,0784	-0,3076	-0,0219	0,3538	-0,0466	-0,0236	0,0845	1,0000	
(XIX) YONGRE	-0,2287	0,0206	0,2711	-0,0585	-0,0329	0,1227	0,0445	0,0539	0,1554	0,0343	0,1876	-0,1983	0,1259	0,1434	0,0406	0,2947	-0,0720	-0,0529	1,0000

Araştırmalarda modellerin kurulumu esnasında bağımsız değişkenlerin kendi aralarında çoklu doğrusal bağlantı sorununun olmaması gerekmektedir. Değişkenlerin birbirleri ile ilişkisini gösteren korelasyon analizi sonucunda bağımsız değişkenlerin kendi aralarında kuvvetli bir korelasyon olmadığı görülmektedir. Bundan dolayı bağımsız değişkenlerin kendi aralarında çoklu doğrusallık problemi olmadığı söylenebilir.

Çoklu doğrusallık, bağımsız herhangi bir değişkenin veri setinde var olan diğer değişkenlerle birbirleri aralarındaki ilişkisinin derecesine bağlı olarak bağımsız değişkenin tahmin gücünü azaltmaktadır (Albayrak, 2006: 68). Panel veri analizinin zaman ve yatay kesit verilerini içermesi, açıklayıcı değişkenler arasındaki çoklu doğrusallık problemini azaltmaktadır (Hsiao, 1986: 146). Ancak yine de çalışmada çoklu bağlantı sorununun varlığı, varyans artış faktörleri ile (VIF) incelenmiştir.

Araştırmada kullanılan modelde bağımsız değişkenler arası çoklu doğrusallık probleminin varlığı VIF Yöntemi ile incelenmiş ilgili sonuçlar Tablo 17’de gösterilmektedir. Varyans artış faktörleri katsayıları denklem (4.11)’de verilen formül yardımıyla hesaplanmıştır.

$$VIF=1/(1-R^2) \quad (4.11)$$

Literatürde VIF değerinin ne olacağı ile ilgili iki farklı görüş yer almaktadır. Tarı (2008), VIF için kritik değerin genellikle literatür çalışmalarında 5 olarak kabul edildiğini, bağımsız değişkenler için bulunan VIF değerleri 5 ve üzerindeyse çoklu bağlantı sorunu olduğunu, Marquardt ve Snee (1975) ise, bağımsız değişkenler arası çoklu doğrusallık probleminin olmaması için VIF kritik değerinin 10’dan küçük olması gerektiğini belirtmiştir.

18 bağımsız değişkenle ilgili VIF değerleri 1.0306 ile 2.8154 değerleri arasında tespit edilmiş olup, bu değerler 5’in altında olduğundan iki görüşe göre de bu bağımsız değişkenlerle ilgili çoklu bağlantı probleminin olmadığı belirlenmiştir.

Tablo 17: Varyans Artış Faktörleri Katsayıları

BAĞIMSIZ DEĞİŞKENLER	VIF
CDS5Y	1,7931
KBGSYIH	2,8154
FAIZ	1,1783
KUR	2,4996
ENF	1,5871
BORSA	1,8809
ISSIZLIK	1,5403
KRDHCMD	1,0306
BDGSYIH	1,3017
CDGSYIH	1,3187
BORCGSYIH	1,4116
KVBO	1,0978
REZGSYIH	1,3075
DYYGSYIH	1,1007
PORTGSYIH	1,1686
GLBRISK	1,1623
POLRE	1,1634
YONGRE	1,2364

4.4. Modelin Kurulması ve Hipotezler

Gelişmekte olan ülkelerde, ülke kredi notunu belirleyen makroekonomik ve finansal faktörleri tespit edebilmek için panel veri analizi yöntemi kullanılmıştır. Bütün zaman serisi analizlerinde olduğu gibi yatay kesit boyutunun yanı sıra zaman boyutunu da kapsayan panel veri analizlerinde sağlıklı sonuç alabilmek için verilerin serilerinin durağan olması gerekmektedir.

Panel analizlerde de zaman serileri analizlerindeki gibi değişkenler arasında sahte ilişkilere neden olunmaması için durağanlık önemli bir önkoşuldur (Gökbulut,

2009: 200). Çalışmada verilerin durağan olmadıkları tespit edilirse, verilerin durağanlıklarını sağlamak gerekmektedir.

Modeldeki değişkenlerin durağanlıkları panel birim kök testleriyle araştırılmıştır. Ortak birim kök süreçleri LLCt testiyle bireysel birim kök süreçleri ise Im-Peseran-Shin (IPSw) ile test edilmiştir. Korelasyon ve VIF analizinden sonra panel veri setinde olan değişkenler için LLCt ve IPSw testlerinin sonuçları Tablo 18’de görülmektedir.

Yapılan birim kök testlerinde başlangıçta; FAIZ, ISSIZLIK, KRDPHCMD, KRDPNOTD, KUR, BORSAP, BDPGSYIH, CDPGSYIH, BORDPGSYIH, REZPGSYIH, POLRE ve YONGRE değişkenlerinin durağan olmadıkları görülmüştür. Bundan dolayı durağanlığın sağlanması için FAIZ, ISSIZLIK ve KRDPHCMD serilerinin bir önceki yıla göre farkları, KRDPNOTD, KUR, BORSAP, BDPGSYIH, CDPGSYIH, BORDPGSYIH, REZPGSYIH, POLRE ve YONGRE serilerinin de yüzdesel değişimleri hesaplanarak durağan hale getirilmiş ve analize dâhil edilmiştir. Bu değişkenlerin ve diğer değişkenlerin verilerinin durağan olduğu Tablo 18’de gösterilmektedir.

Hipotezler aşağıdaki şekilde kurulmuş ve serilerin birim kökün varlığını ifade eden H_0 hipotezi, olasılık (p) değerlerinin 0.05 kritik olan değerden daha küçük olması sebebiyle reddedilmiştir. H_0 hipotezinin reddedilmesi ile serilerde ortak birim kök süreci ve her bir ülke için birim kök süreci olmadığı görülmüştür. Yani, serilerin ilgili dönemlerde durağan olduğu tespit edilmiştir.

H_0 : Seride genel bir birim kök vardır.

H_1 : Seride genel bir birim kök yoktur.

Tablo 18: Panel Durağanlık Test Sonuçları

Değişkenler	LLCt Testi		IPSw Testi	
	İstatistik	Olasılık	İstatistik	Olasılık
KRDNOTD	-8,8646	0,0000	-6,2485	0,0000
CDS5Y	-13,7136	0,0000	-8,9226	0,0000
KBGSYIH	-9,3731	0,0000	-5,1820	0,0000
FAIZ	-11,2178	0,0000	-8,7468	0,0000
KUR	-8,8581	0,0000	-5,0405	0,0000
ENF	-6,7874	0,0000	-4,3205	0,0000
BORSA	-14,7236	0,0000	-10,5834	0,0000
ISSIZLIK	-11,0079	0,0000	-6,5434	0,0000
KRDHCMD	-9,7526	0,0000	-6,6622	0,0000
BDGSYIH	-11,7778	0,0000	-7,7852	0,0000
CDGSYIH	-15,1653	0,0000	-9,7242	0,0000
BORCGSYIH	-8,2680	0,0000	-5,1164	0,0000
KVBO	-4,2437	0,0000	-1,7711	0,0383
REZGSYIH	-12,6863	0,0000	-9,8072	0,0000
DYYGSYIH	-8,4540	0,0000	-5,5109	0,0000
PORTGSYIH	-15,5449	0,0000	-9,5628	0,0000
GLBRISK	-9,9135	0,0000	-7,3984	0,0000
POLRE	-12,0745	0,0000	-9,4688	0,0000
YONGRE	-15,1878	0,0000	-10,7800	0,0000

Yapılan bu analizler sonucunda, ülke kredi notunu belirleyen makroekonomik ve finansal bağımsız değişkenlerin ülke kredi notunu ne derecede etkilediği aşağıdaki fonksiyonla açıklanabileceği öngörülmüştür.

MODEL

$$\text{KRDNOTD} = F(\text{CDS5Y}, \text{KBGSYIH}, \text{FAIZ}, \text{KUR}, \text{ENF}, \text{BORSA}, \text{ISSIZLIK}, \text{KRDHCMD}, \text{BDGSYIH}, \text{CDGSYIH}, \text{BORCGSYIH}, \text{KVBO}, \text{REZGSYIH}, \text{DYYGSYIH}, \text{PORTGSYIH}, \text{GLBRISK}, \text{POLRE})$$

Bu fonksiyonda; ülke kredi notunu belirleyen makroekonomik ve finansal bağımsız değişkenlerin ülke kredi notu üzerindeki etkileri panel veri regresyon analizi ile açıklanmaya çalışılmıştır. Araştırmada, veri setinde yer alan 21 ülkenin 2005–2017 yılları için yıllık gözlem değerleri kullanılmıştır. Veri seti, her yılı kapsayan 18 değişken için 21 yatay kesit elemanı 273 gözlem ($21 \times 13 = 273$) ve aynı zamanda 2005–2017 yıllarını kapsamı sebebiyle zaman serisi barındırmaktadır.

Değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler Tablo 19’da görülmektedir. Tabloda bağımsız değişkenlerin olasılık (p) değerleri 0.05 kritik değerinden küçük olduğundan, hata terimlerinin aralarında normal dağıldığını savunan boş hipotez reddedilmektedir.

Tablo 19: Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler

	KRDNOTD	BDGSYIH	BORCGSYIH	BORSA	CDGSYIH	CDS5Y	DYYGSYIH	ENF	FAIZ	GLBRISK	ISSIZLIK	KBGSYIH	KRDHCMD	KUR	KVBO	POLRE	PORTGSYIH	REZGSYIH	YONGRE
Ortalama	0,01	-0,29	0,01	0,19	0,46	0,46	0,04	0,18	0,00	-0,33	0,00	0,07	0,06	0,04	0,23	0,00	4,54	0,03	-0,01
Medyan	0,00	-0,06	0,00	0,18	-0,06	-0,07	0,03	0,04	0,00	-0,38	0,00	0,08	0,02	0,00	0,20	0,01	1,99	0,01	-0,02
Maksimum	0,79	19,00	0,74	3,70	49,00	12,99	0,55	28,18	0,12	0,88	0,12	0,34	4,48	0,84	0,74	0,22	182,57	1,59	1,24
Minimum	-0,57	-28,00	-0,50	-1,37	-19,00	-0,92	-0,16	-0,03	-0,09	-0,86	-0,04	-0,35	-6,73	-0,17	0,07	-0,57	-46,43	-0,49	-0,57
Std.Sapma	0,11	3,24	0,15	0,49	4,37	1,84	0,06	1,71	0,02	0,31	0,01	0,13	0,65	0,13	0,13	0,07	15,23	0,19	0,19
Çarpıklık	2,49	-2,42	1,27	1,57	6,17	4,09	5,49	16,06	0,63	0,90	3,22	-0,43	-1,34	2,45	1,47	-1,87	5,99	2,39	1,17
Basıklık	27,39	32,24	9,04	12,91	65,92	22,79	42,40	262,41	8,12	3,72	25,68	3,16	61,92	11,66	5,21	17,08	70,98	18,08	9,27
Jarque-Bera	7047,71	9990,07	488,35	1229,64	46769,64	5215,16	19029,59	777218,10	316,52	43,05	6325,16	8,83	39570,66	1125,96	153,32	2415,05	54195,94	2847,74	509,77
Olasılık	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Toplam	2,00	-80,34	3,76	51,79	124,53	126,67	9,84	49,66	-0,39	-90,52	-0,26	18,58	15,83	10,79	63,73	1,02	1239,79	7,87	-1,63
Std.Sp.Top.	3,18	2860,03	5,81	65,00	5187,03	917,76	1,03	799,82	0,15	26,73	0,06	4,78	114,03	4,80	4,76	1,41	63126,27	10,30	10,32
Gözlem sayısı	273	273	273	273	273	273	273	273	273	273	273	273	273	273	273	273	273	273	273

Analizde ele alınan veri setine ait serilerin durağan olduğunun tespiti yapıldıktan sonra uygun panel veri modelinin belirlenmesi gerekmektedir. Yani panel veri analizinin üç farklı modeli olan rastsal etkiler, havuzlanmış modeli ve sabit etkiler modelinden birisinin seçimine karar verilecektir.

Öncelikle veri setinin havuz modelinin uygulanabilirliği F (Chow) testi yardımıyla sınanacaktır. Havuz regresyon modelinin sınanmasında aynı zamanda Breusch-Pagan testi de kullanılabilir. Fakat Breusch-Pagan testinde T'nin sonsuza gittiği varsayımının çok geçerli olmaması ve B-P istatistiğine dayanmasından dolayı F testinin kullanılmasının daha doğru olacağı düşünülmektedir.

Çalışmada olduğu gibi zaman boyutunun sınırlı olması ve yatay kesit sayısının zaman boyutundan daha fazla olması halinde veri setinin havuz modele uygunluğu için ilk önce F istatistiğinin uygulanması daha faydalıdır. Çünkü havuzlanmış regresyonun uygulanabilmesi için yatay kesit birimlerinde olan varyansın değil, modelin bütününe ait olan hata terimlerinin de varyansının sıfır olması gerekmektedir (Gökbulut, 2009: 191). Çalışmada F (Chow) testi uygulanmış ve istatistik sonucu aşağıda Tablo 20'de verilmiştir.

Tablo 20: F (Chow) Testi Sonucu

	Bağımlı Değişken	F Testi	Olasılık
Model	KRDNOTD	24,7141	0,2126

H_0 : Havuz modeli

H_1 : Sabit etkiler modeli

Tablo 20'de; olasılık > F istatistiği, %5 anlamlılık düzeyinde kritik değerin 0.05'i geçtiği durumda H_0 hipotezi kabul edilebilmektedir. Ancak modelde rastsal

etkiler veya sabit etkiler modellerden herhangi birinin de kullanılıp kullanılmayacağı Hausman testiyle ortaya konulmuştur.

Tablo 21: Hausman Testi Sonucu

	Bağımlı Değişken	Çift Yönlü Rastsal Etkiler	Olasılık
Model	KRDNOTD	0,5835	0,2340

H_0 : Rastsal etkiler mevcuttur.

H_1 : Rastsal etkiler yoktur.

H_0 , modeldeki açıklayıcı değişkenler ile hata terimleri arasında ilişkinin var olmadığını belirtmektedir. Bu hipotezin sınanarak Hausman testinin uygulanması ve olasılık (p) değerinin 0.05’den fazla çıkması durumunda, modeldeki açıklayıcı değişkenler ile hata terimleri arasında ilişkinin olmadığı saptanacağından H_0 kabul edilmiştir.

Hausman test istatistiği ile belirlenen 0,05’in üstündeki bir olasılık değeri rastsal etkiler modelinin uygulanabilir olduğunu ve sabit etkiler modelinin seçmemek gerektiğini gösterir. Kurulan modelde zaman ve yatay kesit boyutunda etkiler incelenmiştir. Hausman testi sonucundan görüldüğü gibi model için $Prob=0,2340>0,05$ olduğundan H_0 hipotezi kabul edilmekte ve modelin kurulmasının rastsal etkiler yöntemiyle gerçekleştirilmesinin uygun olduğu tespit edilmektedir.

F testinde H_0 hipotezinin kabul edilmesine rağmen rastsal etkiler modeli tercih edilmiştir. Çünkü Hausman testi bize rastsal etkilerin mevcut olduğunu göstermektedir. Bu sebeple, modelin havuzlanmış regresyon modeli ile tahmin edilmesi çok doğru sonuçlar vermeyecektir.

Rastsal etkiler panel veri analizinde her ülke için t dönemindeki ülke kredi notu belirleyicileri ($KRDNOTD_{it}$) aşağıdaki modelde tanımlanmaktadır;

MODEL:

$$KRDNOTD_{it} = \beta_1 + \beta_2 CDS5Y_{2it} + \beta_3 KBGSYIH_{3it} + \beta_4 FAIZ_{4it} + \beta_5 KUR_{5it} + \beta_6 ENF_{6it} + \beta_7 BORSA_{7it} + \beta_8 ISSIZLIK_{8it} + \beta_9 KRDHCM_{9it} + \beta_{10} BDGSYIH_{10it} + \beta_{11} CDGSYIH_{11it} + \beta_{12} BORCGSYIH_{12it} + \beta_{13} KVBO_{13it} + \beta_{14} REZGSYIH_{14it} + \beta_{15} DYYGSYIH_{15it} + \beta_{16} PORTGSYIH_{16it} + \beta_{17} GLBRISK_{17it} + \beta_{18} POLRE_{18it} + \beta_{19} YONGRE_{19it} + \varepsilon_i + u_{it}$$

Panel veri analizinde hangi modelin kurulacağına karar verildikten sonra oto-korelasyon veya serisel korelasyon sorununun varlığını test etmek gerekmektedir.

Eğer regresyon modelindeki hata terimleri kendi aralarında ilişkiliyse bu durumda karşımıza oto-korelasyon problemi çıkar (Gökbulut, 2009: 196-197). Kurulan modelin veri setinde oto-korelasyonun varlığı Wooldridge (2002) oto-korelasyon testi ile araştırılmış ve Tablo 22’de gösterilmiştir.

Tablo 22: Wooldridge Oto-korelasyon Testi Sonucu

	Bağımlı Değişken	F Değeri	Olasılık
Model	KRDNOTD	17558,00	0.0005

H_0 : Hata terimleri arasında oto-korelasyon yoktur.

H_1 : Hata terimleri arasında oto-korelasyon vardır.

Wooldridge testi sonucunda H_0 hipotezi reddedilmiştir. Başka bir ifadeyle modeldeki hata terimleri arasında oto-korelasyon sorunu gözlenmiştir.

Panel regresyon analizinin oto-korelasyon analizi sonrasında, ön testler uygulanmalıdır. Bu testlerden biri olan Wald testi ile yatay kesit birimlerine ait hata terimlerinin değişken varyanslılık (heteroskedasticity) içerip içermediği araştırılmıştır. Literatürde, değişken varyanslılığı tespit edebilmek için Wald testi

uygulanmaktadır (Okuyan ve Taşcı, 2010: 115). Çalışmada değişken varyanslılığın tespiti için uygulanan Wald testi sonucu Tablo 23’de gösterilmiştir.

Tablo 23: Wald Değişken Varyanslılık Testi Sonucu

	Bağımlı Değişken	Ki-kare	Olasılık
Model	KRDNOTD	8407,88	0.0000

H_0 : Tüm yatay kesit birimlerine ait hata terimleri eş varyansa sahiptir.

H_1 : Tüm yatay kesit birimlerine ait hata terimleri eş varyansa sahip değildir.

Wald testi sonuçlarına göre (olasılık<0,05 olduğundan) sıfır hipotezi reddedilmektedir. Başka bir ifadeyle, modelin denkleminde yatay kesit birimlerine ait hata terimlerinde değişken varyanslılık görülmektedir.

Modelde hem oto-korelasyon hem de değişken varyanslılık tespit edilmiştir. Bu sebeple modelin kurulmadan önce var olan etkilerini ortadan kaldırmak gerekmektedir. Böylece elde edilen sonuçların tarafsız ve tutarlı olmasını sağlayabilmek amacıyla, bir takım düzeltmeler yapılması gerekmektedir.

Panel veri analizlerinde, klasik değişen varyans-tutarlı (Heteroscedasticity Robust-HR) yatay kesit regresyon varyans matris tahmincisi oto-korelasyona sahip etkiler tutarsız sonuçlar ortaya çıkarmaktadır. Rastsal etkiler ve sabit etkiler panel veri modellerinde değişen varyans ve oto-korelasyon sorunu yok edilebilmektedir. Değişen varyans sebebiyle taraflı sonuçlar üretilmesini ortadan kaldıran ve yatay kesit birim sayısı (N) ve zaman serisi (T) sayısı ne olursa olsun (NT) uyumlu tahminci geliştirilmiştir. Geliştirilen tahminci sayesinde rastsal etkilerin ve sabit etkilerin var olduğu serilerde oto-korelasyon sorunu da giderilmektedir. Geliştirilen tahmin yöntemine değişen varyans-tutarlı standart hatalar yöntemi denmektedir (Stock ve Watson, 2008: 155-174).

Çalışmada panel veri rastsal etkiler modeli, örneklem serilerinde değişen varyansı ve oto-korelasyonu yok etmek için Stock ve Watson’un (2008) ortaya

koyduğu kümelenmiş-tutarlı (cluster robust) standart hatalar yöntemi yardımıyla düzeltilerek tahmin edilmiştir. Bu tahminci Stata 14.2 programında VCE robust komutu ile çalıştırılmıştır. Böylece standart hataların düzeltilmesi sonucunda değişen varyans ve oto-korelasyon sorunu ortadan kaldırılmaya çalışılmıştır.

Panel veri analizinde ülke kredi notu ile bağımsız değişkenler arasındaki ilişki rastsal etkiler modeline göre kurulacak ve araştırma kapsamında aşağıdaki hipotezler sınanacaktır:

H1₀: Ülke kredi notu ile 5 yıl vadeli CDS primi arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H2₀: Ülke kredi notu ile kişi başına düşen GSYİH arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H3₀: Ülke kredi notu ile yıllık kredi faiz oranı arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H4₀: Ülke kredi notu ile döviz kuru arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H5₀: Ülke kredi notu ile enflasyon oranı arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H6₀: Ülke kredi notu ile borsa endeks getirisi arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H7₀: Ülke kredi notu ile işsizlik oranı arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H8₀: Ülke kredi notu ile kredi hacmi arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H9₀: Ülke kredi notu ile bütçe dengesinin GSYİH'ya oranı arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H10₀: Ülke kredi notu ile cari dengenin GSYİH'ya oranı arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H11₀: Ülke kredi notu ile kamu borcunun GSYİH'ya oranı arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H12₀: Ülke kredi notu ile kısa vadeli borcun dış borca oranı arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H13₀: Ülke kredi notu ile uluslararası rezervlerin GSYİH'ya oranı arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H14₀: Ülke kredi notu ile doğrudan yabancı yatırımların GSYİH'ya oranı arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H15₀: Ülke kredi notu ile portföy yatırımların GSYİH'ya oranı arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H16₀: Ülke kredi notu ile global risk faktörü arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H17₀: Ülke kredi notu ile politik risk faktörü arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H18₀: Ülke kredi notu ile yönetim göstergeleri arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

4.5. Bulgular

Gelişmekte olan ülkelere verilen ülke kredini notunu temsil eden KRDNOTD bağımlı değişkeni ile 18 bağımsız değişkenin 2005-2017 yıllarına ait verilerin rastsal etkiler regresyon sonuçları Tablo 24'de gösterilmektedir. Modelin istatistik değeri F testi (0.000) kurulan modelin bütün olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. KRDNOTD bağımlı değişkenindeki varyansın bağımsız değişkenler açısından açıklanma oranını gösteren R^2 değeri 0.4746 olarak ortaya çıkmaktadır. Bu durum modeldeki değişkenlerin KRDNOTD'de gerçekleşen değişimin %47'sinden fazlasına açıklık getirdiğini göstermektedir. Bu oran, panel veri analizlerine bakıldığında modelin istatistiki olarak anlamlı ve açıklama gücünün yüksek olduğunu göstermektedir.

Tablo 24: Panel Regresyon İstatistik Sonuçları

Rastsal Etkiler Modeli				
Dönem = 2005-2017	Gözlem Sayısı = 273			
R-kare = 0.4746	Grup Sayısı = 21			
Korelasyon (u_i, X)= 0	Olasılık > F = 0.0000			
Bağımlı Değişken KRDNOTD	Katsayı	Std. Ht	İstatistik Değeri	Olasılık
Bağımsız Değişkenler				
CDS5Y	0,0046	0,0035	-1,3100	0,1910
KBGSYIH	0,1256	0,0232	5,4200	0,0000***
FAIZ	-0,6718	0,2584	-2,6000	0,0090***
KUR	0,1358	0,0819	1,6600	0,0970*
ENF	-0,0052	0,0016	-3,1600	0,0020***
BORSA	-0,0007	0,0219	-0,0300	0,9740
ISSIZLIK	-0,6363	0,5542	-1,1500	0,2510
KRDHCMD	0,0112	0,0021	5,2800	0,0000***
BDGSYIH	-0,0046	0,0037	-1,2300	0,2190
CDGSYIH	-0,0019	0,0017	-1,1500	0,2490
BORCGSYIH	-0,0587	0,0292	-2,0100	0,0450**
KVBO	-0,0019	0,0355	-0,0500	0,9570
REZGSYIH	0,0879	0,0543	1,6200	0,1060
DYYGSYIH	0,0479	0,0498	0,9600	0,3360
PORTGSYIH	-0,0003	0,0002	-1,1400	0,2560
GLBRISK	-0,0194	0,0127	-1,5300	0,1270
POLRE	-0,3701	0,1869	-1,9800	0,0480**
YONGRE	-0,0432	0,0325	-1,3300	0,1840
_sbt.	-0,0131	0,0115	-1,1500	0,2520

*** %1 anlamlılık düzeyi, ** %5 anlamlılık düzeyi, * %10 anlamlılık düzeyi.

KRDNOTD değişkeni ile ilişkili olan bağımsız değişkenlerin anlamlılık düzeyleri; %1’de KBGSYIH, FAIZ, ENF ve KRDHCMD, %5’de BORCGSYIH ve POLRE, %10’da ise KUR ile olduğu Tablo 24’de görülmektedir.

Modelin hipotezlerinden H2₀, H3₀, H4₀, H5₀, H8₀, H11₀ ve H17₀ hipotezleri reddedilmiş, H1₀, H6₀, H7₀, H9₀, H10₀, H12₀, H13₀, H14₀, H15₀, H16₀ ve H18₀ hipotezleri reddedilememiştir.

Uygulanan rastsal etkiler regresyon modeli sonuçlarına göre, KRDNOTD'yi etkileyen değişkenler ve katsayıları sırasıyla; FAIZ (-0,6718), POLRE (-0,3701), KUR (0,1358), KBGSYIH (0,1256), BORCGSYIH (-0,0587), KRDHCMMD (0,0112), ve ENF (-0,0052) olarak tespit edilmiştir.

Model tahmininde, ülke kredi notu belirleyicisi olarak belirlenen KUR, KBGSYIH ve KRDHCMMD arasında pozitif bir ilişki, FAIZ, POLRE, BORCGSYIH ve ENF değişkenleri arasında ise negatif yönlü bir ilişkinin gerçekleştiği saptanmıştır.

Ülke kredi notu ile en güçlü ilişki yıllık kredi faiz oranı (-0,6718) arasında gerçekleşmiş ve aralarında negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Yani faiz oranının düşmesi ülke kredi notunu artmasına etki etmektedir.

Aşağıda modelde istatistiki açıdan anlamlı ilişki bulunan değişkenlerin kredi notu ile ilişkisi anlatılmaktadır.

- **Yıllık Kredi Faiz Oranı**

Gelişmekte olan ülkeler de ekonominin en önemli sorunlarından biri faiz ödemeleridir. Bu sebeple artan borçlar ülke gelirlerinin önemli bir kısmının borç faiz ödemelerine aktarılmasına, faizler arttıkça yükselen bütçe açıklarına ve bunun tetiklediği ekonomik istikrarsızlığı beraberinde getirmektedir. Ekonomik büyüme performansı ile faiz oranları arasında negatif bir ilişki gerçekleşmektedir. Genel olarak faizlerin yüksek olmasının GSYİH artışına negatif etkisi olduğu sonucu ortaya çıkmaktadır. Zira yüksek faizlerin olduğu bir ortamda, tüketim ve yatırım talepleri azalmakta ve bu sebeple iktisadi aktivite zayıflamaktadır (Karagöl ve Ortakaya, 2014: 1-2).

Çalışmada tespit edilen yıllık kredi faiz oranı ile ülke kredi notu arasındaki negatif ilişki yukarıda anlatılanlar açısından uyumluluk göstermektedir. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde faiz oranlarının yüksek olması yatırım maliyetlerini artmasına neden olmaktadır. Ekonomik büyüme performansının artmasında düşük faiz oranlarının önemli bir etkisi bulunmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde faiz

oranlarının yüksek olmasını kalıcı hale getirmek tüketim ve yatırımların azalmasına, faiz giderlerinin bütçe içerisindeki payının artmasına ve kaynakların faiz ödemelerine yönlendirilmesine sebep olacaktır. Gelire oranla yüksek faiz ödemeleri ülkelerin kredi riskini arttırmaktadır. Gelişmekte olan ülkelere faiz oranının düşmesi özel sektör yatırımlarını ve tüketimi arttırarak ülke ekonomisinin büyümesine katkı sağlamaktadır.

- **Politik Risk Faktörü**

Ülkelerin gelişmişlik düzeyine bağlı olarak ülke riski içindeki politik risk faktörlerinin payı değişebilmektedir. Gelişmiş ülkeler düzeyinden başlayarak az gelişmiş ülkeler düzeyine doğru gidildikçe politik risk faktörünün daha etkili sonuçlar verdiğini söyleyebiliriz. Örneğin, az gelişmiş ülkelerin borçlarını zamanında geri ödeyemeyeceği ile ilgili kaygılar arttığında, kredi verenin karşılaşacağı risk de artacaktır. Bu durum ülke riskinin artmasına ve daha yüksek faizli kredilerin ödenmesine neden olmaktadır (Mankiw, 2010: 394). Hükümetin politikaları, sosyal düzenlemeleri ve hukuki yapısı ülkelerin politik risk göstergelerine örnek verilebilir.

Çalışmada ülke kredi notu ile politik risk faktörü arasında Borio ve Packer (2004) ve Şahinöz ve Gönenç (2011)'in çalışmalarında olduğu gibi negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Bunun sonucunda politik riskin artması kredi notlarının düşmesine neden olmaktadır. Ülkede var olan yüksek politik risk, yatırımcıların güvenini azaltmakta ve sermayelerini politik riski düşük ülkelere yönlendirmelerine sebep olmaktadır. Bu durum politik riski yüksek olan ülkelerin uluslararası sermayeyi ülkelerine çekmesini zorlaştırmakta ve gelir elde edebilmelerinin önüne geçmektedir. Modelde ikinci güçlü ilişki tespit edilen politik risk faktörü incelendiğinde ülkelerin sadece ekonomik ve finansal göstergelerinin iyi olmasının yeterli olmadığı, politik göstergelerin de ülke kredi notunu etkilediğini göstermektedir.

- **Döviz Kuru**

Çalışmada tespit edilen döviz kuru ile ülke kredi notu arasındaki pozitif ilişki döviz kuru arttıkça ülke kredi notunda da artış meydana geleceği yönündedir.

Para politikaları döviz kurunun düşmesinin olumlu etki yarattığını belirtse de gelişmekte olan ülkeler cari açıklarını finanse edebilmek için uluslararası piyasalarda kur savaşlarına girerek paralarını değersizleştirmektedirler. Sermayenin uluslararasılaşmasına rağmen dünya ticaretinden pay almak isteyen veya pazar paylarını daha da yükseltmek isteyen ülkeler ulusal paralarının değerini düşürmektedirler. Bu sayede ithalatın azaltılması ve ihracatın artırılması teşvik edilerek cari açığın azalması hedeflenmektedir.

Döviz kurunun artırılması sonucu elde edilen değer kayıpları ihracatı arttırdığı için ekonomik büyümeyi destekleyebilir ancak aşırı değer kayıplarının da krizlere neden olabileceği unutulmamalıdır.

- **Kişi Başına Düşen GSYİH**

Geçmişte yapılan pek çok çalışmaya göre, ülke kredi notunun en önemli ekonomik belirleyicisinin kişi başına düşen GSYİH olduğu tespit edilmiştir. Cantor ve Packer (1996), Afonso (2002), Borio ve Packer (2004), Bissoondoyal-Bheenick (2005), Mellios ve Paget-Blanc (2006), Afonso, Gomes ve Rother (2011), Altunkaya (2013), Erdem ve Varlı (2014), Yıldız (2014) ve Haspolat (2015) yaptıkları çalışmalarda kişi başına düşen GSYİH'nın ülke kredi notu üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğunu belirlemişlerdir. Literatürdeki çalışmalarda kişi başına düşen GSYİH'nın ülkelerin tasarruf oranlarını yükselten, vergi toplama gücünü artıran ve dolayısıyla borç ödeme kapasitesini artıran bir gösterge olduğu belirtilmektedir.

Çalışmada tespit edilen kişi başına düşen GSYİH ile ülke kredi notu arasındaki pozitif ilişki literatürdeki pek çok çalışma ile uyumluluk göstermektedir. Ekonomik büyümenin en önemli göstergesi olan kişi başına düşen GSYİH ülkelerin zenginliklerini göstermektedir. Kişi başına düşen GSYİH'nın artması ülke gelirlerinin arttığının ve sağlıklı büyüdüğünün bir göstergesidir. Bu durumda, kişi

başına düşen GSYİH'sı yüksek olan ülkeler yatırımcılar karşısında kredi risklerini azaltabileceklerdir.

- **Kamu Borcu / GSYİH**

Ülkelerin ekonomik büyümeyi ve kalkınmayı borçlanma yoluyla arttırabilmesi için borçlanmayla gelen fonların üretken yatımlara dönüştürülebilmesi gerekmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde borçlanmanın kronikleşmiş bütçe açıklarının kapatılmasına veya kamu tüketim harcamalarının finansmanında kullanılması için yapılması halinde borçlanma büyüme ve kalkınma üzerinde beklenen olumlu etkiyi gerçekleştiremeyecektir.

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin borç yapılarına bakıldığında farklılıklar görülmektedir. Bunun sebebi gelişmiş ülkelerin borçlanmaları ile gelişmekte olan ülkelerin borçlanmalarındaki önceliklerin birbirinden farklı olmasıdır. Örneğin gelişmiş ülkeler borçlanma yoluyla elde ettikleri ek kaynakları çoğunlukla fiziki ve beşeri sermayeyi geliştirerek donanımlarının artırılmasında ve yeni teknolojilerin alınmasında kullanmaktadırlar. Gelişmekte olan ülkeler ise borçlanmayla elde ettikleri kaynakları genellikle kamu açıklarının ve kamu tüketim harcamalarını finanse edebilmek için kullanmaktadırlar. Gelişmekte olan ülkeler yatırımların finansmanında kullanılması gereken kısıtlı kaynakları tüketerek borçlanmayı ekonomik ve sosyal bakımdan oldukça maliyetli hale getirmektedirler (Chouraqui, Jones ve Montador, 1986: 5).

Çalışmada ülke kredi notu ile kamu borcu değişkeni arasında tespit edilen negatif ilişki Afonso, Gomes ve Rother (2011), Şahinöz ve Gönenç (2011), Balıkçioğlu ve Yılmaz (2013) ve Yıldız (2014)'ın ülke kredi notu belirleyicileri üzerine yaptığı çalışmalarla uyumluluk göstermektedir. Elde edilen kamu borcunu yatırımlara dönüştürerek ekonomiye fayda sağlayamayan ülkeler, borcun daha fazla artmasına ve gelecekte ekonomik sorunların oluşması tehlikesi ile karşı karşıya kalabilmektedirler. Kamu borcunun GSYİH'ya oranının negatif işarete sahip olması, GSYİH'ya oranla daha düşük kamu borcuna sahip olan ülkelerin, ülke kredi notlarının daha yüksek olma ihtimalini arttıracak anlamına gelmektedir.

- **Kredi Hacmi**

Finansal sistemin yapısı ve işlevleri ekonomik sistemin bütün bir şekilde gelişmesinde önemli bir yer edinmektedir. Finansal gelişmenin ekonomik büyümeye sebep olduğuna taraf olan iktisatçılar kredi hacmi, para arzı seviyesi ve banka mevduatları gibi farklı göstergeleri finansal gelişmişliğin bir belirtisi olduğunu kabul ederek bu göstergelerin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini araştırmışlardır.

Calderon ve Liu (2003) banka kredi hacmindeki gelişmeyi finansal gelişmişlik göstergesi olarak ele almışlar ve ekonomik büyüme üzerindeki etkisini 109 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkenin 1960-1994 dönemlerini panel veri analizi ile araştırmışlardır. Analiz sonucunda bütün ülkelerde kredi hacmindeki gelişmenin ekonomik büyüme ile arasında karşılıklı bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir.

Beck ve Levine (2004) banka kredi hacminin ekonomik büyümeye etkisini 40 ülkenin 1976-1998 dönemini panel veri analizi ile incelemişlerdir. Analizde özellikle banka kredilerinin büyümesine bağlı olarak finansal sektör gelişmelerinin reel ekonomiyi olumlu yönde etkilediği sonucunu elde etmişlerdir.

Çalışmada ülke kredi notu ile pozitif ilişki içinde olan kredi hacmindeki artış literatürdeki çalışmaları destekler niteliktedir. Kredi hacminin artması büyümeyi desteklediği için ülke kredi notunu da arttırıcı etki göstermiştir. Yukarıda anlatılanların ışığında kredi hacmindeki artış aynı zamanda ekonomik aktivitelerin artmasının temel kaynağı olmaktadır. Bu durumda kredi piyasasının etkin işlemesi yönünde getirilecek uygulamaların aynı zamanda ekonomik aktivitelerin artması sebebiyle ekonomik büyümeye katkı sağlayacaktır.

Ancak kredi hacmindeki sürekli artışın tek başına büyümeyi ifade etmediği unutulmamalıdır. Kredi hacminin kontrolsüz artarak belirli bir seviyenin üstüne çıkması tehlikeli olabilmektedir. Tek başına hiçbir gösterge ekonomik olarak anlamlı değildir. Kredi hacmi artarken faiz oranları da artıyorsa ekonomik anlamda bir sıkıntı ortaya çıkabilmekte ve kredi hacminin fazla artması borçların ödenememesi sorunu ile karşı karşıya gelmesine sebep olmaktadır. Ancak faiz oranları düşüken borçluluk oranları yüksek ise ekonomik olarak anlamlı bir sürdürülebilirlik

sağlanabilmektedir. 2008 krizi sonrasında gelişmekte olan ülkelerin düşük faiz ile borçlanarak kredi hacmini arttırması büyümelerinde etkili olmuştur. Çalışmadaki yıllar arasında dünya genelinde faiz oranlarının düşmesi kredi hacmindeki artışın nedeni de olabileceği gibi kredi notlarını etkilemesine de neden olmuş olabilir.

- **Enflasyon Oranı**

Ülke kredi notunu negatif yönde etkileyen faktörlerden biri de enflasyon oranıdır. Yüksek seviyede gerçekleşen enflasyon ülkede fiyat istikrarının olmadığı yani makroekonomik istikrarın sağlanamadığının bir göstergesi olmaktadır. Cantor ve Packer (1996), Ul Haque, Kumar, Mark ve Mathieson (1996), Afonso (2002), Borio ve Packer (2004), Bissoondoyal-Bheenick (2005), Mellios ve Paget-Blanc (2006), Altunkaya (2013), Yıldız (2014) ve Haspolat (2015) yaptıkları çalışmalarda enflasyonun ülke kredi notu üzerindeki negatif etkisini tespit etmişlerdir. Enflasyon, makroekonomik dengesizlikleri artırıcı bir etken olmasının yanı sıra döviz kuru üzerindeki etkileri de dikkate alındığında ülkeye gelmesi beklenen yatırımcılar ve yabancı sermayenin önündeki engellerden bir tanesidir.

Çalışmada tespit edilen enflasyon oranı ile ülke kredi notu arasındaki negatif yönlü ilişki literatürdeki çalışmalar ile uyumluluk göstermektedir. Enflasyon oranı ekonomik açıdan önemli bir göstergedir. Gelişmekte olan ülkelerin uzun yıllar enflasyon ile mücadele etmesi bu oranı makroekonomik açıdan daha da önemli bir hale getirmektedir. Enflasyonun artması yatırımcıların ülkeye sermaye getirmesini engellemektedir. Bu açıdan fiyat istikrarının sağlanabilmesi, gelişmekte olan ekonomiler açısından daha büyük bir önem arz etmektedir. Çünkü düşük enflasyon ülkelerin ekonomik anlamda sürdürülebilir bir büyüme sağlamaları ve rekabet avantajı elde edebilmelerinde belirleyici bir gösterge olmaktadır.

Sonuç olarak yukarıda anlatılanlar ışığında piyasalara güven sağlanması ekonominin gelişmesine katkı sağlamaktadır. Ekonomisi büyüyen ülkelerin borcunu geri ödeyememe riski azalacağından ülke kredi notlarının yükselmesi beklenen bir durum olacaktır.

KRDNOTD ile REZGSYIH, CDGSYIH, PORTGSYIH, BORSA, DYYGSYIH, YONGRE, ISSIZLIK, CDS5Y, BDGSYIH, KVBO ve GLBRISK değişkenlerin sınanmasında H_0 hipotezi kabul edilmiştir. Çalışmaya göre, bu değişkenlerle ülke kredi notu arasındaki istatistiki açıdan anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

Gelişmekte olan ülkelerde yapılan çalışmalar incelendiğinde genellikle işsizlik oranı ile kredi notu arasında bir ilişki tespit edilememiştir. Özellikle Yıldız (2014) çalışmasında ülkeleri alt ve orta gelirli ve yüksek gelirli olarak ikiye ayırmıştır. İşsizlik oranı ile ilgili gelişmekte olan ülkelerde anlamlı bir ilişki tespit edilemezken, gelişmiş ülkelerde işsizlik kredi notunun belirleyicilerinden biri olarak tespit edilmiştir. Balıkçioğlu ve Yılmaz (2013) ise, ülke kredi notlarının belirlenmesinde işsizliğin sınırlı bir şekilde etkili olduğunu, maliye politikası belirleyicilerinin çok daha fazla etkili olduğunu tespit etmişlerdir.

Makroekonomik gelişmelerin gecikmeli etkileri işsizlik oranına yansımaktadır. Ekonominin büyümesiyle birlikte işsizliğin de azalması beklenmektedir. Ancak kısa vadede, ekonomik büyüme ile işsizlik oranı arasında gerçekleşen ilişki gevşek olabilmektedir. Ekonomik faaliyetlerdeki diğer ölçümlerin pozitif olmasının hemen ardından işsizlik oranında sürekli bir düşüş gerçekleşmesi beklenen bir durum değildir. Dolayısıyla, işsizlik oranları genellikle geciken bir ekonomik gösterge olarak ele alınır. Bu açıdan bakıldığında gelişmekte olan ülkelerde işsizlik ile kredi notu arasında ilişkinin olmaması anlamlı sayılabilir.

Kredi temerrüt swap primi, bir finansal kredinin geri ödenmeme riskine karşılık borç verenin alacağını güvence altına alan ve bunu da belirlenen ücret karşılığında yerine getiren kredi türev enstrümanı olarak tanımlanmaktadır (Karagöl ve Mıhçıokur, 2012: 21).

Çok uzun bir zaman kredi notları ülkelerin kredi riskine belirlemede esas olarak kullanılmış ancak derecelendirme şirketleri tarafından açıklanan kredi notlarının 2000’li yıllara gelindiğinde kredi riskini yansıtmada yetersiz kaldığı görüşü yaygınlaşmaya başlamıştır (Mora, 2006: 2051). Kredi derecelendirme

şirketlerinin yapısı, faaliyetleri ve işleyişlerine yönelik küresel çapta yapılan eleştiriler yüksek kredi notuna sahip Enron, Worldcom ve Parmalat gibi dev şirketlerin iflaslarının ardından başlamış ve küresel finans krizinden sonra daha yayılarak, savunulmaya başlanmıştır. Çünkü yüksek kredi notuna sahip birçok şirketin kriz sürecinde mali çıkmaza girmesi ve iflasları, kredi notlarına yapılan sorgulamaların doğruluğunu onaylamıştır. Bu durumda, kredi notlarını ikame edebilecek başka bir araca ihtiyaç duyulmuştur. Bu ihtiyaca karşılık olarak, kredi riskinin değerlendirilmesinde kredi notları alternatifinin kredi temerrüt swap primi olabileceğine yönelik görüşler kabul edilmeye başlanmıştır (Flannery, Houston, ve Partnoy, 2010: 2095).

Ülke kredi notları ile CDS primleri arasındaki ilişkiyi inceleyen önemli çalışmalardan biri olan Ismailescu ve Kazemi (2010) çalışmasında, ülke kredi notunda meydana gelen değişikliğin CDS primleri üzerindeki etkisini ve gelişmekte olan ekonomilerin CDS primleri üzerinde yayılma etkisi araştırmıştır. Çalışma sonucunda, artan kredi notunun CDS piyasaları üzerinde hemen etkisinin olduğu, azalan kredi notunun ise hiçbir etkisinin olmadığı belirtilmiştir. Ayrıca, artan kredi notunun gelişmekte olan ülkelerin CDS piyasalarına yayılma olasılığının azalan kredi notundan daha yüksek olduğu tespit edilmiştir.

Çalışmada kullanılan en çok işlem gören 5 yıllık CDS primi ile ülke kredi notu arasında istatistiki olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Bu durum güvenilirliği sorgulanan kredi notlarının ülke kredi notunu tam olarak belirleyemediğinin bir göstergesi olabilmektedir. Ayrıca kredi notundan farklı olarak, kredi notlarına bir alternatif olarak görülen CDS primleri piyasadaki arz ve talebe göre oluşmakta ve ülke kredi notlarına göre daha dinamik bir yapıya sahip olmaktadır. CDS primi ülke riskini yansıtmayan volatilité, likidite ve ihraç eden kurumun riskini de içinde barındırmaktadır. Son olarak Ismailescu ve Kazemi (2010) çalışması da ülke kredi notu ile CDS primi arasında (anlamlı mı çift yönlü mü) bir ilişki tespit edememesi H_0 hipotezinin reddedilememesini anlamlı kılmaktadır.

Literatürde yapılan çalışmalara göre, ülkelerin cari dengesinde, bütçe dengesinde, uluslararası rezervlerinde, doğrudan yabancı yatırımlarında ve yönetim

göstergelerinde meydana gelen azalışların ya da artışların ülke kredi notunu etkilediği görülmektedir. Ancak çalışmada bu değişkenlerle istatistiki açıdan anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

Örneklem dahilinde ele alınan ülkelerin ekonomik ve mali dinamiklerinin birbirine göre farklılık göstermesi ortak değişken sayısının daha az olmasına sebep olmuştur. İlişki tespit edilemeyen değişkenlerin örneklemdeki her ülkede etkili olmadığı ya da uzun vadede ortak değişken olmaması sebebiyle anlamlı ilişkiler tespit edilemediği söylenebilir.



SONUÇ

Ülke kredi notu, bir ülkenin borcuna yönelik olan anapara ve faizini zamanında ödeme konusunda istekli olup olmadığının ve ödemesini gerçekleştirebilme kabiliyetinin değerlendirilmesidir. Ülke kredi notları ülkenin uluslararası piyasada kredi değerliliğini göstermesi bakımından önemli bir gösterge haline gelmiştir. Ülke kredi notları ulusal veya uluslararası temelde çalışan kredi derecelendirme şirketleri olarak tanımladığımız kurumlar tarafından belirlenerek kamuoyuna ilan edilmektedir.

Kredi derecelendirme şirketleri, ülkelerin kredi notlarında etkili olan faktörleri belirlerken ilk önce ülke riskine bakmaktadır. Kredi notunu belirlemede kullanılan faktörler her derecelendirme şirketinde farklı olabilir. Hatta bu faktörlere verilen önem derecesi bile değişmektedir. Kredi derecelendirme faaliyetlerinde hangi faktöre ne derece önem verdikleri tam olarak bilinmemektedir. Ülke kredi notlarının ülke riskini de temsil etmesi sebebiyle ülke riski analizinde kullanılan faktörler ile ülke kredi notunu belirleyen faktörlerin yakın ilişki içinde olduğu unutulmamalıdır.

Ülke riski analizi kredi açılacak veya yatırım yapılacak ülkede mevcut olan risk faktörlerini belirleyerek, ülkenin borç servis kapasitesini ve güvenilirliğini değerlendirerek, ülke hükümetinin izlediği ekonomik, sosyal ve politik unsurlarını bir bütün olarak incelemek amacıyla yapılır. İş çevresinde var olan değişikliklerden dolayı ülke riskinin fazla olması ülkenin faaliyet kârlarının veya varlıklarının değerini olumsuz etkilemektedir.

Kredi derecelendirme şirketlerinden alınan yüksek kredi notları ülkelerin yabancı sermaye çekmelerine ve düşük faizle borçlanabilmesine imkân tanımaktadır. Ancak kredi derecelendirme şirketleri tarafından alınan düşük kredi notları, ülkelere sermaye girişini zorlaştırmakta ve ülkelerin yüksek faizle borçlanmasına neden olmaktadır. Çünkü ülkelerin uluslararası piyasalardan, ihtiyaç duydukları yabancı fonları sağlamalarında kredi notlarının etkisi büyük olmaktadır. Bu sebeple, ülke kredi notu gerçekleştirilecek yatırımları ve borçlanmayı önemli derecede

etkilemektedir. Derecelendirmenin konusu sadece ülkeler değildir, işletmeler, finansal kuruluşlar veya ihraç malının kendisi de derecelendirilebilmektedir.

Kredi derecelendirme şirketlerine duyulan ihtiyacın artmasının en önemli sebeplerinden biri de finansal piyasaların küresel hale gelmesi ve bu finansal araçların karmaşık bir yapıya dönüşmesidir. Kredi derecelendirme anlık bilgiye ulaşmada kolaylık sağladığından ilgili ekonomi, finansal yapı ya da şirket ile ilgili orta ve uzun vadeli projeksiyonlarda bulunarak yatırımcının doğru kararlar almasına destek olmaktadır.

Ulusal ve uluslararası çapta çok fazla sayıda derecelendirme şirketi varlığını sürdürse de çalışmada kullanılan üç şirket piyasanın tamamına yakını elinde bulundurmaktadır. Ayrıca bu üç şirket dünya çapında kabul görmekte ve yatırımcılar tarafından da dikkatle takip edilmektedir. Uluslararası düzeyde yer alan bu üç derecelendirme şirketi, derecelendirmeleri “kredi notu” veya “görünüm” olarak tanımlamaktadır. Derecelendirme şirketlerinin yaptıkları analiz ve görüşlerin işletmeler ve ülkeler tarafından daha iyi anlaşılabilmesi adına derecelendirme notları harfli sembollere dönüştürülerek açıklanmaktadır. Bir ülke veya işletme için verilen kredi notu o ekonomik birimin uzun veya kısa dönemdeki güvenilirliğini ve durumunu belirterek yatırımcılara fikir vermek için kullanılmaktadır.

Derecelendirme tarafsız bir analizi ifade etmelidir. Ancak 2008 krizinde yüksek nota sahip ülkelerin yaşadığı sıkıntılar dünya piyasasında derecelendirme şirketlerine olan güvenin azalmasına ve eleştirilerin ortaya çıkmasına sebep olmuştur. Derecelendirme şirketlerinin verdiği hizmet karşılığında ücret alıyor olması, piyasada oligopol bir hale gelmeleri güvenilirliklerinin sorgulanmasını neden olmaktadır. Kredi notlarına alternatif olarak günümüzde CDS primleri sıkça kullanılmaktadır.

Ülke kredi notu içerisinde ekonomik faktörler dışında, ölçülmesi daha zor olan, politik ve sosyal faktörler de incelenebilmektedir. Ancak ekonomik faktörler ölçülebilir ve önceki dönemlerle karşılaştırılabilir olması sebebiyle politik ve sosyal faktörlere göre çalışmalarda daha çok tercih edilmektedir. Derecelendirme

faaliyetinde bir ülkenin ekonomik yapısını belirleyebilmek için bu değişkenlerden çok daha fazlasını incelemek gerekmektedir. Yukarıda kredi notunu belirleyen faktörlerin her derecelendirme şirketinde farklı olabileceği belirtilmişti. Dolayısıyla kredi notunda etkili olan ekonomik faktörleri belirleyebilmek için çok daha fazla sayıda makroekonomik ve finansal veriden faydalanmak gerekmektedir.

Çalışmada gelişmekte olan 21 ülkenin kredi notunu etkileyen unsurlar 2005-2017 dönemi için panel veri analiz yöntemi ile incelenmiştir. Bu çerçevede ülke kredi notlarını etkilediği düşünülen 18 farklı ekonomik ve finansal değişken analize dahil edilmiştir.

Çalışmada ülke kredi notu ile 7 değişken arasında istatistiki olarak anlamlı sonuçlar elde edilmiştir. Analiz sonucunda; kişi başına düşen GSYİH, yıllık kredi faiz oranı, döviz kuru, enflasyon oranı, kredi hacmi, kamu borcunun GSYİH'ya oranı ve politik risk faktörünün ülke kredi notlarını istatistiki olarak etkilediği belirlenmiştir. Ülke kredi notu ile döviz kuru, kişi başına düşen GSYİH ve kredi hacmi arasında pozitif yönlü, yıllık kredi faiz oranı, politik risk faktörü, kamu borcunun GSYİH'ya oranı ve enflasyon oranı arasında ise negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir.

Gelişmekte olan ülkeler uluslararası piyasalarda rekabet edebilmek için döviz kurundaki artış ile yerel paralarını değersizleştirerek cari açıkların kapanmasına yönelik adımlar atmakta ve bu durum ülke kredi notunu arttırıcı etki göstermektedir. Kişi başına düşen GSYİH'nın artması, ekonomik büyümenin en önemli göstergesi olması ve literatürdeki pek çok çalışma ile uyum göstermesi açısından ülke kredi notunun artmasında önemli bir değişken olmaktadır. Kredi hacmindeki artışlar sonucunda elde edilen kredilerin ekonomik büyümeyi destekleyen nitelikte olması da yine ülke kredi notunu pozitif yönde etkileyen bir değişken olarak tespit edilmiştir.

Faiz ve enflasyon oranlarının düşük seviyede gerçekleşerek uyum içerisinde olmaları para ve maliye politikaları açısından istenen bir durumdur. Ülkede var olan düşük politik risk ise yatırımcıların güvenini arttırmakta ve sermayelerini politik riski düşük ülkelere yönlendirmelerine sebep olmaktadır. Politik risk faktöründe anlamlı

bir ilişkinin tespit edilmesi ülkelerin sadece ekonomik ve finansal göstergelerinin iyi olmasının yeterli olmadığı, politik göstergelerin de ülke kredi notunu etkilediğini göstermektedir. Elde edilen kamu borcunu yatırımlara dönüştürerek ekonomiye fayda sağlayamayan özellikle gelişmekte olan ülkeler, borcun daha fazla artmasına ve gelecekte ekonomik sorunların oluşması tehlikesi ile karşı karşıya kalabilmektedirler. Kamu borcunun GSYİH'ya oranının negatif işarete sahip olması, GSYİH'ya oranla daha düşük kamu borcuna sahip olan ülkelerin, ülke kredi notlarının daha yüksek olma ihtimalini arttıracak anlamına gelmektedir.

Sonuç olarak yukarıda anlatılanlar ışığında piyasalara güven sağlanması ekonominin gelişmesine katkı sağlamaktadır. Ekonomisi büyüyen ülkelerin borcunu geri ödeyememe riski azalacağından kredi notlarının yükselmesi beklenen bir durum olacaktır.

Ülke kredi notu ile uluslararası rezervler / GSYİH, cari denge / GSYİH, portföy yatırımları / GSYİH, borsa endeks getirisi, doğrudan yabancı yatırımlar / GSYİH, yönetim göstergeleri, işsizlik oranı, 5 yıl vadeli CDS primi, bütçe dengesi / GSYİH, kısa vadeli borç / dış borç ve global risk faktörü arasındaki ilişkinin sınanmasında H_0 hipotezi kabul edilmiştir. Çalışmaya göre bu değişkenlerle ülke kredi notu arasında istatistiki açıdan anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

İlişki tespit edilemeyen değişkenlerin daha fazla olmasına rağmen, modelde ilişki tespit edilen değişkenlerin ülke kredi notu belirleyicilerinin % 47'sini açıkladığı sonucuna ulaşılmıştır. Sonuç olarak, ülke kredi notunu belirlemeye yönelik kurulan rastsal etkiler modeli bir bütün olarak istatistiki açıdan anlamlı bulunmuştur.

Çalışmada anlamlı sonuç beklenen değişkenlerde ilişkinin tespit edilememesi veri setinde kullanılan ülkelerin homojen yapıya sahip olmaması, veri setinde yer alan ülkelerin risk grupların farklı olması, modelde kullanılan bazı ülkelerin AB, OECD, OPEC ve G20 gibi birliklere üye olması modelde anlamsız ilişkilerin ortaya çıkmasına sebep olmuş olabilir.

Örneklem dahilinde ele alınan ülkelerin ekonomik ve mali dinamiklerinin birbirine göre farklılık göstermesi ortak değişken sayısının daha az olmasına sebep

olmuştur. İlişki tespit edilemeyen değişkenlerin örneklemdaki her ülkede etkili olmadığı ya da uzun vadede ortak değişken olmaması sebebiyle anlamlı ilişkiler tespit edilemediği söylenebilir.

Sonuç olarak bu çalışma kanun yapıcılara, yatırımcı gruplara ve finansal kurumlara ülke kredi notunu belirleyen unsurlar hakkında önemli bilgiler sunmaktadır. Bir ülkeye yapılacak yatırım kararlarında ve uygulanacak politikalarda nelere dikkat edilmesi gerektiği konusunda yardımcı olacaktır. Akademik anlamda ülke kredi notu ile ilgili gelecekte yapılacak çalışmalara bir model önerisi sunarak ışık tutması beklenmektedir.

Çalışmada, gelişmekte olan ülkelerin kredi notları belirleyicileri tespit edilmeye çalışılmış olup, gelecekte ülke kredi notu ile ilgili çalışma yapmak isteyen araştırmacılar için aşağıda öneriler sunulmuştur.

Çalışmanın modeline göre, kredi notu belirleyicilerinin % 47'si tespit edilmiş ve model bir bütün olarak istatistiki açıdan anlamlı bulunmuştur.

Bu model gelişmiş ülkeler için tekrarlanabilir. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için ülke kredi notunu etkileyen faktörler karşılaştırılabilir.

Ülkeler çeşitli gruplara göre ayrılarak (OECD, AB gibi) aynı model ile gruplara özgü değişkenler tespit edilebilir.

Çalışmada kullanılan değişkenlere ek olarak gelecekteki çalışmalar ülkelerin temerrüt geçmişi, büyüme oranı, kamu geliri gibi farklı değişkenlerin de ülke kredi notu üzerindeki etkisini araştırabilir.

Çalışmada kullanılan derecelendirme şirketlerinin üçü de, derecelendirme ölçütlerinde yönetim göstergelerini kullanmaktadırlar. Ancak bu çalışmada bu değişkenlerin aritmetik ortalaması alınarak analize dâhil edilmiştir. Altı değişkenden oluşan yönetim göstergeleri gelecekteki çalışmalarda tek tek incelenebilir.

KAYNAKÇA

- AFONSO, A.:
2002 “Understanding The Determinants of Government Debt Ratings: Evidence For The Two Leading Agencies”, **Department of Economics and Research Center on the Portuguese Economy (CISEP)**.
- AFONSO, A.,
GOMES, P.,
ROTHER, P.:
2011 “Short and Long-run Determinants of Sovereign Debt Credit Ratings”, **International Journal of Finance and Economics**,16, 1-15.
- AFONSO, A.,
GOMES, P.,
ROTHER, P.:
2007 “What Hides Behind Sovereign Debt Ratings?”, **European Central Bank Working Paper Series**, No: 711.
- AKBULAK, Y.:
2012 “Kredi Derecelendirmesi veya Rating: Kavram ve Ölçütler”, **Mali Çözüm Dergisi**, 111, 171-187.
- AKÇAYIR, Ö.:
2013 **Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Güvenirliklerinin Sorgulanması: Türkiye'nin Kredi Derecelendirme Geçmişi ve Bugünü (1992-2012)**,Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Isparta.
- AKÇAYIR, Ö.,
YILDIZ, Z.:
2014 “Kredi Derecelendirme Notlarının Uluslararası Standardizasyonu ve Türkiye Analizi (1992-2013) : Karşılaştırmalı Ülke Derecelendirme İndeksi” **Akademik Bakış Dergisi**, 40.
- ALBAYRAK, A.
S.: 2006 **Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikleri**, Ankara, Asil Yayın Dağıtım.
- ALEXE, S.,
HAMMER, P.,
KOGAN, A.,
LEJEUNE, M.:
2003 **A non-recursive Regression Model for Country Risk Rating**,New Jersey, Rutgers Center for Operations Research Rutgers University, Rutcor Research Report.

- ALTUNKAYA, H. İ.: 2013 **Ülkelerin Uzun Dönem Kredi Notlarının Derecelendirilmesinde Önemli Değişkenlerin Veri Madenciliği Teknikleri Kullanılarak Belirlenmesi**, T.C. Hacettepe Üniversitesi, Fen Bilimleri Enstitüsü, İstatistik Anabilim Dalı, Ankara.
- BABUŞÇU, Ş.: 2005 **Basel II Düzenlemeleri Çerçevesinde Bankalarda Risk**, Ankara, Akademi Yayıncılık.
- BABUŞÇU, Ş., HAZAR, A.: 2008 **SPK Kredi Derecelendirme Uzmanlığı Sınavlarına Hazırlık**, Ankara, Öncü Basımevi.
- BALIKÇIOĞLU, E.: 2013 **Ülkelerin Finansal Açidan Kredi Notlarını Etkileyen Faktörler ve Kurallı Maliye Politikasının Etkisi; 2000 Sonrası Dönem Türkiye’de Uygulanan Maliye Politikalarının Kredi Notları Üzerindeki Etkisinin Karşılaştırmalı Analizi**, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Maliye Anabilim Dalı, Doktora Tezi, Ankara.
- BALIKÇIOĞLU, E., YILMAZ, H. H.: 2013 “Ülkelerin Finansal Açidan Kredi Notlarını Etkileyen Faktörler ve Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Bu Faktörler Çerçevesinde Değerlendirilmesi”, **Maliye Dergisi**, 165, 163-188.
- BALTAGİ, B.: 2005 **Econometric Analysis of Panel Data**, The Atrium Southern Gate Chichester, John Wiley & Sons Ltd. Press.
- BANNIER, C. E., HIRSCH, C. W.: 2010 “The Economic Function of Credit Rating Agencies – What Does The Watchlist Tell Us?”, **Journal of Banking & Finance**, 34, 3037-3049.
- BECK, T., ROSS, L.: 2004 Stocks Markets, Banks, and Growth: Panel Evidence, **Journal of Banking and Finance**, 28, 423-442.
- BHALLA, B.: 1983 “How Corporations Should Weigh Up Country Risk”, **Euromoney**, 66-72.
- BHATİA, A. V.: 2002 “Sovereign Credit Ratings Methodology: An Evaluation”, **IMF WorkingPaper**, No. 02/170.
- BİSSOONDOYAL - HEENİCK, E.: 2005 “An Analysis of the Determinants of Sovereign Ratings”, **Global Finance Journal**, 15, 251-280.

- BİSSOONDOYAL - BHEENICK, E.: 2005 "An Analysis of the Determinants of Sovereign Ratings", **Global Finance Journal**, 15, 251-280.
- BİSSOONDOYAL -BHEENICK, E., BROOKS, R., YİP, A. Y.: 2006 "Determinants of Sovereign Ratings: A Comparison of Case-Based Reasoning and Ordered Probit Approaches", **Global Finance Journal**, 17, 136-154.
- BLAUROCK, U.: 2007 "Control and Responsibility of Credit Rating Agencies", **Electronic Journal of Comparative Law**, 11/3, <https://www.ejcl.org/113/article113-16.pdf>.
- BORİO, C., PACKER, F.: 2004 "Assessing New Perspectives on Country Risk", **BIS Quarterly Review**, 46-65.
- BRANSON, W. H.: 1995 **Makro İktisat Teorisi ve Politikası**, Çev.Kanyılmaz, İ., İstanbul, Alfa Yayınları.
- CALDERON, C., LIN, L.: 2003 The Direction of Causality between Financial Development and Economic Growth, **Journal of Development Economics**, 72/1, 321-334.
- CANUTO, O., SANTOS, P. F., PORTO, P. C.: 2004 "Macroeconomics and Sovereign Risk Ratings", **Washington: World Bank Discussion Paper**.
- CAPECİ, J.: 1985 "Credit Risk, CreditRatings and Manicipal Bonds Yields:A Panel Study", **NationalTaxJournal**, 44/4, 41-56.
- CARMENT, D.: 2001 "Assessing Country Risk: Creating an Index of Severity", **CIFP Risk Assesment Template**, 1-18.
- CEYLAN, A.: 2000 **İşletmelerde Finansal Yönetim**, 6. bs., Bursa, Ekin Kitabevi.
- CHANG, R.: 2005 "Financial Crises and Political Crises", **NBER Working Papers**, <https://www.nber.org/papers/w11779.pdf>.
- CHOURAQUİ, J-C., JONES, B., MONTADOR, R. B.: 1986 "Public Debt in a Medium-Term Context and Its Implications For Fiscal Policy", **OECD Department of Economics and Statistics, Working Papers**, Monetary and Fiscal Policy Division.

- CLARK, E.: 2002 **International Finance Second Edition**, London, Chappman.
- COŞKUN, M.: 2016 “Türkiye ile Aynı Kredi Notuna Sahip Ülkelerin Makro Ekonomik Göstergelerinin Karşılaştırılması”, **Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Özel Sayı, 16/5, 259-276.
- COYLE, B.: 2013 **Introduction to Currency Risk**, 2. bs., New York, Routledge.
- EDWARDS, S.: 1985 “Country Risk, Foreign Borrowing and Social Discount Rate in an Open Developing Economy”, **Cambridge: NBER Working Paper Series**, No. 651.
- ERDEM, O., VARLI, Y.: 2014 “Understanding The Sovereign Credit Ratings Of Emerging Markets”, **Emerging Markets Review**, 20, 42-57.
- ERTÜRK, E.: 1999 **Makro İktisat**, İstanbul, Alfa Yayınları.
- EVGİN, T.: 2000 **Dünden Bugüne Dış Borçlarımızı**, Ankara, Hazine Müsteşarlığı Yayınları.
- FİTCH: 2019 **Credit Ratings**, <https://www.fitchsolutions.com/products/credit-ratings> adresinden alınmıştır
- FİTCH RATINGS.: 2018 **Fitch Ratings Sovereign Rating Criteria**.
- FLANNERY, M. J., HOUSTON, J. F., PARTNOY, F.: 2010 “Credit Default Swap Spreads as Viable Substitutes for Credit Ratings”, **University of Pennsylvania Law Review**, 158, 2085-2124.
- SAİNİ, G. K., BATES, P. S.: 1984 “A Survey of the Quantitative Approaches to Country Risk Analysis”, **Journal of Banking and Finance**, 8/2, 341-356.
- GİRGİN, G. E.: 2018 **Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Not Değerlendirmelerinde Kullandıkları Faktörlerin İncelenmesi: Türkiye Örneği**: İstanbul, T.C. İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Doktora Tezi, İstanbul.

- GLASBERG, D. S., WARD, K. B.: 1993 “Foreign Debt and Economic Growth in the World System” **Social Science Quarterly**, 74/4, 703-720.
- GÖKBULUT, R. İ.: 2009 **Hissedar Değeri ile Finansal Performans Ölçütleri Arasındaki İlişki ve İMKB Üzerine bir Araştırma**, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, İstanbul.
- GREENE, W.: 2003 **Econometric Analysis**, Prentice Hall.
- GUJARATI, D. N.: 2006 **Temel Ekonometri**, Çev. Şenesen, Ü., Şenesen, G. G., İstanbul, Literatür Yayınları.
- GÜNAYDIN, R. K.: 2006 “Ülke Riski İçin Farklı Yaklaşımlar”, **Activeline Dergisi**, 1.
- GÜR, T. H., ÖZTÜRK, H.: 2011 “Ülke Riski, Derecelendirme Kuruluşlar, Aksaklıklar ve Yeni Düzenlemeler”, **Sosyoekonomi Dergisi**, 2, 69-92.
- HALICI, S.: 2005 **Kredi Derecelendirme Şirketleri, Kredi Derecelendirmenin Belirleyicileri ve Etkileri**, Erciyes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Kayseri.
- HASPOLAT, F. B.: 2015 **Ülke Kredi Notlarının Belirleyicileri: Türkiye'nin Kredi Notunun Ülke Karşılaştırmalı Analizi**, T.C. Kalkınma Bakanlığı, Uzmanlık Tezi, Ankara.
- HAUSMAN, J.: 1978 “Specification Tests in Econometrics”, **Econometrica**, 46, 1251-1272.
- HOTİ, S., MCALEER, M.: 2004 “An Empirical Assessment of Country Risk Ratings and”, **Journal of Economic Surveys**, 18/4, 539-588.
- HSIAO, C.: 1986 **Analysis of Panel Data**, UK, Cambridge University Press.
- IMF.: 1993 **Balance of Payments Manual**, 5. Edition.
- İRİ, R.: 2018 **İşletmelerin İhracat Performansına Ülke Kredi Notunun Etkisi: Ampirik Bir Araştırma**, Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Doktora Tezi, Niğde.

- KALAYCI, Ş.,
DEMİR, Y., GÖK,
İ. Y.: 2010 “Ülke Kredi Notunun Temel Makro Ekonomik Belirleyicileri: AB Ülkeleri ve Türkiye Üzerine Bir Reyting Araştırması”, **Finans Politik, Ekonomik Yorumlar Dergisi**, 47/544, 15-26.
- KANLI, İ. B.,
BARLAS, Y.:
2011 **Eşiği Aşınca: Kredi Notunun ‘Yatırım Yapılabilir’ Seviyeye Yükselmesinin Etkileri**, Ankara, TCMB.
- KARA, F.:
2006 **Ülke Riskinin Finansal Piyasalara Etkisi**, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara.
- KARAGÖL, E. T.,
MIHÇIOKUR, İ.:
2012 **Kredi Derecelendirme Kuruluşları: Alternatif Arayışlar**, Ankara, Siyaset, Ekonomi ve Toplum Araştırmaları Vakfı.
- KARAGÖL, E. T.,
ORTAKAYA, Ü.
İ.: 2014 “Faiz Kısılacında Ekonomik Büyüme”, **SETA Perspektif**, 47, 1-5.
- KAUFMANN, D.,
KRAAY, A.,
MASTRUZZI, M.:
2010 **The Worldwide Governance Indicators Methodology and Analytical Issues**.
- KİBRİTÇİOĞLU,
A.: 1998 “İktisadi Büyümenin Belirleyicileri ve Yeni Büyüme Modellerinde Beşeri Sermayenin Yeri”, **A.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, 53/1-4, 207-230.
- KİFF, J.,
MORROW, R.:
2000 “Credit Derivatives”, **Bank Of Canada Review**, <https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/06/r005-ea.pdf>.
- KIRANKABEŞ,
M. C.: 2006 “Ülke Riski Kavramı, Metodolojisi ve Türkiye Değerlendirilmesi”, **Mevzuat Dergisi**, 102.
- KORKMAZ, T.,
UYGURTÜRK,
H., GÖKBULUT,
R. İ., GÜĞERÇİN,
G.: 2008 “İMKB’de İşlem Gören Çimento İşletmelerinin Varlık Performansına Etki Eden Finansal Faktörlerin Belirlenmesi Üzerine Bir Araştırma”, **Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi**, 25/2, 568-587.

- KORKMAZ, T.,
YILDIZ, B.,
GÖKBULUT, R.
İ.: 2010
“FVFM’nin İMKB Ulusal 100 Endeksindeki Geçerliliğinin Panel Veri Analizi ile Test Edilmesi”, **İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi**, 39/1, 95-105.
- KÖK, R.,
ŞİMŞEK, N.:
2012
Panel Veri Analizi Sunumu, Ocak 12, 2019 tarihinde <http://debis.deu.edu.tr/userweb//recep.kok/dosyalar/panel2.pdf> adresinden alındı.
- KRAYENBUEHL, T.: 1988
KULA, F.: 2006
Country Risk: Assessment and Monitorin, 2.bs., Cambridge, Woodhead-Faulkner.
Çokuluslu Girişimler ve Türkiye, Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımlarının İktisadi Verilerle Bilimsel Analizi, İstanbul, İleri Yayınları.
- LEHTO, T.:
1994
“The Level of a Central Bank’s International Reserves: Theory and Cross-Country Analysis”, **Bank of Finland Discussion Papers**.
- LEVİN, A., LİN, C.-F., CHU, C.-S. J.: 1992
“Unit Root Tests in Panel Data: Asymtotic and Finite-Sample Properties”, **Journal of Econometrics**, 108, 1-24.
- MANKİW, N. G.:
2010
Makroekonomi, Çev.Çolak, E. Ö., Ankara, Efil Yayınevi.
- MARQUARDT, D. W., SNEE, R. D.: 1975
“Ridge Regression in Praticce”, **The American Statistician**, 29/1, 3-20.
- MC ALEER, M.,
VEİGA, B. D.,
HOTİ, S.:
2011
“Value-at-Risk For Country Risk Ratings”, **Mathematics and Computers in Simulation**, 81, 1454–1463.
- MELLİOS, C.,
PAGET-BLANC, E.: 2006
“Which Factors Determine Sovereign Credit Ratings?”, **The European Journal of Finance**, 360-377.
- MELVİN, M.,
NORRBİN, S. C.:
2013
“The Balance of Payments”, **International Money and Finance**, Eighth Edition b. içinde USA, Elsevier.
- MELVİN, M.,
SCHLAGENHAU F, D.: 1985
“A Country Risk Index: Econometrik Formulation and an Application to Mexico”, **Economic Inquiry**, 23/4, 601-619.

- MEWALLY, M. M., BRIEN, O. D.: 1994 “The Debt Servicing Problem of Some Asian Countries”, **The Indian Economic Journal**, 42/3, 98-109.
- MOODY'S.: 2019 **Rating Symbols and Definitions**, <https://www.moodys.com/Pages/amr002002.aspx> adresinden alınmıştır.
- MOODY'S RATING METHODOLOGY .: 2018 “Moody's Investors Service, Rating Methodology Sovereign Bond Ratings”, **Moody's Investors Service**.
- MORA, N.: 2006 “Sovereign Credit Ratings: Guilty Beyond Reasonable Doubt?”, **Journal of Banking & Finance**, 30, 2041–2062.
- MULDER, C., PERRELLI, R. 2001 “Foreign Currency Credit Ratings For Emerging Market Economies”, **IMF Working Paper**, International Monetary Fund.
- NADEM, U. H., KUMAR, M. S., MARK, N., MATHIESO D. J.: 1996 “The Economic Content of Indicators of Developing Country Creditworthiness”, **Staff Papers**, 43/4, 688-724.
- NAGY, P. J.: 1979 “Country Risk, How to Assess, Quantify and Monitor It”, **London, Euromoney Publications**.
- ODEDOKUN, M. O.: 1996 “Financial Indicators and Economic Efficiency in Developing Countries. N. Hermes, & R. Lensink içinde”, **Financial Development and Economic Growth**, New York, Routledge.
- OKKA, O.: 2009 **Finansal Yönetim Teori ve Çözümlü Problemler**, Ankara, Nobel Yayın Dağıtım.
- OKUYAN, H. A., TAŞCI, H. M.: 2010 “Sermaye Yapısının Belirleyicileri: Türkiye'deki En Büyük 1000 Sanayi İşletmesinde Bir Uygulama”, **BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar**, 4/1, 105-120.
- ÖZBİLGİN, İ. G.: 2012 “Risk ve Risk Çeşitleri.”, **Türkiye Bilişim Dergisi**, 145, 86-93.
- ÖZTÜRK, H.: 2011 “Ülke Kredi Notu Değerlendirmelerinde Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülke Ayrımı Üzerine Bir İnceleme”, **Hazine Uzmanlığı Yeterlilik Tezi, Hazine Müsteşarlığı Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müdürlüğü**.

- PACKER, F.,
TARASHEV, N.:
2011 “Rating Methodologies for Banks”, **BIS Quarterly Review**, 39-52.
- PINAR, A.:
2017 **Maliye Politikası Teori ve Uygulama**, 9. b. Ankara, Turhan Kitabevi.
- REINHART, C.
M.: 2002 “Default, Currency Crises and Sovereign Credit Ratings”, **The World Bank Economic Review**, 16/2, 151-170.
- S., P.: 2018 **S. P. Global Ratings Definitions**, 04 07, 2019 tarihinde https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/504352 adresinden alındı
- S.P. Rating Direct.:
2011 “Global Credit Portal, Rating Direct”, **Sovereign Government Rating Methodology And Assumptions**.
- SACHS, J.:
1989 “Making The Brady Plan Work”, **Foreign Affair**, 68/3, 87-104.
- SEC.: 2018 **Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations**.
- SEC.: 2018 Securities Exchange Act of 1934. 04 07, 2019 tarihinde <http://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Exchange%20Act%20Of%201934.pdf> adresinden alındı
- SETTY, G.,
DODD, R.:
2003 “Credit Rating Agencies: Their Impact on Capital Flows to Developing Countries”, **Financial Policy Forum Derivatives Study Center**, <http://www.financialpolicy.org/FPFSR6.pdf>
- SOLBERG, R. L.:
1992 “Country Risk Analysis A Handbook”, **London and New York: Routledge**.
- STOCK, J.,
WATSON, M.:
2008 “Heteroskedasticity-Robust Standard Errors For Fixed Effects Panel Data Regression”, **Econometrica**, 76/1, 155-174.
- SUADIYE, G.:
2006 “Kredi Derecelendirme ve Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri”, **Mustafa Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 3/6.
- ŞAHİN, B. E.:
2012 “Türkiye’de Dış Borç Sorunu ve Avrupa Borç Krizi’nin Etkileri”, **Hukuk ve İktisat Araştırmaları Dergisi**, 4/1, 45-54.

- ŞAHİNÖZ, A.: 1998 **Türkiye Ekonomisi: Sektörel Analiz**, Ankara, Turhan Kitabevi.
- ŞAHİNÖZ, S., GÖNENÇ, R.: 2011 “Gelişmekte Olan Ülkelerde Kredi Notunun, Risk Priminin Ve Reel Faiz Oranının Belirleyicileri”, **İktisat İşletme ve Finans**, 26/305, 9-35.
- ŞİRVAN, N.: 2004 **Kredi Derecelendirme ve Türkiye Ekonomisi**, Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği Yayınları.
Ekonometri, Kocaeli Üniversitesi Yayınları.
- TARI, R.: 2008
- TUĞAY, F.: 1991 **Ülke Riski**, Bankacılar Dergisi, 2/5, 30-37.
- TUNCA, Z., BAYER, A.: 1996 **Ödemeler Dengesi, Para ve Finans Ansiklopedisi**, İstanbul, Creative Yayıncılık.
- ÜNSAL, E. M.: 2014 **Makro İktisada Giriş**, 4. bs., Ankara, İmaj Yayınevi.
- ÜNSAL, E. M.: 2000 **Makro İktisat**, 3. bs., Ankara, İmaj Yayıncılık.
- WOOLDRIDGE, J. M.: 2002 “Econometric Analysis Of Cross Section And Panel Data”, **The Mıt Press**.
- YASLIDAĞ, B.: 2007 **Kredi Derecelendirme Sistemi**, İstanbul, Literatür Yayınları.
- YAZICI, M.: 2009 “Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Önemi ve Denetimi”, **Maliye ve Finans Dergisi**, 1/84, 4-20.
- YILDIZ, Ü.: 2014 **Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Ülke Kredi Notlarının Makroekonomik Belirleyicileri: Panel Veri Analizi**, Eskişehir Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Eskişehir.
- YÖRÜK, N.: 1999 **Ülke Riski ve Türkiye’nin Ülke Risk Derecelerindeki Değişimler**, Tokat, Gaziosmanpaşa Üniversitesi Yayınevi.

Elektronik Kaynaklar

<http://www.spk.gov.tr>. (2019). *Sermaye Piyasası Kurulu*. 05 21, 2019 tarihinde <http://www.spk.gov.tr>: <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/6/10/1> adresinden alındı

<https://www.fitchratings.com/site/about>. (2019, 04 13). 04 13, 2019 tarihinde <https://www.fitchratings.com/site/about> adresinden alındı

<https://www.moody.com/Pages/atc.aspx>. (2019, 04 13). 04 13, 2019 tarihinde <https://www.moody.com/Pages/atc.aspx> adresinden alındı

<https://www.spglobal.com/en/who-we-are/our-history>. (2019, 04 13). 04 13, 2019 tarihinde <https://www.spglobal.com/en/who-we-are/our-history> adresinden alındı

www.spratings.com/en_US/what-we-do. (2019, 04 13). 04 13, 2019 tarihinde https://www.spratings.com/en_US/what-we-do adresinden alındı

EKLER

Ek 1: Çalışma Kapsamında Yer Alan Ülkeler Listesi

1	Arjantin
2	Brezilya
3	Bulgaristan
4	Çin
5	Endonezya
6	Filipinler
7	Güney Afrika
8	Güney Kore
9	Kolombiya
10	Macaristan
11	Malezya
12	Meksika
13	Peru
14	Polonya
15	Rusya
16	Şili
17	Tayland
18	Türkiye
19	Ukrayna
20	Venezuela
21	Yunanistan